

poniedziałek, 22 września 2014 | komentarz specjalny

Boryszew i Impexmetal wzywają na akcje Hutmen

BORYSZEW (BRS PW) | Rekomendacja: redukuj | cena docelowa: 5,20 PLN | cena bieżąca: 6,98 PLN

IMPEXMETAL (IPX PW) | Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 3,40 PLN | cena bieżąca: 2,86 PLN

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

W dniu dzisiejszym Boryszew poinformował w komunikacie bieżącym o zamiarze ogłoszenia przez Boryszew, Impexmetal oraz spółkę zależną od Impexmetal wezwania na 8,9 mln akcji Grupy Hutmen po 4,90 PLN za akcję. Łączna wartość zakupywanych udziałów wynosi 43,6 mln PLN, a te odpowiadają za 34,8% akcji Hutmen znajdujących się w obrocie. Obecnie głównym akcjonariuszem Grupy Hutmen jest Impexmetal (65,2% udziału w akcjonariacie). Potencjalna cena wezwania pokrywa się z ceną akcji, jaka miała miejsce na piątkowym zamknięciu (4,82 PLN). Akcje Hutmen przy cenie z wezwania notowane są na lata 2014 i 2015 na wskaźnikach P/E 10,6x oraz 10,4x, EV/EBITDA 8,8x oraz 8,3x, a wskaźnik P/BV wynosi 0,5x. Przy proponowanej cenie wezwania akcje Boryszewa są notowane z wyraźnymi premiami do Hutmen, a akcje Impexmetal są notowane z lekkim dyskontem. Naszym zdaniem przy bieżących cenach powodzenie wezwania byłoby bardziej korzystne dla akcjonariuszy Boryszew niż Impexmetal (efekt jednak z uwagi na skalę Grupy Hutmen jest mały). Z drugiej jednak strony powodzenie wezwania zwiększy zadłużenie netto całej Grupy Boryszew do około 900 mln PLN (do 3,8x EBITDA'12m z 3,7x). Proponowane wezwanie oceniamy neutralnie z punktu widzenia akcjonariuszy Boryszew i Impexmetal.

Wybrane wskaźniki finansowe Grupy Hutmen, Boryszew i Impexmetal za lata 2013–2015P

Hutmen (Cena = 4,90 PLN)	2013	2014P	2015P
P/E	7,9	10,6	10,4
EV/EBITDA	8,7	8,8	8,3
Boryszew (Cena = 6,98 PLN)	2013	2014P	2015P
P/E	116,6	18,7	12,4
Premia (dyskonto)	1375,9%	76,4%	19,2%
EV/EBITDA	14,5	10,2	8,5
Premia (dyskonto)	66,7%	15,9%	2,4%
Impexmetal (Cena = 2,68 PLN)	2013	2014P	2015P
P/E	7,9	10,6	9,4
Premia (dyskonto)	0,0%	0,0%	-9,6%
EV/EBITDA	8,5	7,6	6,7
Premia (dyskonto)	-2,3%	-13,6%	-19,3%

Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

W naszych prognozach dla Grupy Hutmen zakładamy, że wyniki 2014 roku będą niższe niż te osiągnięte w 2013 roku, głównie z uwagi na utratę kontraktu WM Dziedzice na dostawę krążków monetarnych dla Mennicy Polskiej (brak kontraktu w drugiej połowie roku). Zakładamy jednocześnie, że w 2015 roku utratę tego kontraktu uda się częściowo zastąpić produkcją dla innych klientów, dzięki czemu Grupa poprawi wyniki względem roku 2015.

Prognozujemy, że zadłużenie netto Grupy Hutmen na koniec roku sięgnie 72,6 mln PLN (2,8x EBITDA). Grupa Hutmen nie posiada obecnie akcji własnych, natomiast ważnym czynnikiem wpływającym na wartość księgową Spółki są nieruchomości inwestycyjne. W sumie Spółka posiada 20 ha działkę we Wrocławiu blisko centrum miasta (obecnie stoi na niej zakład produkcyjny) o szacowanej przez nas wartości 101,5 mln PLN oraz działkę w Katowicach 13,5 ha o szacowanej przez nas wartości 27 mln PLN. Dodatkowo w latach 2011-2012 Hutmen przeniósł przedmiot nieruchomości HMN Szopienice ze spółki zależnej od Hutmen do Impexmetal. Nieruchomość została przeniesiona po wartości kapitału zakładowego spółki w jakiej się znajdowała, natomiast należności z tytułu nieruchomości pozostały na bilansie Grupy Hutmen. Wartość pozostałej do sprzedaży nieruchomości HMH Szopienice na dzień obecny wynosi około 30 mln PLN.

Skrócony rachunek zysków i strat Grupy Hutmen oraz wskaźniki finansowe dla ceny z potencjalnego wezwania na lata 2013–2015P

Hutmen	2013	2014P	2015P
EBITDA	27,5	25,9	25,7
Zysk netto	15,8	11,8	12,1
Dług netto	85,6	72,6	59,8
Mniejszości	29,6	29,6	29,6
Nieruchomości	128,5	128,5	128,5
Akcje własne	0,0	0,0	0,0
Cena akcji	4,90	4,90	4,90
Liczba akcji	25,6	25,6	25,6
P/E	7,9	10,6	10,4
EV/EBITDA	8,7	8,8	8,3
EV/EBITDA (z nieruchomościami)	4,1	3,8	3,4

Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Obecnie 65,23% akcji Grupy Hutmen znajduje się w posiadaniu Impexmetal oraz spółki zależnej od Impexmetal.

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

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

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

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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

Dom Maklerski mBanku 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Komentarz nie został przekazany do emitentów przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclín Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Capital Park, Vistal. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

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 S.A. 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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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 branżą; 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.

Michał Marczak

członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc

wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszc@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała

tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron

dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA

tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl