

wtorek, 7 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

Grupa Kęty: trzymaj (podtrzymana)

KTY PW; KTY.WA | Metale, Polska

COVID-19 zagrozi prognozie Zarządu?

Spadek aktywności w europejskim przemyśle to negatywna informacja dla segmentu wyrobów wyciskanych, który według naszych prognoz w 2020 roku zanotuje 11% r/r spadek wolumenu sprzedaży (-16% r/r w 2009 roku). Dodatkowo wzrost absencji wśród pracowników budowlanych naszym zdaniem może przełożyć się na opóźnienie realizowanych projektów i spadek popytu na systemy aluminiowe w krótkim terminie. Ryzykiem są również realizowane w 2020 roku za łączną kwotę 50 mln PLN projekty na rynku amerykańskim, które w bieżącym otoczeniu są praktycznie zamrożone. Obniżamy naszą prognozę wyników finansowych na 2020 rok z uwagi na słabsze perspektywy segmentów wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych. Możliwe zatary płatnicze naszym zdaniem spowodują wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy w 2020 roku w kwocie około 90 mln PLN. Zakładamy również, że ze względu na oczekiwany spadek wyniku w 2Q'20 Zarząd może konserwatywnie zrewidować propozycję wypłaty dywidendy, podobnie jak miało to miejsce w 2009 roku (wówczas brak dywidendy przy relacji dług netto/EBITDA 1,1x). Oczekujemy, że Grupa wypłaci jedynie 50% zysku z 2019 roku w dywidendzie (DPS 15,39 PLN/akcja), dzięki czemu dług netto w relacji do EBITDA wyniesie 1,6x na koniec 2020 roku (1,8 przy propozycji 85% wypłaty). Nasze nowe prognozy implikują, że Zarząd w trakcie roku zdecyduje się na obniżenie swoich całorocznych oczekiwań wyników na poziomie EBITDA (o 11%) i wyniku netto (o 12%). Obniżamy naszą cenę docelową do 335,96 PLN/akcja (wcześniej 360,29 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Spadki produkcji w wyrobach wyciskanych

Gwałtowny spadek aktywności gospodarczej w Europie przekładać się będzie na spadek popytu na profile aluminiowe. Największych spadków oczekujemy w takich branżach jak transport (około 15% sprzedaży segmentu wyrobów wyciskanych), sprzedaż hurtowa (około 20% sprzedaży) i produkcja AGD (kilka % sprzedaży). Zakładamy, że spadki w budownictwie (około 40% sprzedaży) będą mniej dotkliwe. W roku 2020 zakładamy, że wolumen sprzedaży segmentu odnotuje 11% r/r spadek do 68 tys. ton, a wykorzystanie mocy produkcyjnych spadnie do 74%, czyli najniżej od 2015.

Pochmurne perspektywy w systemach aluminiowych

W kolejnych latach po ustaniu epidemii COVID-19 naszym zdaniem popyt na nowe projekty biurowe i handlowe może spaść. Branża handlowa w Europie prawdopodobnie odnotuje w efekcie epidemii znaczne straty, a część z najemców może trwale zniknąć z rynku. To z kolei będzie się przekładać na słabszy popyt na nową powierzchnię handlową. W przypadku projektów biurowych wielu najemców będzie musiało poczynić drastyczne oszczędności, które przełożą się na zwolnienia pracowników i mniejsze zapotrzebowanie na powierzchnię biurową. Według sprawozdania Grupy za 2019 rok w Polsce 7 na 10 budowanych nowoczesnych obiektów wykorzystuje fasady marki Aluprof, więc Grupa Kęty może wyraźnie odczuć w przyszłości spowolnienie na rynku.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 993,5	3 203,7	3 058,4	3 234,7	3 284,8
EBITDA	463,5	523,1	478,5	498,7	501,4
marża EBITDA	15,5%	16,3%	15,6%	15,4%	15,3%
EBIT	337,7	384,9	337,1	354,6	364,4
Zysk netto	268,2	294,9	259,7	273,3	281,7
P/E	12,1	11,0	12,5	11,9	11,5
P/CE	8,2	7,5	8,1	7,8	7,8
P/BV	2,3	2,2	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA	8,7	7,5	8,4	8,1	7,9
DPS	23,94	23,99	15,39	21,68	21,40
Dywid	7,1%	7,1%	4,5%	6,4%	6,3%

Cena bieżąca	339,00 PLN
Cena docelowa	335,96 PLN
Kapitalizacja	3,2 mld PLN
Free float	1,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,8 mln PLN

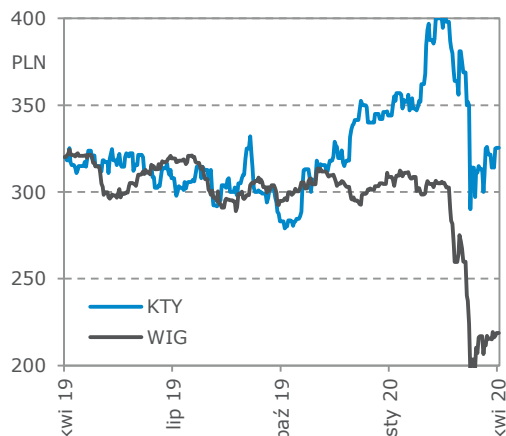
Struktura akcjonariatu

NN OFE	19,1%
Aviva OFE	18,1%
PZU Złota Jesień	9,9%
AEGON OFE	7,3%
MetLife OFE	5,6%
Allianz OFE	5,1%
Pozostali	35,0%

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
Grupa Kęty	335,96	360,29	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Grupa Kęty	339,00	335,96	-0,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA	-7,1%	-3,5%	-3,6%
Zysk netto	-5,8%	-2,9%	-2,0%
Aluminium (PLN/t)	+1,7%	0,0%	0,0%
Premia prod. (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG	+3,5%	+0,7%	+0,6%
EBITDA SWW	-19,7%	-7,8%	-7,8%
EBITDA SSA	-4,8%	-2,4%	-2,7%

Analitik:

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

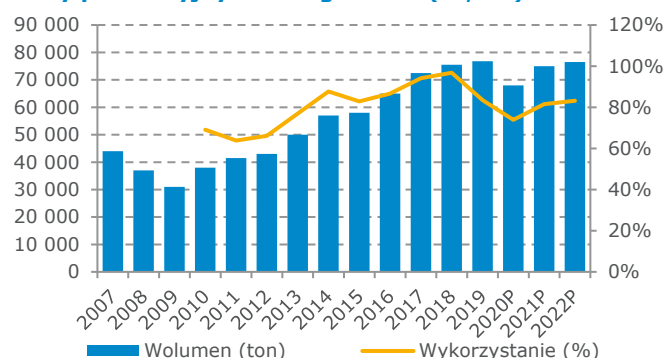
Wyroby wyciskane papierkiem lakmusowym na gospodarkę

Gwałtowny **spadek aktywności gospodarczej w Europie** przekładać się będzie na spadek popytu na profile aluminiowe wykonywane przez Grupę Kęty. **Największych spadków oczekujemy** w takich branżach jak **transport** (około 15% sprzedaży segmentu wyrobów wyciskanych), **sprzedaż hurtowa** (około 20% sprzedaży) i **produkcja AGD** (kilka % sprzedaży). Zakładamy, że spadki w **budownictwie** (około 40% sprzedaży) będą mniej dotkliwe, ale przez absencję pracowników budowlanych również ten segment odnotuje spadki popytu.

W 2020 roku zakładamy, że **wolumen sprzedaży odnotuje 11% r/r spadek do 68 tys. ton**. Zakładamy, że spadek będzie mniej dotkliwy niż w 2009 roku (wówczas -16% r/r), ale wówczas wysoka dynamika spadku dotyczyła również branży budowlanej.

Według naszych prognoz **wykorzystanie mocy produkcyjnych w 2020 roku spadnie do 74%**, czyli najniższe od 2015 roku.

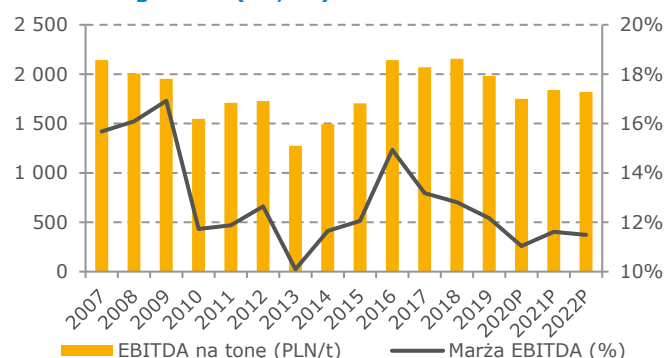
Wolumen sprzedaży w segmencie wyrobów wyciskanych Grupy Kęty (t; LP) oraz wykorzystanie mocy produkcyjnych w segmencie (%; PP)



Źródło: prognozy mBank, Grupa Kęty

W naszych prognozach zakładamy, że spadek obłożenia mocy produkcyjnych przełoży się na **niższą realizowaną wartość EBITDA na każdej tonie produktu**. W prognozach zakładamy powolny wzrost w kolejnych latach z uwagi na umiarkowane dochodzenie do wyższych przerobów.

Wartość EBITDA na tonie produktu w segmencie wyrobów wyciskanych (LP; PLN/t) oraz marża EBITDA segmentu (PP; %)



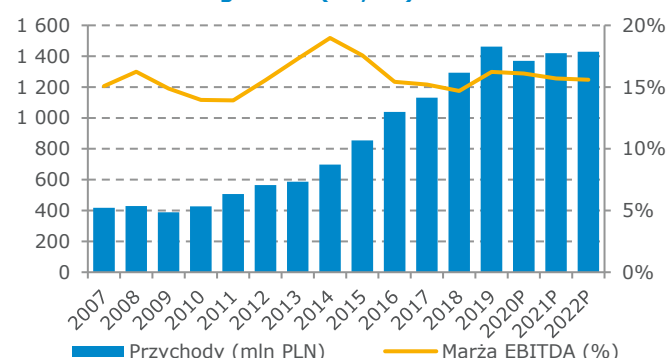
Źródło: prognozy mBank, Grupa Kęty

Budownictwo odporne, ale absencja pracowników i brak Ukraińców opóźnia budowy

Naszym zdaniem, o ile branża budowlana posiada obecnie wciąż najlepsze otoczenie ze względu na niskie stopy procentowe, to **absencja chorobowa pracowników budowlanych i tymczasowa braki pracowników z Ukrainy wpłyną na opóźnienie realizowanych projektów**. Naszym zdaniem **ryzykiem w przypadku Grupy Kęty jest zaplanowana na 2020 rok realizacja kontraktów w Stanach Zjednoczonych**, która jest zagrożona ze względu na ograniczone możliwości przemieszczania się osób i problemy logistyczne. Grupa Kęty planowała w 2020 roku dostawę na rynek amerykański komponentów za w sumie **50 mln PLN**.

W kolejnych latach po ustaniu epidemii COVID-19 naszym zdaniem popyt na nowe projekty biurowe i handlowe może spaść. Branża handlowa w Europie prawdopodobnie odnotuje w efekcie epidemii znaczne straty, a część z najemców może trwale zniknąć z rynku. To z kolei będzie przekładać się na słabszy popyt na nową powierzchnię handlową. W przypadku projektów biurowych wielu najemców będzie musiało poczynić drastyczne oszczędności, które przełożą się na zwolnienia pracowników i mniejsze zapotrzebowanie na powierzchnię biurową. Niewykluczone, że również spowolni koniunktura na rynku mieszkaniowym. Według sprawozdania Grupy za 2019 rok w Polsce 7 na 10 budowanych nowoczesnych obiektów wykorzystuje fasady marki Aluprof, więc Grupa Kęty może wyraźnie odczuć w przyszłości spowolnienie na rynku.

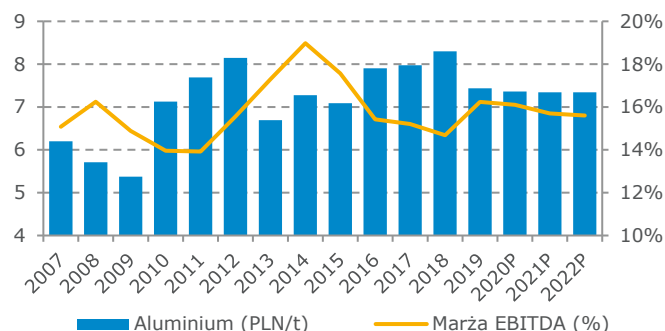
Przychody ze sprzedaży segmentu systemów aluminiowych w Grupie Kęty (LP; mln PLN) oraz marża EBITDA segmentu (PP; %)



Źródło: prognozy mBank, Grupa Kęty

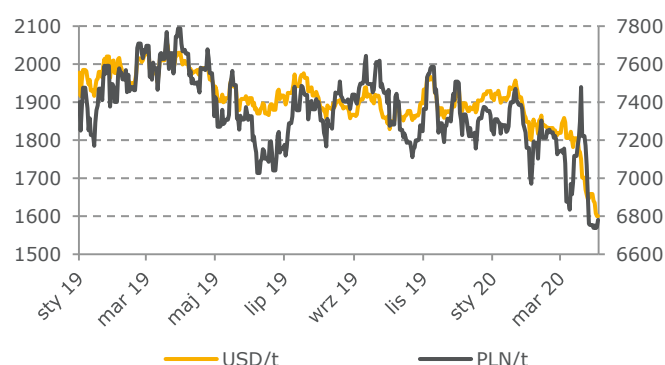
W naszych prognozach zakładamy spadkowe ceny aluminium w USD, ale ze względu na osłabienie PLN do USD ceny aluminium w PLN będą stabilne. W 2019 roku segment systemów aluminiowych zanotował poprawę marży ze względu na wyraźne spadki cen aluminium na rynku (aluminium to około 1/3 kosztów produkcji systemów). **Przy oczekiwanych stabilnych (w PLN) cenach aluminium zakładamy, że przy mniejszej dostępnej ilości projektów wzrośnie konkurencja, a marże będą miały tendencję spadkową.**

Zakładane ceny aluminium (LP; tys. PLN/t) oraz marża EBITDA segmentu systemów aluminiowych (PP; %)



Źródło: prognozy mBank, Grupa Kęty

Ceny aluminium w USD/t (LP) oraz w PLN/t (PP)

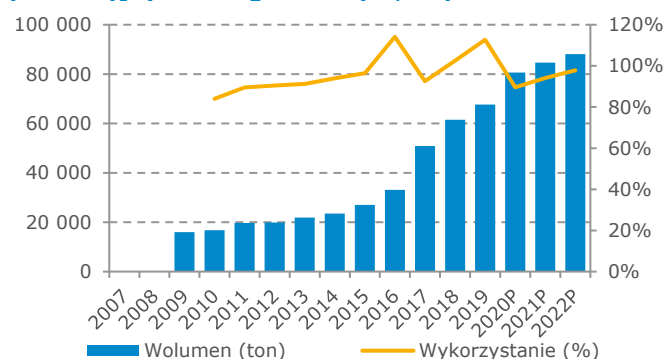


Źródło: Bloomberg

Opakowaniom wirus nie straszny

W naszych prognozach zakładamy, że w 2020 roku **wolumen sprzedaży opakowań giętkich wzrośnie o 19% r/r do 81 tys. ton**, a po uruchomieniu drugiej linii BOPP **obłożenie mocy segmentu wzrośnie do 90%**. Naszym zdaniem mimo pandemii COVID-19 popyt na opakowania będzie się utrzymywał, jako że zdecydowana większość z nich jest konsumowana przez branżę FMCG. Dodatkowo, pandemia może spowolnić trend zastępowania opakowań z tworzyw sztucznych papierem.

