

poniedziałek, 8 czerwca 2020 | komentarz specjalny

Boryszew – Trudny rok, kowenanty zagrożone

Rekomendacja: niedoważaj | cena bieżąca: 3,59 PLN

BRS PW; BRS.WA | Przemysł, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Po słabszych od oczekiwań wynikach za 4Q'19 (oczyszczona EBITDA -50% vs. oczekiwania, -150 mln PLN straty netto) aktualizujemy w dół nasze całoroczne prognozy dla Grupy Boryszew (EBITDA -13% vs. dotychczasowe prognozy) ze względu na słabsze niż dotychczas zakładaliśmy wyniki w segmentach Automotive i Metali. Oczekujemy, że na koniec roku dług netto do EBITDA wzrośnie do 5,1x, a Grupa już w IH'20 złamie kowenanty bankowe. Ratunkiem dla tego scenariusza mogłaby być sprzedaż aktywów Huty Aluminium Konin, ale zważając na 10% r/r spadek EBITDA potencjalnego kupca (Granges) w

1Q'20 i wzrost jego relacji długu netto do EBITDA do 2,8x, możliwe, że zainteresowanie przejęciem HAK zmaleje. Według naszych szacunków, jeśli dynamika spadku wyników Granges w kolejnych kwartałach będzie zbliżona jak w 1Q'20, to w całym roku dług netto po przejęciu HAK wzrośnie do 4,0x. Naszym zdaniem w obliczu oczekiwanego spowolnienia gospodarczego ryzyka wokół sprzedaży HAK narastają, czego efektem będzie utrzymujące się wysokie zadłużenie Boryszew, możliwa sprzedaż niektórych aktywów oraz ratunkowa emisja akcji. Podtrzymujemy zalecenie niedoważaj dla Grupy Boryszew.

Wyniki i prognozy mBanku dla Grupy Boryszew oraz zmiana bieżących prognoz

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprz.	6 100	6 260	5 239	5 585	5 699
Chemia	292	253	244	256	253
Automotive	1 899	1 777	1 584	1 650	1 624
Metale	3 683	4 020	3 410	3 679	3 822
Koszty zarządu	270	286	266	272	268
Koszty sprzedaży	149	144	128	138	138
Poz. dział. operacyjna	4	89	0	0	0
EBIT	230	210	76	142	147
marża %	3,8%	3,4%	1,4%	2,6%	2,6%
EBITDA	379	414	276	353	371
marża %	6,2%	6,6%	5,3%	6,3%	6,5%
Wynik netto	-99	21	78	83	127
Mniejszości	69	-11	8	11	11
Wynik netto (jedn.)	71	-88	13	67	72

Przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	208	455	411	274	289
Amortyzacja	149	203	200	210	224
Kapitał obrotowy	-84	202	150	-63	-27
Przepływy inw.	-287	-539	-170	-232	-264
CAPEX	-137	-676	-170	-232	-264
Przepływy finansowe	-6	148	-200	-146	-45
Dług	119	173	-150	-100	0
Dywidendy	0	0	0	0	0
Odsetki od długu	-43	-61	-52	-48	-47
Zmiana stanu śr. pien.	-86	65	42	-104	-20
ŚP na koniec okr.	130	195	237	132	112
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-86	65	42	-104	-20

Zmiana prognoz

	2020P	2021P	2022P
Przychody	-8,9%	-6,1%	-6,4%
EBITDA	-12,7%	-9,4%	-9,6%
Zysk netto	-	-2,2%	-9,4%
DPS	-	-	-100,0%
Dług netto	-9,5%	-9,0%	-4,4%

*Wskaźniki skorygowane bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych i akcji własnych

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 237	4 788	4 466	4 495	4 515
Aktywa trwałe	2 115	2 466	2 451	2 474	2 478
Wartość firmy	23	23	23	23	23
Majątek obrotowy	2 122	2 323	2 015	2 021	2 037
Zapasy	1 040	1 223	1 023	1 091	1 113
Nal. krótkoterminowe	664	755	632	674	687
Środki pieniężne	138	220	237	132	112
Kapitał własny	1 216	1 347	1 359	1 427	1 498
Udziały mniejszości	579	189	197	207	218
Zob. długoterminowe	580	975	825	725	725
Zob. krótkoterminowe	1 580	1 974	1 804	1 850	1 859
Dług	1 287	1 806	1 656	1 556	1 556
Dług netto	1 149	1 586	1 419	1 424	1 444
(Dług netto / Kap. wł.)	94%	118%	104%	100%	96%
(Dług netto / EBITDA)	3,0	3,8	5,1	4,0	3,9

Wskaźniki

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	12,1	-9,8	66,5	12,8	12,0
P/E skor.*	13,6	21,1	56,0	10,8	10,1
P/(BV-goodwill)	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
FCF/EV	5,0%	29,0%	11,0%	1,7%	2,7%
EV/EBITDA	6,8	6,4	9,0	7,1	6,8
EV/EBITDA skor.*	6,6	7,0	8,5	6,7	6,4
CFO/EBITDA	55%	110%	149%	78%	78%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Liczba akcji (mln)	240	240	240	240	240
Akcje własne (mln)	32	38	38	38	38
MC (mln PLN)	862	862	862	862	862
EV (mln PLN)	2 589	2 636	2 478	2 492	2 523

Zmiana prognoz

	2020P	2021P	2022P
Przychody Automc	-4,1%	-4,6%	-6,4%
Przychody Metale	-10,4%	-6,3%	-9,6%
Przychody Chemia	-17,0%	-12,2%	-9,4%
EBITDA Automoti'	-59,7%	-43,1%	-38,6%
EBITDA Metale	-4,6%	-3,1%	-5,3%
EBITDA Chemia	+38,3%	+93,1%	+83,4%

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

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 Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPIJ – 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 przedstawieniem 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 rozpowszechniana 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.

Investowanie 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 8 czerwca 2020 o godzinie 08:20. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 8 czerwca 2020 o godzinie 08:20.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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 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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Boryszew

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-20	2019-07-26
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,74	4,54	4,09	4,29	4,54	4,49

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@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