

poniedziałek, 29 października 2018 | aktualizacja raportu

Grupa Kęty: sprzedaż (obniżona)

KTY PW; KTY.WA | Metale, Polska

Wyraźne ryzyka na 2019 rok

W 2019 roku Grupa Kęty wyraźnie odczuje presję kosztową wynikającą z wyższych kosztów surowców energetycznych (gaz i energia +17 mln PLN) oraz kosztów pracy (+20 mln PLN). Z drugiej strony największy konkurent Grupy Kęty na polskim rynku w zakresie systemów aluminiowych rozbudowuje zakład w Płocku, który naszym zdaniem zwiększy potencjał produkcyjny w kraju o około 10%. Według nas segmenty systemów aluminiowych i opakowań giętkich przy dużej konkurencji będą miały znaczne problemy z przeniesieniem kosztów na klientów, co będzie prowadzić do dalszej erozji ich marży. Dodatkowo warto zauważyć, że marże przerobowe w segmencie wyrobów wyciskanych są obecnie na rekordowych poziomach, wyższych niż w 2007 roku (+25% vs. średnia wieloletnia). Naszym zdaniem Spółka w 2019 roku odczuje narastające problemy branży budowlanej (60% ekspozycji na budowlankę) przez analogiczny jak w 2009 i 2012-2013 latach wzrost należności w relacji do przychodów. Według naszych szacunków dług netto w relacji do EBITDA na koniec 2019 roku wzrośnie do poziomu 2,0x, a więc warunkowo obowiązywania obecnej polityki dywidendowej (60-100% zysku na dywidendę). Zakładamy, że wartość dywidendy na akcję będzie spadać zarówno w 2019 i 2020 roku. Obecnie Grupa Kęty jest notowana z ponad 50% premią do spółek porównywalnych. Obniżamy naszą prognozę wyników finansowych na 2019 i 2020 rok, cenę docelową z 367,45 PLN/akcja do 309,30 PLN, a rekomendację z trzymaj do sprzedaj.

Większa konkurencja w systemach aluminiowych w 2019 r.

Główny konkurent Grupy Kęty na rynku polskich – Ponzio - w 2018 roku rozpoczął największą w swojej historii rozbudowę mocy produkcyjnych w zakładzie w Płocku (nowa hala o powierzchni 8500 m²). Aktualny udział Ponzio w polskim rynku systemów aluminiowych wynosi 11%, a Aluprof (Grupa Kęty) 47%. Jak pokazują historyczne dane Ponzio w swojej 10-cio letniej historii osiągało wyższe marże na poziomie EBITDA, co pozwala na podjęcie walki o udziały rynkowe w 2019 roku. Naszym zdaniem przy oczekiwanym wzroście kosztów segmentu systemów aluminiowych Grupy Kęty (o 16 mln PLN) spółce przy wyższych mocach na rynku będzie trudno podwyższać ceny. Oczekujemy, że spadająca od 2014 roku marża EBITDA segmentu będzie dalej pod presją w 2019 roku.

Marże w wyrobach wyciskanych na historycznym maksimum

Średnia wartość EBITDA na tonie sprzedanego profilu w segmencie wyrobów wyciskanych w 2018 roku doszła do poziomu najwyższego w historii. W 2019 roku naszym zdaniem segment odczuje wzrost kosztów o 13 mln PLN. W obliczu słabszych odczytów PMI dla przemysłu naszym zdaniem spółka w kolejnych kwartałach może mieć większe problemy z podwyżkami cen.

Wzrost kapitału obrotowego, rośnie dług netto

Pogłębiające się problemy branży budowlanej, ograniczenie limitów ubezpieczeń należności oraz ograniczenie ekspozycji banków na budowlankę przełoży się na zwiększenie kapitału obrotowego, długu netto i potencjału wypłaty dywidendy w 2019 roku (trzy lata spadku DPS).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	2 267,4	2 642,6	2 977,6	3 079,0	3 200,4
EBITDA	394,2	421,2	460,2	447,7	476,4
marża EBITDA	17,4%	15,9%	15,5%	14,5%	14,9%
EBIT	282,3	301,2	333,8	315,8	333,0
Zysk netto	277,9	236,4	261,3	235,6	247,9
P/E	12,5	14,7	13,4	14,8	14,1
P/CE	8,9	9,7	9,0	9,5	8,9
P/BV	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3
EV/EBITDA	9,8	9,6	9,3	9,8	9,2
DPS	18,0	30,0	23,9	19,2	17,3
Dywid	4,9%	8,2%	6,5%	5,2%	4,7%

Cena bieżąca	365,50 PLN
Cena docelowa	309,30 PLN
Kapitalizacja	3,5 mld PLN
Free float	1,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,2 mln PLN

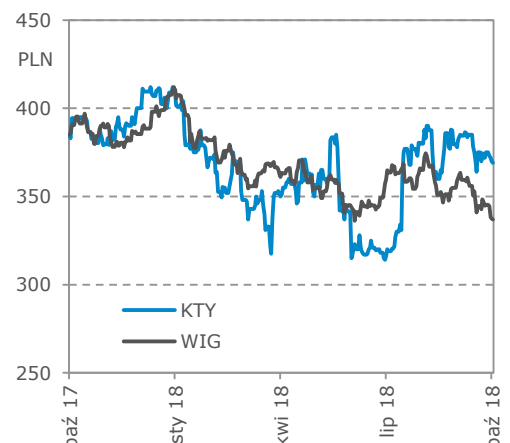
Struktura akcjonariatu

Aviva OFE	18,33%
ING OFE	18,16%
PZU Złota Jesień	9,31%
AEGON OFE	6,18%
Allianz OFE	5,22%
Pozostali	42,08%

Profil spółki

Spółka działa w pięciu obszarach: produkcja systemów aluminiowych, produkcja wyrobów wyciskanych, produkcja opakowań giętkich. Spółka około 60% przychodów plasuje dla budownictwa.

Kurs akcji Grupy Kęty na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Kęty	309,30	367,45	sprzedaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Kęty	365,50	309,30	-15,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
EBITDA	+0,1%	-9,4%	-6,9%
Zysk netto	+0,0%	-14,6%	-11,6%
Aluminium (USD/t)	+0,0%	0,0%	0,0%
Premia producencka	+2,1%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG	+0,2%	-6,1%	+0,4%
EBITDA SWW	-0,3%	-6,9%	-6,0%
EBITDA SSA	+0,5%	-13,1%	-11,8%

Analityk:

Jakub Szkopek
+48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mbank.pl

Perspektywy segmentu systemów aluminiowych

Według nas największymi zagrożeniami dla Segmentu Systemów Aluminiowych w 2019 roku jest **presja ze strony** rosnących **kosztów pracy i surowców energetycznych** (gaz i energia) przy jednoczesnym **wzroście** krajowych **mocy produkcyjnych** w efekcie rozbudowy zakładu Ponzio w Płocku.

Według naszych szacunków w 2019 roku wzrost kosztów **gazu i energii elektrycznej** wpłynie negatywnie na rentowność segmentu w kwocie **7 mln PLN** (sama energia elektryczna około 4 mln PLN więcej kosztów). Dodatkowo segment będzie się musiał zmierzyć z kolejnym wzrostem **kosztów pracy**, które oceniamy na około **9 mln PLN** (zakładamy 5% wzrost kosztów pracy w 2019 roku).

Jednocześnie główny konkurent Grupy Kęty na rynku polskim – **Ponzio** - w **2018 roku rozpoczął największą w swojej historii rozbudowę mocy produkcyjnych** w zakładzie w Płocku. Na 3Q'18 zaplanowano oddanie kolejnej hali produkcyjnej o łącznej powierzchni **8500 m²**, ale nasze zdjęcia z końca września pokazują, że zakończenie inwestycji nastąpi prawdopodobnie w końcu 2018 roku. Wcześniej Ponzio prowadził inwestycje w rozbudowę hali produkcyjnych w 2012 roku (4000 m²) oraz 2009 roku (2000 m²). Jeśli założyć, że powierzchnia hali odpowiada mocom produkcyjnym, to łatwo obliczyć, że te **wzrosną o około 100%** po przeprowadzeniu inwestycji.

Ponzio Polska przez ostatnie 10 lat zwiększył swoje obroty o 120%. Ponzio i Grupa Kęty przez ostatnie lata skoncentrowane były na sprzedaży systemów aluminiowych do mniejszych klientów (unikanie dużych spektakularnych obiektów poza Sky Tower we Wrocławiu). Strategia obu spółek przekładała się na dynamiczny wzrost obrotów w skali kraju. **Obie Spółki** dzięki trafnej strategii sprzedaży oraz organicznym inwestycjom obecnie **odpowiadają za ponad 50% krajowej sprzedaży systemów aluminiowych** (cały rynek warty według naszych szacunków 1,5 mld PLN).

Nowa hala zakładu Ponzio Polska w Płocku (IX'18)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zakładając podwojenie mocy produkcyjnych w Ponzio Polska **krajowe moce produkcyjne** nakierowane na wewnętrzną sprzedaż systemów aluminiowych **wzrosną o około 10% w 2019 roku**. Wzrost mocy produkcyjnych może naszym zdaniem utrudniać producentom przekładanie rosnących kosztów na wyroby. Aluprof (Grupa Kęty) w połowie 2019 roku planuje zrewidować w górę cenniki

systemów aluminiowych, co odbędzie się w tym samym momencie, kiedy główny krajowy konkurent uruchomi nowe moce produkcyjne.

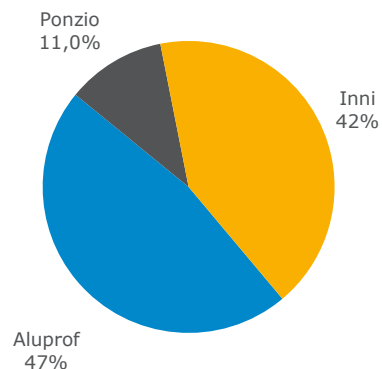
Nowa hala zakładu Ponzio Polska w Płocku (IX'18)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

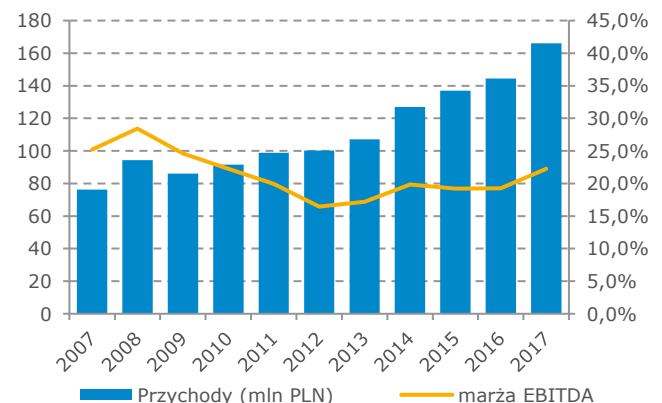
Aktualny **udział Ponzio** w polskim rynku systemów aluminiowych wynosi **11%**, a Aluprof (Grupa Kęty) **47%**. Poza systemami aluminiowymi Aluprof w swojej ofercie posiada rolety aluminiowe, ale ze względu na zmiany trendów rynkowych w ostatnich latach (producenci stolarki otworowej coraz częściej oferują rolety zintegrowane z systemem stolarki otworowej) na rynku coraz trudniej sprzedawać tego typu produkty.

Polski rynek systemów aluminiowych w Polsce ze względu na głównych graczy (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Kęty, Ponzio

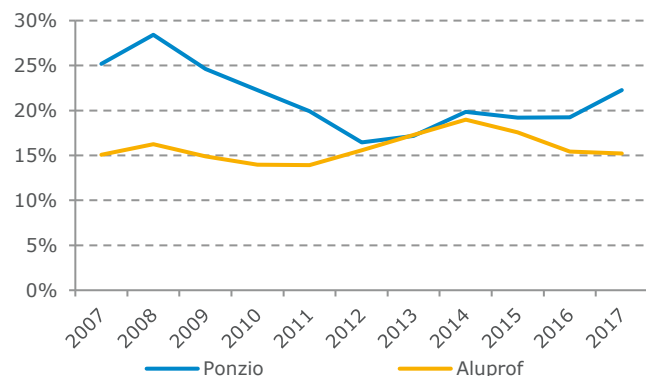
Historyczne przychody ze sprzedaży i marża EBITDA Aluprof i Grupy Kęty (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Kęty, Ponzio

Kolejnym problemem, jaki może napotkać Aluprof w 2019 roku jest większa efektywność kosztowa producenta z Płocka. Jak pokazują historyczne dane **Ponzio** w swojej 10-cio letniej historii **osiągało wyższe marże na poziomie EBITDA**. Płocki producent może wykorzystać to jako atut w odbiciu części udziałów rynkowych Aluprof w dłuższym terminie.

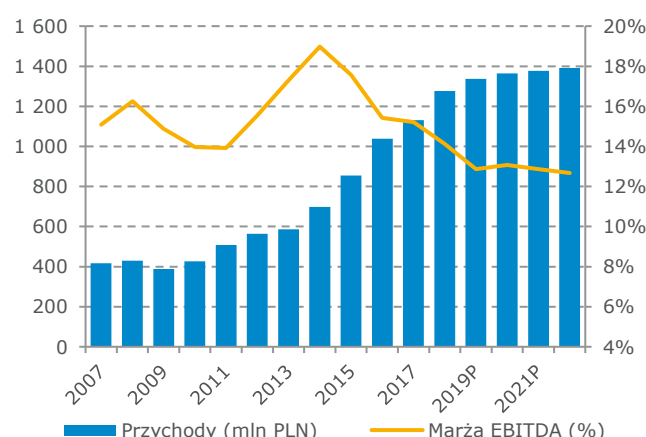
Rentowność na poziomie EBITDA Aluprof i Grupy Kęty (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Kęty, Ponzio

W naszych prognozach dla segmentu **Systemów Aluminiowych** na bazie pozytywnej opinii Zarządu odnośnie portfela zamówień zakładamy, że **obroty segmentu wzrosną w 2019 roku o 5% r/r** przy jednoczesnym spadku cen aluminium powiększonych o premię producencką o 1,2% r/r. Naszym zdaniem o ile **marża EBITDA** segmentu w 2018 roku wyniesie około 14,1%, to **w 2019 roku spadnie** w efekcie wzrostu kosztów operacyjnych **do 12,9%** (praktycznie najniższej od 2007 roku). Niepokojącym jest fakt, że **marża EBITDA segmentu znajduje się pod presją od 2014 roku**, mimo, że krajowemu konkurentowi (Ponzio) w 2016 i 2017 roku udało się poprawić marżę. Szczególnie niepokojące jest to zważywszy na bardzo dobrą koniunkturę w budownictwie mieszkaniowym obserwowaną w ostatnich 3 latach.

