

czwartek, 13 września 2018 | komentarz specjalny

Mangata – Wyniki 2019 roku pod presją

Rekomendacja: niedoważaj | cena bieżąca: 90,80 PLN

MGT PW; ZKA.WA | Przemysł metalowy, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Przy okazji wyników za 2Q'18 Zarząd Grupy Mangata przedstawił, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w 2018 roku jest na praktycznie maksymalnym poziomie, a w krótkim okresie Grupa nie ma możliwości zwiększenia potencjału wytwórczego. Dodatkowo, Grupa nie zakupiła jeszcze energii elektrycznej na 2019 rok, co może według nas oznaczać, że jej koszt zwiększy się w przyszłym roku o co najmniej 3 mln PLN (choć bieżące ceny na TGE implikowałyby wzrost kosztów nawet o 5,5 mln PLN). Spółka ponadto będzie się musiała w 2019 roku zmierzyć z kolejnymi podwyżkami płac w Grupie. Naszym zdaniem, zważając na wysoką optymalizację parku maszynowego poczynioną w przeszłości, wzrosty kosztów energetycznych i płac (przy ograniczonych mocach produkcyjnych) implikować będą spadek wyników finansowych w 2019 roku. Obecnie Grupa Mangata notowana jest na poziomie swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA oraz z wysokimi dwucyfrowymi premiami dla indeksów MSCI Auto Components. Obniżamy nasze pozycjonowanie dla Grupy Mangata z „równoważ” do „niedoważaj”.

Brak wolnych mocy przerobowych w Grupie

Przedstawiciele Grupy przy okazji wyników za 2Q'18 poinformowali, że moce produkcyjne są praktycznie wykorzystane w 100%. W horyzoncie kilku miesięcy podniesienie zdolności produkcyjnych nie jest możliwe. Zdaniem Zarządu Grupa jest już bardzo mocno zoptymalizowana. Spółka nie chce teraz mocno inwestować w nowe moce wytwórcze, bo jest ryzyko, że w przyszłości będą one niewykorzystane. Mangata zrezygnowała z planowanej budowy nowej odlewni, zamierza zmodernizować istniejące zakłady.

Rosnące koszty energii i płac w 2019 roku

Największym wyzwaniem dla Grupy Mangata w 2019 roku są rosnące koszty pracy oraz ceny energii elektrycznej. Spółka jeszcze nie ma zakupionej energii elektrycznej na 2019 rok. Udział kosztów energii wynosi około 5%, co oznacza, że wzrost cen według aktualnego scenariusza mBanku przełoży się na wzrost kosztów w 2019 roku o co najmniej 3 mln PLN. Gdybyśmy jednak wzięli pod uwagę bieżące ceny na TGE, to wzrost mógłby sięgnąć nawet 5,5 mln PLN r/r. W przypadku kosztów pracy, to te odpowiadają za około 25% łącznych wydatków Mangata. Około 5% wzrost funduszu płac w 2019 roku przekłada się na około 4-5 mln PLN dodatkowych kosztów w Grupie.

Ambitna wycena

Obecnie Grupa Mangata notowana jest na poziomie swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA oraz z wysokimi dwucyfrowymi premiami do indeksów MSCI Auto Components dla Europy i Świata spadają od czerwca 2018 roku. Dodatkowo, w Europie w sierpniu negatywnie wynikami i zrewidowanymi oczekiwaniami zaskoczyli tacy producenci jak Polytec czy Conti.