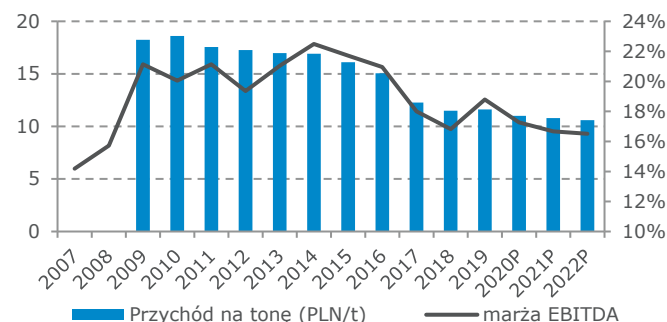
Wolumen sprzedaży w segmencie opakowań giętkich Grupy Kęty (t; LP) oraz wykorzystanie mocy produkcyjnych w segmencie (%; PP)



Źródło: prognozy mBank, Grupa Kęty

Spadek cen surowców, w tym przede wszystkim **ropy naftowej** przekładać się będzie na spadek cen produktów pochodnych. W efekcie kolejny rok z rzędu segment odnotowywać może **pozytywny wpływ niższych cen głównych surowców do produkcji**.

Przychód na tonę produktu w segmencie opakowań giętkich Grupy Kęty (tys. PLN/t; LP) oraz marża EBITDA w segmencie (%; PP)



Źródło: prognozy mBank, Grupa Kęty

Prognozowany przez nas spadek marży EBITDA segmentu związany jest jedynie z niższą wartością dodaną folii BOPP, którego wolumen dynamicznie rośnie w 2020 roku w efekcie uruchomienia nowej linii. W naszych prognozach zakładamy, że **EBITDA segmentu wzrośnie w 2020 roku o 4% r/r do 153 mln PLN**.

Dywidenda i prognoza zagrożone

W naszych prognozach zakładamy, że w efekcie niższych wolumenów sprzedaży obroty segmentów wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych w 2020 roku będą na poziomie odpowiednio 12% i 9% niższych niż w swojej prognozie przedstawił Zarząd. Oczekujemy, że **całoroczna sprzedaż Grupy w 2020 roku będzie na poziomie 8% niższym niż oczekiwał Zarząd**.

Oczekujemy, że w efekcie pandemii COVID-19 **EBITDA segmentów wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych będą o odpowiednio 22% i 10% niższe niż oczekiwał w całorocznej prognozie Zarząd**.

Prognoza Zarządu Grupy Kęty na 2020 rok oraz założenia mBanku (mln PLN)

(mln PLN)	Zarząd	mBank	różnica
Przychody	3 314	3 058	-8%
EBITDA	535	478	-11%
EBIT	389	337	-13%
Zysk netto	294	260	-12%
Aluminium (USD/t)	1 850	1 700	-8%
Aluminium (PLN/t)	6 845	6 800	-1%
SWW przychody	1 231	1 078	-12%
SSA przychody	1 511	1 370	-9%
SOG przychody	864	887	+3%
SWW EBITDA	153	119	-22%
SSA EBITDA	245	221	-10%
SOG EBITDA	155	153	-1%
Capex	213	175	-18%
Dług netto	748	772	+3%
Dług netto / EBITDA	1,4	1,6	

Źródło: prognozy mBank, Grupa Kęty

W całym roku zakładamy, że wynik EBITDA będzie o 11% niższy niż zakładał Zarząd, a netto o 12% niższy. Oczekujemy, że w efekcie rozprzestrzeniania się COVID-19 **Grupa przesunie część zaplanowanych wydatków inwestycyjnych na 2021 rok.**

Naszym zdaniem w obliczu gwałtownego spadku koniunktury i możliwych zatorów płatniczych w branży budowlanej oraz w przemyśle **kapitał obrotowy zwiększy się o nieco ponad 90 mln PLN w 2020 roku.**

Zarząd asekuracyjnie może zmienić swoje podejście do wypłaty dywidendy z zysku za 2019 rok (obecnie 85%). Warto zauważyć, że w 2009 roku Zarząd wyszedł do akcjonariuszy z prośbą o zatrzymanie zysków w spółce. My zakładamy, że **Grupa wypłaci 50% zysku za 2019 rok**, czyli 15,39 PLN/akcja. Gdyby jednak akcjonariusze zdecydowali się na wypłatę 85% dywidendy z zysku to dług netto na koniec 2020 roku wzrósłby do 1,8x EBITDA przy innych założeniach nie zmienionych.

Wycena

Wartość Grupy Kęty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 335,96 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	20%	231,13
Wycena DCF	80%	336,57
cena wynikowa		315,48
cena docelowa za 9 m-cy		335,96

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Grupy 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.

Z uwagi na dużą zmienność na rynku zdecydowaliśmy się na zmianę wag wyceny porównawczej i DCF do 20:80 (wcześniej 50:50).

Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
ALCOA INC	USA	-	-	149,3	2,5	3,7	2,7
ALUMETAL	Polska	10,5	12,3	9,9	5,9	6,3	5,6
AMAG AUSTRIA METALL AG	Austria	29,1	21,8	20,4	9,4	9,2	8,3
AMCOR LTD	Australia	13,6	13,0	12,3	12,5	9,7	9,2
CENTURY ALUMINUM COMPANY	USA	-	-	4,6	-	5,0	1,9
CHINA HONGQIAO GROUP LTD	Chiny	4,4	4,5	3,7	2,7	3,5	3,2
CONSTELLIUM	USA	11,4	4,8	3,6	5,0	4,4	3,7
FUJI SEAL INTERNATIONAL INC	Japonia	12,9	12,8	10,7	4,6	5,0	4,5
KAISER ALUMINUM CORP	USA	8,9	8,5	7,5	5,2	5,5	5,0
MERCOR	Polska	-	5,3	3,8	-	4,5	3,5
NIPPON LIGHT METAL CO LTD	Japonia	3,4	-	29,8	4,9	12,4	4,8
NORSK HYDRO ASA	Norwegia	23,9	22,3	10,6	4,7	5,5	4,3
UACJ CORP	Japonia	39,8	-	10,3	10,4	12,1	8,7
UNITED CO RUSAL PLC	Rosja	3,9	3,6	3,2	11,7	11,0	8,5
Maksimum		39,8	22,3	149,3	12,5	12,4	9,2
Minimum		3,4	3,6	3,2	2,5	3,5	1,9
Mediana		11,4	10,4	10,1	5,1	5,5	4,7
Grupa Kęty		10,6	12,0	11,4	7,3	8,1	7,8
premia (dyskonto)		-7,1%	15,6%	12,9%	42,0%	47,8%	68,7%

Implikowana wycena

Mediana	11,4	10,4	10,1	5,1	5,5	4,7
Dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%

Wartość firmy na akcję (PLN)

231,1

Założenia dotyczące cen aluminium i kursu USD/PLN

Ceny aluminium	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aluminium LME (USD)	1 683,3	1 881,8	1 969,1	2 157,7	1 801,2	1 700,0	1 900,0	1 900,0	1 900,0	1 900,0
zmiana r/r	-11,1%	11,8%	4,6%	9,6%	-16,5%	-5,6%	11,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Aluminium LME (PLN)	6 346,3	7 412,2	7 434,9	7 677,0	6 921,6	6 800,0	6 840,0	6 840,0	6 840,0	6 840,0
zmiana r/r	6,7%	16,8%	0,3%	3,3%	-9,8%	-1,8%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	3,77	3,94	3,78	3,56	3,84	4,00	3,60	3,60	3,60	3,60
zmiana r/r	20,1%	4,5%	-4,1%	-5,7%	8,0%	4,1%	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. ton)	67,0	80,0	85,0	91,0	93,7	88,2	96,2	98,5	100,5	102,1
zmiana r/r	-6,9%	19,4%	6,3%	7,1%	3,0%	-5,9%	9,1%	2,4%	2,0%	1,6%
Premia dla producentów aluminium	197,2	124,7	142,5	173,5	133,8	140,0	140,0	140,0	140,0	140,0
EBITDA / Użyte aluminium (PLN/t)	5,0	4,9	5,0	5,1	5,6	5,4	5,2	5,1	5,0	4,9
zmiana r/r	16,8%	-1,8%	0,6%	2,8%	9,6%	-2,8%	-4,5%	-1,9%	-1,5%	-1,3%

Źródło: mBank

Założenia dotyczące segmentu wyrobów wyciskanych

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Moce (ton)	70 000	75 000	77 000	78 000	92 000	92 000	92 000	92 000	92 000	92 000
Wykorzystanie (%)	82,9%	86,7%	94,2%	96,8%	83,5%	73,9%	81,5%	83,2%	84,8%	86,5%
Wolumen SWW (ton)	58 000	65 000	72 500	75 500	76 800	68 000	75 000	76 500	78 030	79 591
Przychód na tonę (PLN)	14 151	14 343	15 696	16 819	16 291	15 860	15 844	15 844	15 844	15 844
Cena aluminium + premia producencka (PLN)	7 090	7 903	7 973	8 295	7 436	7 360	7 344	7 344	7 344	7 344
różnica (PLN)	7 061	6 440	7 723	8 524	8 855	8 500	8 500	8 500	8 500	8 500
EBITDA na tonę (PLN)	1 705	2 142	2 069	2 155	1 982	1 750	1 840	1 820	1 805	1 790
marża EBITDA	12,1%	14,9%	13,2%	12,8%	12,2%	11,0%	11,6%	11,5%	11,4%	11,3%
EBITDA (mln PLN)	98,9	139,2	150,0	162,7	152,2	119,0	138,0	139,2	140,8	142,5

Źródło: mBank

Założenia dotyczące segmentu opakowań giętkich

SOG	2015	2016	2017	2018	2019	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%	102,5%	112,8%	89,6%	94,1%	97,9%	100,0%	100,0%
Wolumen (ton)	27 000	33 100	50 900	61 500	67 650	80 650	84 683	88 070	90 000	90 000
Przychód na tonę (PLN)	16,1	15,1	12,3	11,5	11,6	11,0	10,8	10,6	10,4	10,3
Przychody (mln PLN)	435,0	498,5	624,9	706,5	785,3	887,2	914,6	933,5	936,0	927,0
EBITDA (mln PLN)	94,5	104,5	112,5	118,8	147,6	153,2	152,4	154,1	154,8	153,0
EBITDA na tonę (PLN)	3 498,3	3 155,6	2 210,8	1 932,1	2 181,3	1 900,0	1 800,0	1 750,0	1 720,0	1 700,0
marża EBITDA	21,7%	21,0%	18,0%	16,8%	18,8%	17,3%	16,7%	16,5%	16,5%	16,5%

Źródło: mBank

Założenia dotyczące segmentu systemów aluminiowych

SWW	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody (mln PLN)	854,6	1 039,0	1 131,1	1 292,8	1 462,7	1 370,3	1 420,0	1 429,4	1 443,7	1 458,2
Marża EBITDA (%)	17,6%	15,4%	15,2%	14,7%	16,2%	16,1%	15,7%	15,6%	15,5%	15,5%
EBITDA (mln PLN)	150,1	160,2	172,0	189,8	237,4	220,6	222,9	223,0	223,8	225,3

Źródło: mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka = 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Dług netto na poziomie z końca 2019 roku.
- Wzrost FCF po roku 2029 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na koniec kwietnia 2020 roku.

Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	+
Przychody ze sprzedaży	3 058,4	3 234,7	3 284,8	3 322,8	3 349,8	3 386,5	3 423,8	3 461,7	3 500,3	3 539,5	3 580,2
zmiana	-4,5%	5,8%	1,6%	1,2%	0,8%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%
EBITDA	478,5	498,7	501,4	504,2	505,2	506,7	508,2	509,7	511,6	513,6	515,6
marża EBITDA	15,6%	15,4%	15,3%	15,2%	15,1%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,4%
Amortyzacja	141,4	144,1	137,0	133,2	132,6	133,3	135,2	137,0	139,3	138,5	135,1
EBIT	337,1	354,6	364,4	371,0	372,6	373,3	373,0	372,7	372,3	375,1	380,5
marża EBIT	11,0%	11,0%	11,1%	11,2%	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%	10,6%	10,6%	10,6%
Opodatkowane EBIT	61,0	64,2	66,2	67,6	68,1	68,4	68,5	68,6	68,6	69,3	70,5
NOPLAT	276,0	290,4	298,2	303,4	304,5	304,9	304,5	304,1	303,7	305,8	310,0
CAPEX	-175,0	-150,0	-120,0	-122,4	-124,8	-127,3	-129,9	-132,5	-135,1	-135,1	-135,1
Kapitał obrotowy	-92,1	-73,8	-15,8	-12,1	-8,9	-11,6	-11,7	-11,8	-11,9	-12,0	-12,4
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	150,3	210,7	299,3	302,0	303,4	299,3	298,1	296,8	295,9	297,1	297,7
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%
współczynnik dyskonta	0,95	0,88	0,81	0,75	0,69	0,64	0,59	0,54	0,50	0,46	0,42
PV FCF	142,8	185,4	243,7	227,1	210,6	191,6	175,8	161,0	147,6	136,1	125,2

WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%
Koszt długu	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
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	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	19,8%	20,2%	18,6%	17,1%	15,6%	14,2%	12,8%	11,4%	10,1%	8,6%	7,5%
Koszt kapitału własnego	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
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)	4 604,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 107,4
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 820,5
Wartość firmy (EV)	3 927,9
Dług netto	703,4
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	3 224,5
Liczba akcji (mln)	9,6
Wartość firmy na akcję (PLN)	336,6
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,5%
Cena docelowa (PLN)	358,4

EV/EBITDA ('20) dla ceny docelowej	8,8
P/E ('20) dla ceny docelowej	13,2
Udział TV w EV	53,7%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	261,7	279,0	300,9	329,6	425,6
WACC +0,5 p.p.	281,2	301,5	327,6	362,5	485,0
WACC	303,1	327,0	358,4	401,3	561,2
WACC -0,5 p.p.	327,7	356,2	394,3	447,8	662,9
WACC -1,0 p.p.	355,6	389,9	436,8	504,6	805,5

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	2 027,1	2 267,4	2 642,6	2 993,5	3 203,7	3 058,4	3 234,7	3 284,8	3 322,8	3 349,8
zmiana	11,4%	11,9%	16,5%	13,3%	7,0%	-4,5%	5,8%	1,6%	1,2%	0,8%
Segment opakowań giętkich	435,0	498,5	624,9	706,5	785,3	887,2	914,6	933,5	936,0	927,0
Segment wyrobów wyciskanych	820,7	932,3	1 137,9	1 269,8	1 251,2	1 078,5	1 188,3	1 212,1	1 236,3	1 261,0
Segment systemów aluminiowych	854,6	1 039,0	1 131,1	1 292,8	1 462,7	1 370,3	1 420,0	1 429,4	1 443,7	1 458,2
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	15,5	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Wyłączenia	-282,6	-216,2	-265,8	-290,5	-312,7	-294,6	-305,3	-307,3	-310,4	-313,5
Koszty wytworzenia	1 806,3	2 065,1	2 415,9	2 707,1	2 817,1	2 733,4	2 892,2	2 932,7	2 964,1	2 989,7
EBIT	244,4	282,3	301,2	337,7	384,9	337,1	354,6	364,4	371,0	372,6
zmiana	8,8%	15,5%	6,7%	12,1%	14,0%	-12,4%	5,2%	2,8%	1,8%	0,4%
marża EBIT	12,1%	12,5%	11,4%	11,3%	12,0%	11,0%	11,0%	11,1%	11,2%	11,1%
Wynik na działalności finansowej	-15,0	-14,8	-7,2	-21,0	-21,2	-15,8	-16,5	-16,0	-15,1	-14,2
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	316,7	363,7	321,3	338,1	348,4	355,9	358,4
Podatek dochodowy	19,7	-10,4	57,4	48,2	68,3	61,0	64,2	66,2	67,6	68,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Zysk netto	209,8	277,9	236,4	268,2	294,9	259,7	273,3	281,7	287,8	289,8
zmiana	24,1%	32,4%	-14,9%	13,5%	9,9%	-11,9%	5,3%	3,1%	2,2%	0,7%
marża	10,4%	12,3%	8,9%	9,0%	9,2%	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%
Amortyzacja	91,7	111,8	120,0	125,8	138,2	141,4	144,1	137,0	133,2	132,6
EBITDA	336,2	394,2	421,2	463,5	523,1	478,5	498,7	501,4	504,2	505,2
zmiana	8,7%	17,3%	6,9%	10,0%	12,9%	-8,5%	4,2%	0,5%	0,6%	0,2%
marża EBITDA	16,6%	17,4%	15,9%	15,5%	16,3%	15,6%	15,4%	15,3%	15,2%	15,1%
EBITDA skorygowana	340	400	413	465	523	478	499	501	504	505
Zysk netto skorygowany	146	216	228	253	295	260	273	282	288	290
Liczba akcji na koniec roku (mln)	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
EPS	22,2	29,3	24,9	28,1	30,9	27,1	28,5	29,4	30,0	30,2
CEPS	31,9	41,1	37,6	41,3	45,4	41,9	43,6	43,7	43,9	44,1
ROAE	16,4%	19,8%	17,3%	19,2%	20,0%	16,3%	16,5%	16,3%	15,9%	15,4%
ROAA	10,7%	12,0%	9,5%	9,6%	10,6%	8,8%	9,1%	9,2%	9,2%	9,1%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	1 958,7	2 322,8	2 499,4	2 779,8	2 778,5	2 948,3	3 011,4	3 071,2	3 129,0	3 182,8
Majątek trwały	1 141,0	1 395,6	1 438,8	1 574,7	1 680,3	1 769,8	1 779,0	1 766,5	1 761,4	1 760,6
Wartość niematerialne i prawne	57,9	49,2	25,9	19,8	37,2	50,5	61,7	70,6	80,4	91,0
Rzeczowe aktywa trwałe	947,7	1 176,9	1 201,3	1 337,1	1 439,0	1 515,2	1 513,2	1 491,7	1 476,8	1 465,5
Wartość firmy	19,9	20,0	19,8	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
Należności długoterminowe	29,2	13,6	40,5	45,2	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Inwestycje długoterminowe	13,8	24,2	29,9	28,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Długoterminowe RM	72,6	111,8	121,4	124,7	159,7	159,7	159,7	159,7	159,7	159,7
Majątek obrotowy	817,7	927,3	1 060,5	1 205,1	1 098,2	1 178,5	1 232,5	1 304,7	1 367,6	1 422,2
Zapasy	323,3	393,6	457,8	509,5	448,8	460,5	486,5	494,2	499,6	502,9
Należności krótkoterminowe	419,5	452,6	513,0	571,1	537,2	604,9	669,2	679,8	687,2	691,9
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	100,7	103,6	104,8	68,0	121,9	171,9	218,4
Krótkoterminowe RM	2,1	5,9	10,7	23,7	8,5	8,1	8,6	8,8	8,9	8,9
(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PASYWA	1 958,7	2 322,8	2 499,4	2 779,8	2 778,5	2 948,3	3 011,4	3 071,2	3 129,0	3 182,8
Kapitał własny	1 278,8	1 405,4	1 362,8	1 396,3	1 477,2	1 589,4	1 655,0	1 731,7	1 808,2	1 882,1
Kapitał akcyjny	67,5	67,5	67,7	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8
Kapitał zapasowy	36,0	44,9	53,2	58,2	64,4	64,4	64,4	64,4	64,4	64,4
Zysk z lat ubiegłych	1 206,0	1 313,8	1 266,4	1 305,7	1 369,9	1 482,1	1 547,7	1 624,4	1 700,9	1 774,8
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,6	0,8	1,3	1,9	2,4	3,0	3,5	4,0
Zobowiązania długoterminowe	170,4	224,8	269,6	314,2	559,6	559,6	559,6	559,6	559,6	559,6
Dług	90,6	138,5	179,4	220,8	437,4	437,4	437,4	437,4	437,4	437,4
Zobowiązania krótkoterminowe	486,5	652,1	832,0	1 033,3	699,4	758,3	753,0	735,0	715,2	694,2
Zobowiązania handlowe	262,3	318,2	342,0	379,0	329,8	318,7	333,4	335,4	335,7	334,6
Dług	224,2	333,9	490,1	654,3	369,6	439,6	419,6	399,6	379,6	359,6
Rezerwy na zobowiązania	1,2	2,8	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe	21,8	37,7	33,9	34,9	40,3	38,4	40,6	41,3	41,7	42,1
Dług	314,8	472,4	669,4	875,1	806,9	876,9	856,9	836,9	816,9	796,9
Dług netto	242,1	397,5	590,5	774,4	703,4	772,1	788,9	715,0	645,0	578,6
(Dług netto / Kapitał własny)	18,9%	28,3%	43,3%	55,5%	47,6%	48,6%	47,7%	41,3%	35,7%	30,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,7	1,0	1,4	1,7	1,3	1,6	1,6	1,4	1,3	1,1
BVPS	135,4	148,3	143,6	146,3	154,8	165,9	172,7	180,8	188,7	196,5

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	267,4	315,1	276,1	293,3	562,8	269,5	357,4	414,9	418,7	421,3
Zysk netto	209,8	277,9	236,4	268,2	294,9	259,7	273,3	281,7	287,8	289,8
Amortyzacja	91,7	111,8	120,0	125,8	138,2	141,4	144,1	137,0	133,2	132,6
Kapitał obrotowy	-24,1	-51,0	-91,0	-114,1	85,7	-92,1	-73,8	-15,8	-12,1	-8,9
Pozostałe	-10,0	-23,6	10,6	13,3	44,0	-39,5	13,8	12,1	9,9	7,8
Przepływy inwestycyjne	-206,0	-270,1	-187,3	-228,7	-243,8	-175,0	-150,0	-120,0	-122,4	-124,8
CAPEX	-206,1	-270,0	-187,3	-228,7	-243,9	-175,0	-150,0	-120,0	-122,4	-124,8
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	-42,8	-316,1	-93,2	-244,2	-241,0	-246,3	-250,0
Dług	78,5	130,0	205,2	201,1	-66,6	70,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0
Dywidendy/buy-back	-136,1	-170,2	-284,7	-228,5	-229,0	-147,4	-207,8	-205,0	-211,3	-215,8
Pozostałe	2,5	-2,6	-5,4	-15,3	-20,4	-15,8	-16,5	-16,0	-15,1	-14,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	6,3	2,2	4,0	21,8	2,9	1,2	-36,8	53,9	50,0	46,4
Środki pieniężne na koniec okresu	72,7	74,9	78,9	100,7	103,6	104,8	68,0	121,9	171,9	218,4
DPS (PLN)	14,41	17,95	30,00	23,94	23,99	15,39	21,68	21,40	22,05	22,53
FCF	85,4	84,0	85,9	71,8	295,9	150,3	210,7	299,3	302,0	303,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-10,2%	-11,9%	-7,1%	-7,6%	-7,6%	-5,7%	-4,6%	-3,7%	-3,7%	-3,7%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	15,3	11,6	13,6	12,1	11,0	12,5	11,9	11,5	11,3	11,2
P/CE	10,6	8,2	9,0	8,2	7,5	8,1	7,8	7,8	7,7	7,7
P/BV	2,5	2,3	2,4	2,3	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7
P/S	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
FCF/EV	2,5%	2,3%	2,3%	1,8%	7,5%	3,7%	5,2%	7,6%	7,8%	7,9%
EV/EBITDA	10,2	9,2	9,0	8,7	7,5	8,4	8,1	7,9	7,7	7,6
EV/EBIT	14,1	12,8	12,6	11,9	10,2	11,9	11,4	10,9	10,5	10,3
EV/S	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
CFO/EBITDA	80%	80%	66%	63%	108%	56%	72%	83%	83%	83%
DYield	4,3%	5,3%	8,8%	7,1%	7,1%	4,5%	6,4%	6,3%	6,5%	6,6%
Cena (PLN)	339,00	339,00	339,00	339,00	339,00	339,00	339,00	339,00	339,00	339,00
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
MC (mln PLN)	3 200,8	3 213,2	3 217,1	3 235,9	3 235,9	3 247,8	3 247,8	3 247,8	3 247,8	3 247,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,6	0,8	1,3	1,9	2,4	3,0	3,5	4,0
EV (mln PLN)	3 442,9	3 610,6	3 808,2	4 011,1	3 940,6	4 021,8	4 039,1	3 965,7	3 896,3	3 830,4

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 Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 7 kwietnia 2020 o godzinie 08:10.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 kwietnia 2020 o godzinie 08:10.

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 Biura 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 Biurze 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 Biura maklerskim 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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Grupa Kęty**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	360,29	335,44	333,45	298,64	327,11	345,32	326,37	341,33
kurs z dnia rekomendacji	381,00	338,50	313,50	283,00	310,00	337,00	347,50	324,00



mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

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

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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@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