Przychody ze sprzedaży segmentu systemów aluminiowych (LP; mln PLN) na marżę EBITDA segmentu (PP; %)

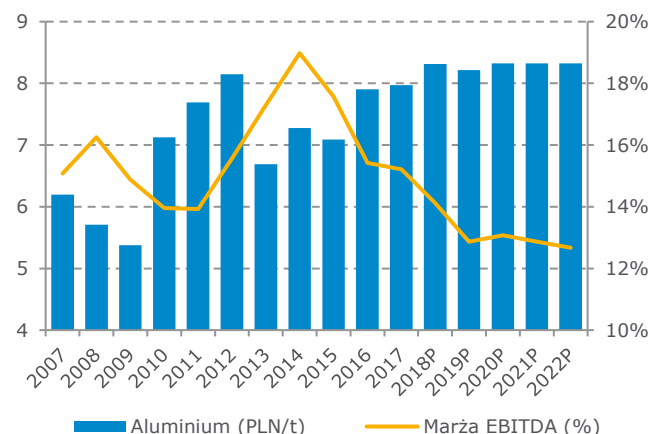


Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Warto naszym zdaniem jest zwrócić uwagę, że **poza Centrum Badawczym w 2019 roku** w Grupie Kęty do wyników nie będą kontrybuować **żadne nowe projekty inwestycyjne**, które mogłyby się przełożyć na poprawę wyników. Spółka wierzy, że uruchomienie centrum pozwoli na częściowe uwolnienie powierzchni obecnie wykorzystywanej do działalności B+R. Kolejne projekty jak lakiernia pionowa i nowa hala w Opolu prawdopodobnie

zostaną oddane dopiero w 2020 roku (w zakresie lakierni w 4Q'18 podpisano umowę z dostawcą obiektu, a budowa hali w Opolu ma zostać rozpoczęta w 2019 roku).

Marża EBITDA segmentu systemów aluminiowych (PP; %) na tle cen aluminium (LP; tys. PLN / t)

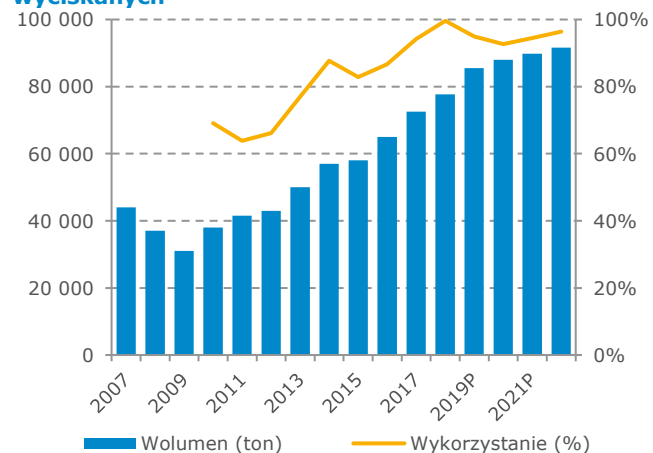


Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Perspektywy segmentu wyrobów wyciskanych

W naszych prognozach zakładamy, że **w 2019 roku moce produkcyjne** segmentu wyrobów wyciskanych **wzrosną o 12 tys. ton do 90 tys. ton** w efekcie uruchomienia linii i nowej hali do produkcji profili stopów miękkich. Hala miała zacząć produkcję już w 4Q'18, ale ze względu na późniejsze uzyskanie pozwoleń środowiskowych realnie produkcja rozpocznie się dopiero w 2019 roku. Według komentarzy Zarządu Grupy Kęty większość mocy produkcyjnych nowej prasy jest już sprzedana, co powodować będzie, że **wykorzystanie potencjału produkcyjnego utrzyma się powyżej 90%** (nasze założenia 95% w 2019 roku vs. 99,6% w 2018 roku). Zakładamy, że wolumen sprzedaży w 2019 wzrośnie o 10% do 85,5 tys. ton. **Zagrożeniem** dla naszych założeń są ostatnie **słabe odczyty wskaźników PMI w Europie**. Dodatkowo wyraźnie wyższe wzrosty cen energii elektrycznej w Polsce negatywnie wpływają na konkurencyjność rodzimej produkcji, co może mieć wpływ na wolumeny sprzedaży gotowych produktów na eksport.

Wolumen sprzedaży (LP; ton) oraz wykorzystanie mocy produkcyjnych (PP; %) w segmencie wyrobów wyciskanych

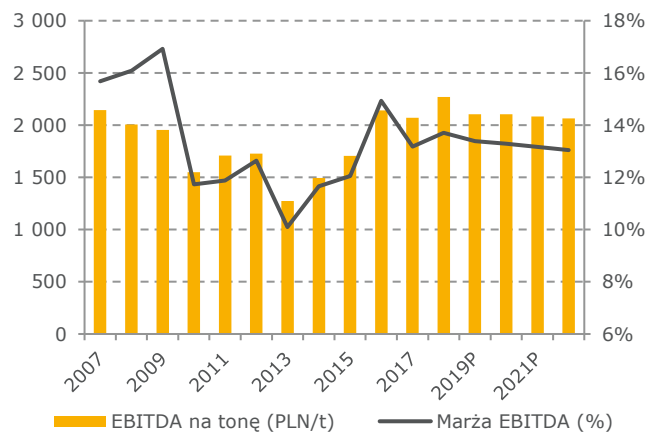


Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Niepokojącym naszym zdaniem jest fakt, że **średnia wartość EBITDA na tonie sprzedanego profilu** w segmencie wyrobów wyciskanych w 2018 roku **doszła do poziomu najwyższego w historii** (wyżej niż w 2007 roku). Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że rekordowe marże na rynku mogą zachęcać w dłuższym terminie graczy rynkowych do budowy nowych mocy. Wówczas mogłaby się pojawić sytuacja adekwatna do 2013 roku, kiedy masowe nowe inwestycje w kraju przełożyły się na spadek stawek rynkowych. W naszych prognozach długoterminowych nie zakładamy dalszej ekspansji marży w przyszłości.

W zakresie **segmentu Wyrobów Wyciskanych** w 2019 roku oczekujemy, że **koszty gazu i energii** wpłyną negatywnie na rentowność w kwocie **8 mln PLN**, a wyższe **koszty płac** w kwocie **5 mln PLN**.

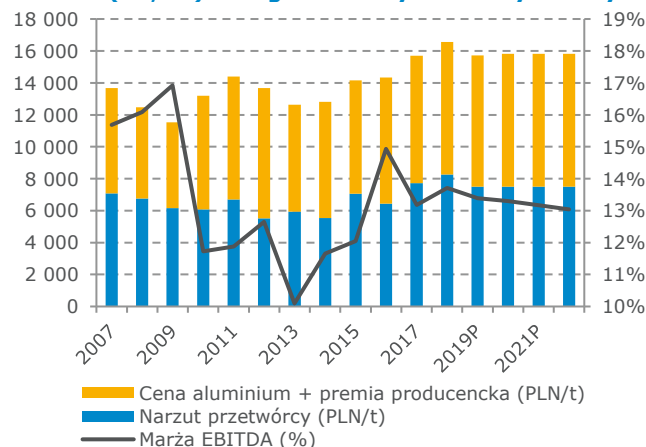
EBITDA generowana na tonie profili aluminiowych (LP; PLN/t) oraz marża EBITDA (PP; %) w segmencie wyrobów wyciskanych



Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że **premia przetwórcy** (różnica między ceną sprzedaży produktu, a ceną aluminium powiększoną o premię producencką) obecnie jest **na rekordowych historycznie poziomach**. W 2018 roku ta wyniesie 8265 PLN/t wobec średniej wieloletniej 6600 PLN/t. **W 2019 roku zakładamy spadek premii przetwórczej do 7500 PLN/t** (zakładamy, że EBITDA na tonie spadnie z 2271 PLN/t w 2018 roku do 2104 PLN/t w 2019 roku wobec średniej wieloletniej 1860 PLN/t). Głównym czynnikiem wpływającym na spadek marży będą wspomniane wyżej rosnące koszty czynników energetycznych i pracy.

Cena aluminium powiększona o premię producencką oraz premia przetwórcy (LP; PLN/t) oraz marża EBITDA (PP; %) w segmencie wyrobów wyciskanych

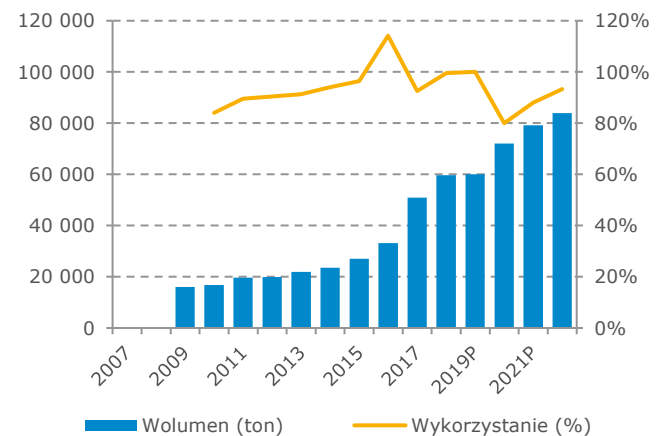


Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Perspektywy segmentu opakowań giętkich

W zakresie segmentu opakowań giętkich zakładamy, że **w 2020 roku rozpocznie się produkcja drugiej linii w Folii polipropylenowej BOPP** w Oświęcimiu, co zwiększy moce produkcyjne segmentu z 60 tys. ton do 90 tys. ton. W 2019 roku zakładamy, że wolumen sprzedaży wzrośnie o 0,5% do praktycznie 100% dostępnych możliwości produkcyjnych.

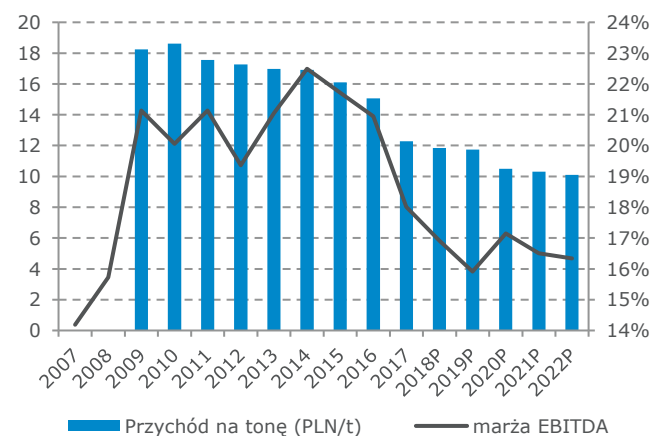
Wolumen sprzedaży (LP; ton) oraz wykorzystanie mocy produkcyjnych (PP; %) w segmencie opakowań giętkich



Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

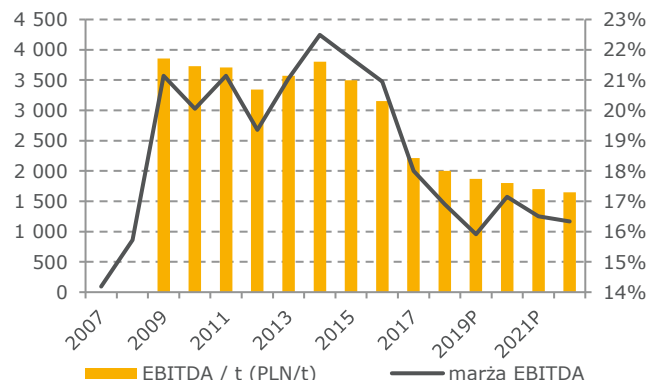
Ceny sprzedaży opakowań w technologii flekso są wyraźnie niższe niż ceny opakowań zadrukowanych. W efekcie uruchomienia nowych mocy flekso w Oświęcimiu **oczekujemy dalszego spadku średniej ceny** za produkt po 2020 roku i **średniej EBITDA** generowanej na tonie sprzedaży. W 2019 roku naszym zdaniem wyższe koszty energetyczne przełożą się negatywnie na wynik segmentu w kwocie 2 mln PLN, a pracy 6 mln PLN. Jednocześnie w przypadku opakowań giętkich ze względu na wysoką konkurencję w sektorze i nadpodaż mocy produkcyjnych wyższe koszty będzie bardzo trudno przenosić na klientów. **Oczekujemy spadku średniej realizowanej EBITDA na tonie produktu z 2002 PLN/t w 2018 roku do 1868 PLN/t w 2019 roku.**

Wartość przychodów ze sprzedaży na tonę produktu (LP; PLN/t) oraz marża EBITDA segmentu (PP; %) w segmencie opakowań giętkich



Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

EBITDA generowana na tonę produktu (LP; PLN/t) oraz marża EBITDA (PP; %) w segmencie opakowań gęstych



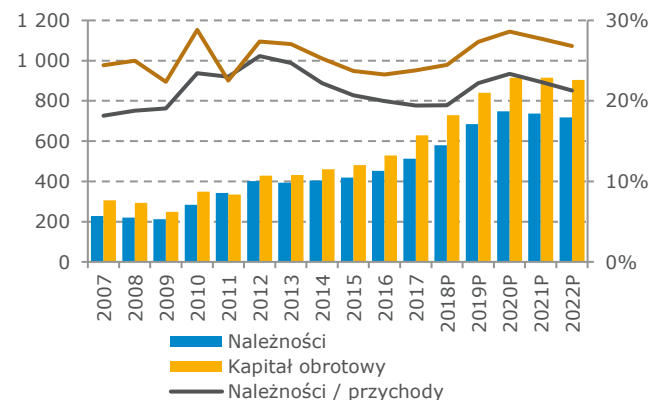
Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Sytuacja bilansowa może zacząć niepokoić

Czynnikiem, na który naszym zdaniem może coraz bardziej zwracać uwagę rynek kapitałowy jest **ryzyko dużej ekspozycji Grupy Kęty na sektor budowlany** (60% sprzedaży Grupy). Głównymi segmentami eksponowanymi na branżę budowlaną są systemy aluminiowe i w mniejszym stopniu wyroby wyciskane. Pogarszająca się rentowność branży budowlanej spowodowana presją ze strony kosztów surowców, inflacją kosztów pracy i problemami ze znalezieniem pracowników powodują, że spółki mają coraz większe problemy z realizacją założonych rentowności na kontraktach. **Banki z kolei w tym samym czasie zmniejszają systematycznie ekspozycje na branżę budowlaną, a firmy udzielające ubezpieczeń należności zmniejszają limity.** Wśród Spółek, które ogłosiły problemy z rentownością z polskiego rynku w 2Q'18 i 3Q'18 znalazły się Budimex, Elektrobudowa, Erbud, czy Trakcja. Z rynku zagranicznego Astaldi, Skanska w USA, OHL.

Naszym zdaniem następstwem problemów w branży budowlanej może być **zwiększenie poziomu należności w Grupie Kęty w 2019 roku** (być może wydłużenie terminów płatności, trudniejsze ściąganie zapłaty za towar). W efekcie może dojść do sytuacji analogicznej jak w latach 2009 i 2012-2013, kiedy relacja należności i zamrożonego kapitału obrotowego w Grupie Kęty wzrosła. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę problemy w branży budowlanej należy oczekiwać ponownego **wzrostu relacji należności do sprzedaży w 2019 i 2020 roku**. W późniejszych latach relacja ta powinna się znów stabilizować.

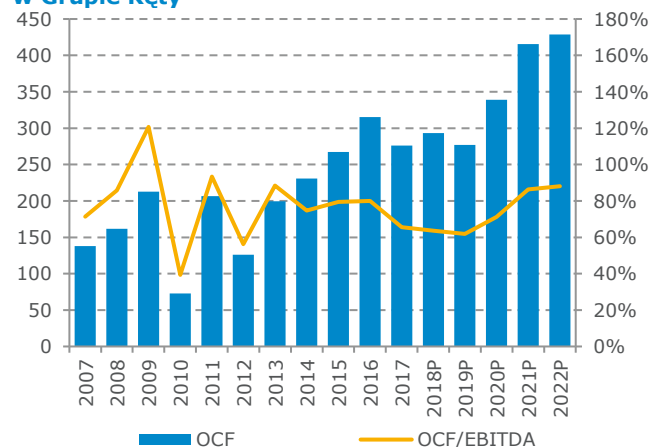
Wartość należności, kapitału obrotowego (LP; mln PLN) oraz relacja należności i kapitału obrotowego do sprzedaży (PP; %) w Grupie Kęty



Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Według naszych szacunków w efekcie oczekiwanego zwiększenia kapitału obrotowego w 2019 roku relacja przepływu gotówki z działalności operacyjnej do EBITDA spadnie do 62% (oczekiwane 64% w 2018 roku). Niepokojącym jest, że w ostatnich kilku latach konwersja gotówki z EBITDA w Grupie Kęty wyraźnie uległa pogorszeniu. W latach 2007-2013 średnio 79% EBITDA było odkładane w gotówkę z działalności operacyjnej. W latach 2014-2018 wskaźnik ten spadł do 72%.

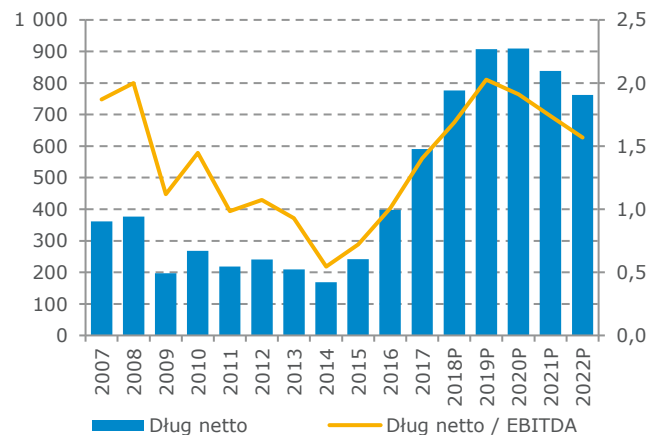
Wartość przepływu gotówki z działalności operacyjnej (LP; mln PLN) oraz relacja przepływu gotówki z działalności operacyjnej do EBITDA (PP; %) w Grupie Kęty



Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Według naszych prognoz wartość długu netto w Grupie Kęty na koniec 2018 roku wyniesie **780 mln PLN** (1,7xEBITDA), choć Zarząd oczekuje 815 mln PLN długu netto (1,8xEBITDA). Zakładając wypłatę 70% dywidendy z zysku za 2018 rok według naszych szacunków **dług netto w 2019 roku wzrośnie do poziomu nieco ponad 900 mln PLN**, co stanowi **2,0x** prognozowana przez nas EBITDA. **Warunkiem kontynuacji bieżącej polityki dywidendowej jest relacja długu netto do EBITDA na poziomie poniżej 2,0x.** Dodatkowo bieżąca polityka zakłada wypłatę **60-100%** zysku netto w dywidendzie i średnio na poziomie **80%** skonsolidowanego zysku netto do 2020 roku. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę potrzeby kapitału obrotowego oraz możliwą presję na wyniki w 2019 roku **Zarząd Spółki może zdecydować się na niższą wypłatę dywidendy z zysku za 2018 rok i zysku za 2019 roku.** W skrajnym przypadku istnieje naszym zdaniem możliwość zawieszenia polityki dywidendowej w 2020 roku, gdyby sytuacja była gorsza niż zakładamy w prognozach.

Wartość długu netto (LP; mln PLN) oraz relacja długu netto do EBITDA (PP; %) w Grupie Kęty

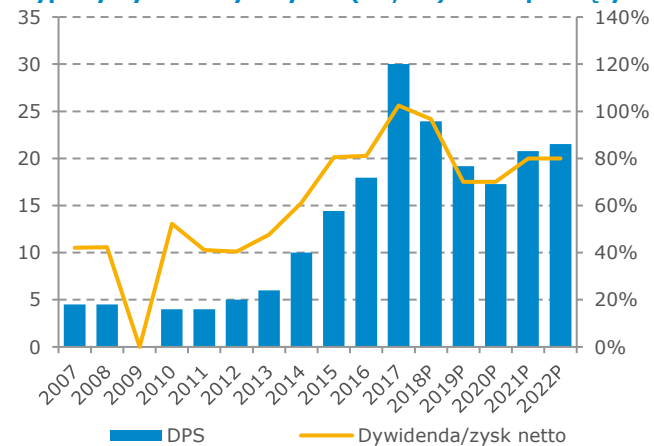


Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że wartość dywidendy na akcje w 2019 roku i 2020 roku będzie dalej spadać (trzy lata spadku dywidendy na akcję).

Zakładamy, że DPS w 2019 roku wyniesie **19,2 PLN/akcja**, a w 2020 roku **17,3 PLN/akcja**.

Wartość dywidendy na akcję (LP; PLN) oraz stopa wypłaty dywidendy z zysku (PP; %) w Grupie Kęty



Źródło: Prognozy Dom Maklerski mBanku; Grupa Kęty

Wycena

Wartość Spółki Kęty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 309,3 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	244,4
Wycena DCF	50%	337,5
	cena wynikowa	290,9
cena docelowa za 9 m-cy		309,3

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Spółki Kęty odnosimy do światowych producentów profili aluminiowych, opakowań oraz przetwórców aluminium. W wycenie uwzględniamy również polskich producentów materiałów budowlanych charakteryzujących się działalnością w późnym etapie budowlanym.

Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
ALCOA INC	USA	9,0	8,5	8,9	2,9	2,9	3,0
ALUMETAL	Polska	7,7	8,4	7,6	6,3	6,5	6,1
AMAG AUSTRIA METALL AG	Austria	23,3	18,8	16,1	10,4	9,1	8,5
AMCOR LTD	Australia	14,9	14,5	13,3	9,9	9,9	8,5
BEMIS COMPANY	USA	16,0	14,8	13,6	9,4	8,8	8,3
CENTURY ALUMINUM COMPANY	USA	-	15,1	3,7	10,7	5,1	2,6
CHINA HONGQIAO GROUP LTD	Chiny	6,1	4,2	3,6	4,2	3,3	2,9
CONSTELLIUM	USA	12,8	7,4	5,9	6,1	5,5	4,9
FUJI SEAL INTERNATIONAL INC	Japonia	26,6	23,2	17,1	9,0	8,1	7,1
IMPEXMETAL SA	Polska	3,9	4,0	-	6,0	5,6	-
KAISER ALUMINUM CORP	USA	14,9	12,6	12,1	8,7	7,5	-
MERCOR	Polska	-	9,0	6,8	-	6,5	5,4
MIDAS HOLDINGS LTD	Singapur	-	-	-	-	-	-
NIPPON LIGHT METAL CO LTD	Japonia	9,6	7,5	7,6	7,5	7,1	6,9
NORSK HYDRO ASA	Norwegia	12,9	10,8	9,2	5,8	5,0	4,2
UACJ CORP	Japonia	8,0	12,3	9,5	7,8	8,5	8,1
UNITED CO RUSAL PLC	Rosja	2,3	2,2	2,2	4,9	4,2	4,0
Maksimum		26,6	23,2	17,1	10,7	9,9	8,5
Minimum		2,3	2,2	2,2	2,9	2,9	2,6
Mediana		11,2	9,9	8,9	7,5	6,5	5,8
Kety		13,4	14,8	14,1	9,3	9,8	9,2
premia (dyskonto)		18,9%	49,9%	57,6%	23,3%	51,0%	60,3%
Implikowana wycena							
Mediana		11,2	9,9	8,9	7,5	6,5	5,8
Dyskonto		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika			50%			50%	
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%

Wartość firmy na akcję (PLN) **244,4**

Założenia dotyczące cen aluminium i kursu USD/PLN

Ceny aluminium	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aluminium LME (USD)	1 683,3	1 881,8	1 969,1	2 137,6	2 100,0	2 100,0	2 100,0	2 100,0	2 100,0	2 100,0
zmiana (r/r)	-11,1%	11,8%	4,6%	8,6%	-1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aluminium LME (PLN)	6 346,3	7 412,2	7 434,9	7 694,0	7 665,0	7 770,0	7 770,0	7 770,0	7 770,0	7 770,0
zmiana (r/r)	6,7%	16,8%	0,3%	3,5%	-0,4%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	3,77	3,94	3,78	3,60	3,65	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
zmiana (r/r)	20,1%	4,5%	-4,1%	-4,6%	1,3%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. ton)	67,0	80,0	85,0	92,6	100,5	106,0	109,6	112,6	114,8	117,1
zmiana (r/r)	-6,9%	19,4%	6,3%	9,0%	8,5%	5,5%	3,4%	2,7%	2,0%	2,0%
Premia dla producentów aluminium	197,2	124,7	142,5	169,6	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
EBITDA / Użyte aluminium (PLN/t)	5,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2
zmiana (r/r)	16,8%	-1,8%	0,6%	0,2%	-10,3%	0,8%	-2,1%	-1,8%	-1,5%	-0,9%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia dotyczące segmentu wyrobów wyciskanych

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Moce (ton)	70 000	75 000	77 000	78 000	90 000	95 000	95 000	95 000	95 000	95 000
Wykorzystanie (%)	82,9%	86,7%	94,2%	99,6%	95,0%	92,7%	94,5%	96,4%	98,3%	100,3%
Wolumen SWW (ton)	58 000	65 000	72 500	77 700	85 470	88 034	89 795	91 591	93 422	95 291
Przychód na tonę (PLN)	14 151	14 343	15 696	16 570	15 713	15 825	15 825	15 825	15 825	15 825
Cena aluminium + premia producencka (PLN)	7 090	7 903	7 973	8 305	8 213	8 325	8 325	8 325	8 325	8 325
różnica (PLN)	7 061	6 440	7 723	8 265	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500
EBITDA na tonę (PLN)	1 705	2 142	2 069	2 271	2 104	2 104	2 084	2 064	2 049	2 034
Marża EBITDA (%)	12,1%	14,9%	13,2%	13,7%	13,4%	13,3%	13,2%	13,0%	12,9%	12,9%
EBITDA (mln PLN)	98,9	139,2	150,0	176,5	179,8	185,2	187,1	189,0	191,4	193,8

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia dotyczące segmentu opakowań giętkich

SWW	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Moce (ton)	28 000	29 000	55 000	60 000	60 000	90 000	90 000	90 000	90 000	90 000
Wykorzystanie (%)	96,4%	114,1%	92,5%	99,5%	100,0%	80,0%	88,0%	93,3%	95,1%	97,0%
Wolumen (ton)	27 000	33 100	50 900	59 700	59 999	71 999	79 198	83 950	85 629	87 342
Przychód na tonę (PLN)	16,1	15,1	12,3	11,8	11,7	10,5	10,3	10,1	9,9	9,8
Przychody (mln PLN)	434 982	498 535	624 926	707 092	704 628	755 984	815 743	847 898	847 730	855 950
EBITDA (mln PLN)	94,5	104,5	112,5	119,5	112,1	129,6	134,6	138,5	139,6	141,1
EBITDA / t (PLN)	3498,3	3155,6	2210,8	2002,4	1868,4	1800,0	1700,0	1650,0	1630,0	1615,0
marża EBITDA	21,7%	21,0%	18,0%	16,9%	15,9%	17,1%	16,5%	16,3%	16,5%	16,5%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia dotyczące segmentu systemów aluminiowych

SWW	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody (mln PLN)	854 597	1 038 966	1 131 080	1 275 496	1 337 371	1 363 478	1 377 112	1 390 884	1 404 792	1 418 840
Marża EBITDA (%)	17,6%	15,4%	15,2%	14,1%	12,9%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,5%
EBITDA (mln PLN)	150 134	160 201	172 007	180 174	172 139	178 226	177 254	176 245	175 198	176 950

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka = 3,5% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2027 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na koniec października 2018 roku.

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	+
Przychody ze sprzedaży	2 977,6	3 079,0	3 200,4	3 298,4	3 369,5	3 408,8	3 457,3	3 468,2	3 477,1	3 477,1	3 477,2
zmiana	12,7%	3,4%	3,9%	3,1%	2,2%	1,2%	1,4%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%
EBITDA	460,2	447,7	476,4	482,0	486,4	488,5	493,8	492,6	490,9	487,8	487,4
marża EBITDA	15,5%	14,5%	14,9%	14,6%	14,4%	14,3%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%
Amortyzacja	126,4	131,9	143,4	138,3	136,9	130,7	129,1	131,3	133,4	132,6	132,5
EBIT	333,8	315,8	333,0	343,7	349,6	357,8	364,7	361,3	357,5	355,2	354,9
marża EBIT	11,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%
Opodatkowane EBIT	51,6	55,3	58,2	60,3	61,7	63,5	65,0	64,6	64,0	63,8	63,9
NOPLAT	282,2	260,4	274,8	283,4	287,9	294,3	299,7	296,8	293,5	291,4	291,0
CAPEX	-230,0	-200,0	-150,0	-120,0	-122,4	-124,8	-127,3	-129,9	-132,5	-132,5	-132,5
Kapitał obrotowy	-89,5	-111,2	-73,3	1,1	12,3	23,2	-15,3	-8,6	-7,0	-4,0	-4,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	89,0	81,2	194,9	302,8	314,7	323,4	286,1	289,6	287,4	287,5	287,0
WACC	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
współczynnik dyskonta	0,99	0,92	0,85	0,79	0,73	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46
PV FCF	87,9	74,5	166,1	239,3	230,4	219,0	179,4	168,0	154,1	142,5	131,5
WACC	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Premia za ryzyko	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Efektywna stopa podatkowa	16,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	18,2%	20,6%	20,7%	19,4%	17,9%	16,4%	15,6%	14,9%	14,2%	13,5%	12,9%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	4 799,6
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 379,4
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 661,1
Wartość firmy (EV)	4 040,5
Dług netto	819,0
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	3 221,4
Liczba akcji (mln)	9,5
Wartość firmy na akcję (PLN)	337,5
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	358,8

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	247,8	268,1	294,2	329,1	451,5
WACC +0,5 p.p.	268,7	292,7	324,0	366,8	526,1
WACC	292,4	320,8	358,8	412,0	625,6
WACC -0,5 p.p.	319,1	353,3	399,8	467,2	764,9
WACC -1,0 p.p.	349,8	391,1	449,1	536,2	974,2

EV/EBITDA ('18) dla ceny docelowej	9,5
P/E ('18) dla ceny docelowej	14,4
Udział TV w EV	58,9%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	2 027,1	2 267,4	2 642,6	2 977,6	3 079,0	3 200,4	3 298,4	3 369,5	3 408,8	3 457,3
zmiana	11,4%	11,9%	16,5%	12,7%	3,4%	3,9%	3,1%	2,2%	1,2%	1,4%
Segment opakowań giętkich	435,0	498,5	624,9	707,1	704,6	756,0	815,7	847,9	847,7	856,0
Segment wyrobów wyciskanych	820,7	932,3	1 137,9	1 287,5	1 342,9	1 393,1	1 421,0	1 449,4	1 478,4	1 508,0
Segment systemów aluminiowych	854,6	1 039,0	1 131,1	1 275,5	1 337,4	1 363,5	1 377,1	1 390,9	1 404,8	1 418,8
Segment akcesoriów budowlanych	43,0	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Segment usług budowlanych	130,3	43,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	26,1	13,8	14,4	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Wyłączenia	-282,6	-216,2	-265,8	-307,5	-321,0	-327,2	-330,5	-333,8	-337,2	-340,5
Koszty wytworzenia	1 806,3	2 065,1	2 415,9	2 659,8	2 779,4	2 883,8	2 971,2	3 036,5	3 067,9	3 109,6
EBIT	244,4	282,3	301,2	333,8	315,8	333,0	343,7	349,6	357,8	364,7
zmiana	8,8%	15,5%	6,7%	10,8%	-5,4%	5,5%	3,2%	1,7%	2,3%	1,9%
marża EBIT	12,1%	12,5%	11,4%	11,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%
Wynik na działalności finansowej	-15,0	-14,8	-7,2	-20,6	-24,6	-26,6	-26,2	-24,9	-23,7	-22,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	229,5	267,5	294,0	313,2	291,1	306,3	317,5	324,6	334,1	342,2
Podatek dochodowy	19,7	-10,4	57,4	51,6	55,3	58,2	60,3	61,7	63,5	65,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk netto	209,8	277,9	236,4	261,3	235,6	247,9	257,0	262,7	270,4	276,9
zmiana	24,1%	32,4%	-14,9%	10,5%	-9,8%	5,2%	3,7%	2,2%	2,9%	2,4%
marża	10,4%	12,3%	8,9%	8,8%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%
Amortyzacja	91,7	111,8	120,0	126,4	131,9	143,4	138,3	136,9	130,7	129,1
EBITDA	336,2	394,2	421,2	460,2	447,7	476,4	482,0	486,4	488,5	493,8
zmiana	8,7%	17,3%	6,9%	9,2%	-2,7%	6,4%	1,2%	0,9%	0,4%	1,1%
marża EBITDA	16,6%	17,4%	15,9%	15,5%	14,5%	14,9%	14,6%	14,4%	14,3%	14,3%
EBITDA skorygowana	340	400	413	460	448	476	482	486	488	494
Zysk netto skorygowany	146	216	228	261	236	248	257	263	270	277
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
EPS	22,2	29,3	24,9	27,4	24,7	26,0	26,9	27,5	28,3	29,0
CEPS	31,9	41,1	37,6	40,6	38,5	41,0	41,4	41,9	42,0	42,5
ROAE	16,4%	19,8%	17,3%	18,7%	16,3%	16,2%	16,2%	16,0%	15,8%	15,7%
ROAA	10,7%	12,0%	9,5%	9,8%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%	8,8%	8,9%

Bilans

(mIn PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	1 958,7	2 322,8	2 499,4	2 672,8	2 864,1	2 971,4	3 011,8	3 045,3	3 076,2	3 119,0
Majątek trwały	1 141,0	1 395,6	1 438,8	1 560,5	1 632,9	1 645,3	1 634,0	1 627,7	1 631,3	1 640,4
Wartość niematerialne i prawne	57,9	49,2	25,9	63,8	78,9	89,0	96,1	103,4	111,4	120,2
Rzeczowe aktywa trwałe	947,7	1 176,9	1 201,3	1 292,9	1 350,2	1 352,5	1 334,1	1 320,5	1 316,1	1 316,4
Wartość firmy	19,9	20,0	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Należności długoterminowe	29,2	13,6	40,5	40,5	40,5	40,5	40,5	40,5	40,5	40,5
Inwestycje długoterminowe	13,8	24,2	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Długoterminowe RM	72,6	111,8	121,4	113,5	113,5	113,5	113,5	113,5	113,5	113,5
Majątek obrotowy	817,7	927,3	1 060,5	1 112,3	1 231,3	1 326,1	1 377,8	1 417,6	1 444,9	1 478,6
Zapasy	323,3	393,6	457,8	517,4	532,6	555,7	575,9	589,2	595,0	602,9
Należności krótkoterminowe	419,5	452,6	513,0	579,8	683,8	747,6	737,4	717,6	688,8	697,9
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne	72,7	74,9	78,9	2,9	2,3	9,9	51,1	97,1	147,1	163,7
Krótkoterminowe RM	2,1	5,9	10,7	12,0	12,4	12,9	13,3	13,6	13,8	14,0

(mIn PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PASYWA	1 958,7	2 322,8	2 499,4	2 672,8	2 864,1	2 971,4	3 011,8	3 045,3	3 076,2	3 119,0
Kapitał własny	1 278,8	1 405,4	1 362,8	1 395,6	1 448,3	1 531,3	1 589,9	1 647,0	1 707,2	1 767,9
Kapitał akcyjny	67,5	67,5	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7
Kapitał zapasowy	36,0	44,9	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
Zysk z lat ubiegłych	1 206,0	1 313,8	1 266,4	1 299,2	1 351,9	1 434,9	1 493,5	1 550,7	1 610,9	1 671,5
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3
Zobowiązania długoterminowe	170,4	224,8	269,6	269,6	269,6	269,6	269,6	269,6	269,6	269,6
Dług	90,6	138,5	179,4	179,4	179,4	179,4	179,4	179,4	179,4	179,4
Zobowiązania krótkoterminowe	486,5	652,1	832,0	968,1	1 105,3	1 127,7	1 108,0	1 083,2	1 053,2	1 034,5
Zobowiązania handlowe	262,3	318,2	342,0	368,1	375,2	387,7	397,9	403,1	403,1	404,4
Dług	224,2	333,9	490,1	600,1	730,1	740,1	710,1	680,1	650,1	630,1
Rezerwy na zobowiązania	1,2	2,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe	21,8	37,7	33,9	38,1	39,4	41,0	42,3	43,2	43,7	44,3
Dług	314,8	472,4	669,4	779,4	909,4	919,4	889,4	859,4	829,4	809,4
Dług netto	242,1	397,5	590,5	776,5	907,1	909,6	838,3	762,3	682,3	645,7
(Dług netto / Kapitał własny)	18,9%	28,3%	43,3%	55,6%	62,6%	59,4%	52,7%	46,3%	40,0%	36,5%
(Dług netto / EBITDA)	0,7	1,0	1,4	1,7	2,0	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3
BVPS	135,4	148,3	143,6	146,2	151,7	160,4	166,6	172,5	178,9	185,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	267,4	315,1	276,1	293,1	276,9	339,1	415,8	428,9	438,8	402,7
Zysk netto	209,8	277,9	236,4	261,3	235,6	247,9	257,0	262,7	270,4	276,9
Amortyzacja	91,7	111,8	120,0	126,4	131,9	143,4	138,3	136,9	130,7	129,1
Kapitał obrotowy	-24,1	-51,0	-91,0	-89,5	-111,2	-73,3	1,1	12,3	23,2	-15,3
Pozostałe	-10,0	-23,6	10,6	-5,0	20,6	21,1	19,4	17,0	14,5	12,0
Przepływy inwestycyjne	-206,0	-270,1	-187,3	-230,0	-200,0	-150,0	-120,0	-122,4	-124,8	-127,3
CAPEX	-206,1	-270,0	-187,3	-230,0	-200,0	-150,0	-120,0	-122,4	-124,8	-127,3
Inwestycje kapitałowe	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-55,1	-42,8	-84,8	-139,1	-77,5	-181,5	-254,5	-260,5	-263,9	-258,8
Dług	78,5	130,0	205,2	110,0	130,0	10,0	-30,0	-30,0	-30,0	-20,0
Dywidendy/buy-back	-136,1	-170,2	-284,7	-228,5	-182,9	-164,9	-198,3	-205,6	-210,2	-216,3
Pozostałe	2,5	-2,6	-5,4	-20,6	-24,6	-26,6	-26,2	-24,9	-23,7	-22,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	6,3	2,2	4,0	-76,0	-0,6	7,5	41,3	46,0	50,0	16,6
Środki pieniężne na koniec okresu	72,7	74,9	78,9	2,9	2,3	9,9	51,1	97,1	147,1	163,7
DPS (PLN)	14,4	18,0	30,0	23,9	19,2	17,3	20,8	21,5	22,0	22,7
FCF	85,4	84,0	85,9	89,0	81,2	194,9	302,8	314,7	323,4	286,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-10,2%	-11,9%	-7,1%	-7,7%	-6,5%	-4,7%	-3,6%	-3,6%	-3,7%	-3,7%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	16,4	12,5	14,7	13,4	14,8	14,1	13,6	13,3	12,9	12,6
P/CE	11,4	8,9	9,7	9,0	9,5	8,9	8,8	8,7	8,7	8,6
P/BV	2,7	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0
P/S	1,7	1,5	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
FCF/EV	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	1,8%	4,4%	7,0%	7,4%	7,8%	6,9%
EV/EBITDA	11,0	9,8	9,6	9,3	9,8	9,2	9,0	8,7	8,5	8,4
EV/EBIT	15,1	13,7	13,5	12,8	13,9	13,2	12,6	12,2	11,7	11,3
EV/S	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
CFO/EBITDA	80%	80%	66%	64%	62%	71%	86%	88%	90%	82%
DYield	3,9%	4,9%	8,2%	6,5%	5,2%	4,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,2%
Cena (PLN)	365,50	365,50	365,50	365,50	365,50	365,50	365,50	365,50	365,50	365,50
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
MC (mln PLN)	3 451,0	3 464,3	3 468,6	3 488,9	3 488,9	3 488,9	3 488,9	3 488,9	3 488,9	3 488,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3
EV (mln PLN)	3 693,2	3 861,8	4 059,7	4 266,2	4 397,0	4 399,7	4 328,7	4 253,0	4 173,2	4 136,8

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

PRZEWAŻENIE (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%

TRZYMAY – 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 29 października 2018 o godzinie 8:38.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 października 2018 o godzinie 8:38.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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 Kęty wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	367,45	355,61	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72
kurs z dnia rekomendacji	387,50	321,50	360,50	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@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 46
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