Ryzyko dla wolumenów w 3Q'18 w motoryzacji

Od 1 września na rynku motoryzacyjnym UE weszły w życie nowe normy Euro 6c i bardziej rygorystyczne procedury pomiaru emisji spalin (WLTP). W efekcie wejścia nowych, bardziej rygorystycznych zasad koncerny motoryzacyjne i dilerzy w sierpniu masowo pozbywali się modeli, które nie przeszłyby nowych testów. Dodatkowo, wielu dilerów zdecydowało się na rejestrację samochodu na siebie, żeby w przyszłości ten w ogóle mógł być dopuszczony do ruchu przy zakupie przez klienta. Efektem tego były rekordowe jak na sierpień (zwykle martwy miesiąc w Europie) rejestracje nowych samochodów (Niemcy +25% r/r, Francja +40% r/r; Hiszpania +49% r/r; Włochy +9% r/r, Polska +58% r/r). W efekcie wiele nowych samochodów, zarejestrowanych w sierpniu, może nadal stać na placach u dilerów. Koncerny samochodowe natomiast prawdopodobnie zwolnią z produkcją w 3Q'18, aby nie gromadzić zbyt licznych poziomów niesprzedanych pojazdów na swoich magazynach i już mocno zatowarowanych dilerów. Może to się naszym zdaniem przełożyć na niekorzystne momentum w 3Q'18 w poddostawcach koncernów samochodowych.

Dywidenda nie do powtórzenia w 2019 roku

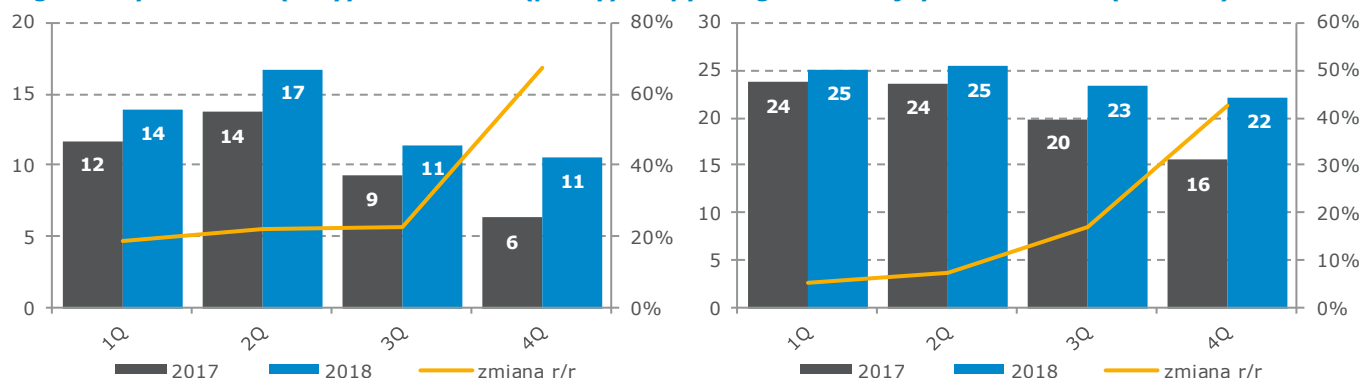
Naszym zdaniem dywidenda za 2018 roku jest nie do powtórzenia w 2019 roku. W 2017 roku Spółka w dywidendzie wypłaciła 105% zrealizowanego w 2016 r. wyniku netto, a w 2018 r. 146% zrealizowanego w 2017 r. wyniku netto. W efekcie dług netto Grupy na koniec 2018 r. wzrośnie do poziomu 135 mln PLN, co stanowi najwyższy poziom w ostatnich 10-ciu latach zarówno jeśli weźmiemy jego wartość nominalną, jak i relację do wyniku EBITDA. Z wypowiedzi Zarządu po 1H'18 można wywnioskować, że ma on świadomość, że obecnie znajdujemy się w mocno zaawansowanym cyklu koniunktury na wyroby Spółki (rezygnacja z rozbudowy mocy). Zakładamy, że Spółka w 2019 roku wypłaci 60% zysku za 2018 rok, co implikuje DYield'19 na poziomie 5%.

Zmiana prognoz Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Mangata

(mln PLN)	Nowe prognozy		Stare prognozy		Zmiana	
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P
Przychody	713,2	732,0	673,9	689,5	+5,8%	+6,2%
EBITDA	95,8	91,7	93,6	95,7	+2,4%	-4,2%
Zysk netto	52,7	43,7	48,9	49,6	+7,8%	-11,9%
DPS (PLN)	9,00	4,73	9,00	4,39	0,0%	+7,8%
Dług netto	134,3	141,7	100,8	83,1	+33,1%	+70,4%

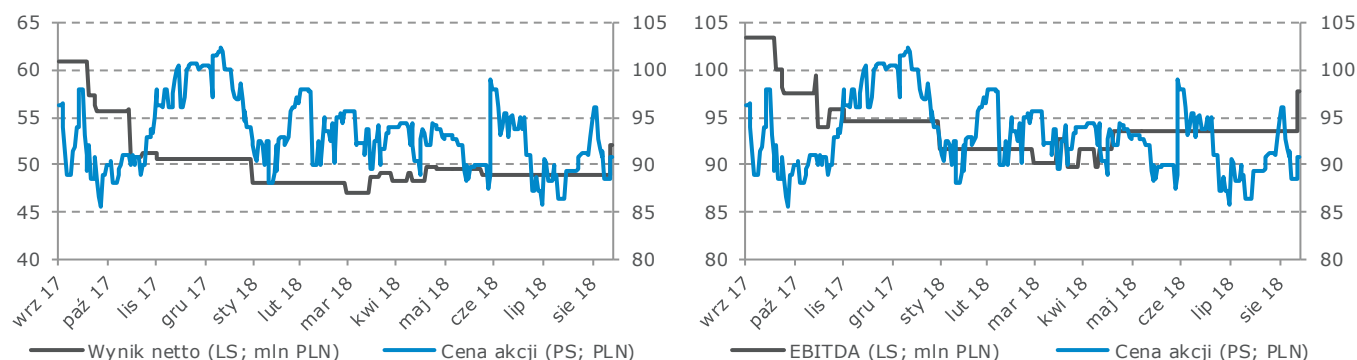
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Prognoza wyniku netto (lewy) oraz EBITDA (prawy) Grupy Mangata w kolejnych kwartałach (mln PLN)



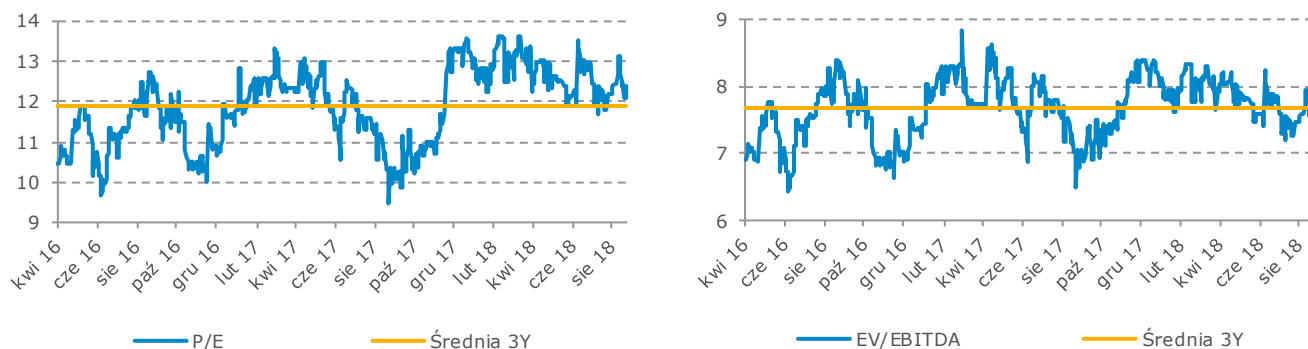
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Notowania Grupy Mangata na tle oczekiwań rynku odnośnie wyniku netto i EBITDA w 2018 roku (mln PLN)



