

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

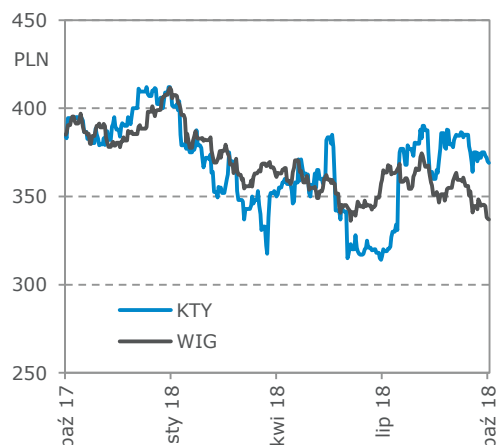
Struktura akcjonariatu

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 (USD/t)	+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

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%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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/analiza_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 metodologiczną 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 Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 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