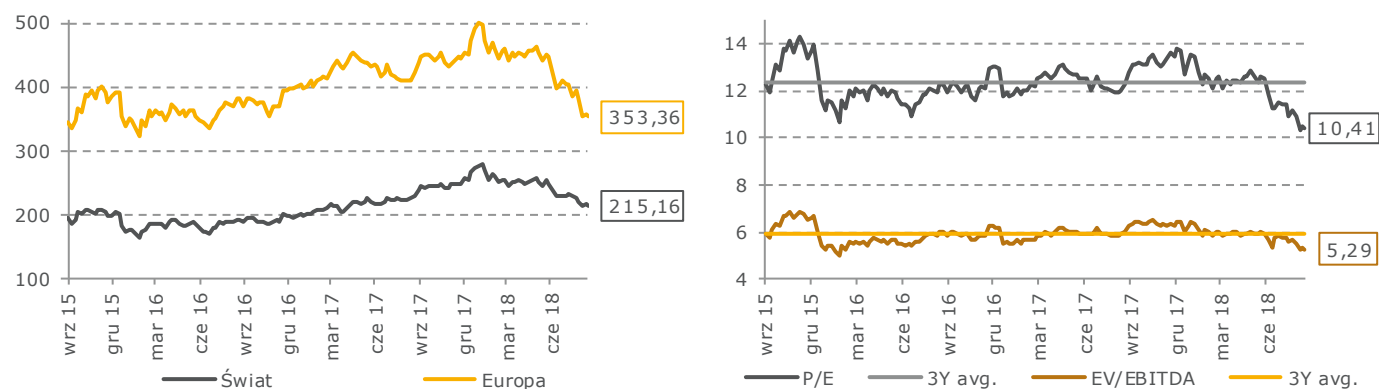
Źródło: Bloomberg

Wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA Grupy Mangata na tle 3-letnich średnich



Źródło: Bloomberg

Notowania indeksów MSCI Auto Components dla Europy i Świata (lewy wykres; pkt) oraz wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla indeksu MSCI Europe Auto Components i ich 3-letnie średnie (prawy wykres; pkt)



Źródło: Bloomberg

Proгнозы Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Mangata

(mIn PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Cena (PLN)	90,8	90,8	90,8	90,8	90,8	90,8	90,8
P/E	17,5	15,0	13,3	13,5	14,8	11,5	13,9
EV/EBITDA	11,8	10,2	9,4	8,1	8,4	7,7	8,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,8%	9,9%	5,2%
Dług netto/EBITDA	0,3	0,1	0,9	0,6	1,1	1,4	1,5
P/BV	2,9	2,4	1,2	1,5	1,4	1,5	1,4
P/(BV-goodwill)	2,9	2,4	1,2	1,5	1,4	1,5	1,4
Przychody	291,9	306,3	377,1	568,3	617,5	713,2	732,0
zmiana r/r	5,3%	5,0%	23,1%	50,7%	8,7%	15,5%	2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	68,6	75,3	84,6	132,6	128,6	144,2	146,4
marża	23,5%	24,6%	22,4%	23,3%	20,8%	20,2%	20,0%
EBITDA	38,6	44,3	52,4	80,0	82,7	95,8	91,7
marża EBITDA	13,2%	14,4%	13,9%	14,1%	13,4%	13,4%	12,5%
EBIT	29,7	34,3	38,4	56,5	55,9	67,0	62,7
marża	10,2%	11,2%	10,2%	9,9%	9,0%	9,4%	8,6%
Zysk netto	25,4	29,6	33,4	44,9	41,1	52,7	43,7
marża	8,7%	9,7%	8,8%	7,9%	6,7%	7,4%	6,0%

Źródło: Mangata, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 13 września 2018 o godzinie 08:37. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 września 2018 o godzinie 08:37.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące Grupy Mangata wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-06-22	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	90,00	95,60

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl