

piątek, 18 stycznia 2019 | aktualizacja raportu

Grupa Kęty: trzymaj (podwyższona)

KTY PW; KTY.WA | Metale, Polska

Pomagają spadające ceny aluminium

Dynamicznie spadające ceny aluminium w końcu 2018 roku, to dobra informacja dla Grupy Kęty. W segmencie systemów aluminiowych, który generuje 40% EBITDA całej Grupy, aluminium odpowiada za około 1/3 kosztów wytworzenia. W naszych wcześniejszych prognozach zakładaliśmy, że w efekcie wyższych kosztów (płace + energia elektryczna) oraz zwiększonej konkurencji wartość EBITDA segmentu systemów aluminiowych w 2019 roku spadnie o 4,5% r/r do 172 mln PLN. Niższe oczekiwane ceny aluminium, naszym zdaniem mogą złagodzić negatywny efekt wzrostu mocy produkcyjnych przez głównego krajowego konkurenta Ponzio Polska i w rezultacie oczekujemy, że EBITDA w systemach aluminiowych może pozostać stabilna w 2019 roku (179 mln PLN). Na początku lutego (6 II) Zarząd Grupy Kęty prawdopodobnie przedstawi szacunkowe prognozy na 2019 roku. Dotychczasowe wypowiedzi wskazywały na jednocyfrowy wzrost r/r. Podtrzymujemy, że wzrost mocy w zakresie systemów aluminiowych w 2019 roku (o około 10% w skali kraju), słabszy popyt na wyroby wyciskane (spadek PMI w Europie) oraz wzrost kosztów osobowych i energetycznych powodować będą, że Grupie ciężko będzie pobić zeszłoroczne wyniki. Wciąż również Grupa Kęty jest notowana z ponad 40% premią do spółek porównywalnych na lata 2019 i 2020. Rewidujemy w dół nasze założenia co do ceny aluminium w 2019 roku (o 9%) oraz nieznacznie podwyższamy nasze oczekiwania odnośnie wyników w 2019 i 2020 roku. Po 10% spadku notowań od momentu naszej ostatniej negatywnej rekomendacji podwyższamy nasze zalecenie do trzymaj (wcześniej redukuj), a cenę docelową podwyższamy z 309,30 PLN/akcja do 324,30 PLN/akcja.

Cena aluminium reaguje na makro i sankcje wobec Rusal

Spadek cen aluminium wynika przede wszystkim z wyłączenia z sankcji koncernu Rusal (Rosja), który jest drugim największym producentem aluminium na świecie z produkcją nieco poniżej 4 mln ton w skali roku. W połowie 2018 roku ceny aluminium oraz premie producentów znacząco wzrosły w reakcji na nałożone przez USA sankcje, które mogłyby objąć koncern Rusal. Dodatkowo obserwowany spadek cen napędza słabe momentum w Chinach oraz obawy inwestorów o dalszy wzrost gospodarczy.

Niższe oczekiwania odnośnie dywidendy

Naszym zdaniem najwyższe od lat zadłużenie (800 mln PLN na koniec 2018 roku; 1,7xEBITDA) oraz możliwe gorsze ściąganie należności w efekcie dużej ekspozycji na branżę budowlaną (około 60% obrotów) będzie powodować, że Zarząd bardziej konserwatywnie podeszcie do poziomu rekomendowanej dywidendy za 2018 rok. Zakładamy, że Kęty w 2019 roku wypłaci 19,4 PLN dywidendy na akcję (70% wyniku netto za 2018 rok) i będzie to drugi rok z rzędu spadku DPS. Warto zwrócić uwagę, że warunkiem realizacji polityki dywidendowej jest wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie niższym niż 2,0x (zakładamy, że na koniec 2019 roku ten sięgnie 1,9x).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	2 267,4	2 642,6	2 975,5	2 979,3	3 153,5
EBITDA	394,2	421,2	462,5	453,9	482,2
marża EBITDA	17,4%	15,9%	15,5%	15,2%	15,3%
EBIT	282,3	301,2	336,2	322,0	338,8
Zysk netto	277,9	236,4	264,0	240,5	253,0
P/E	11,5	13,5	12,2	13,4	12,7
P/CE	8,2	9,0	8,2	8,6	8,1
P/BV	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA	9,1	9,0	8,7	8,9	8,4
DPS	18,0	30,0	23,9	19,4	17,6
Dywid	5,3%	8,9%	7,1%	5,8%	5,2%

Cena bieżąca	336,50 PLN
Cena docelowa	324,30 PLN
Kapitalizacja	3,2 mld PLN
Free float	1,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,3 mln PLN

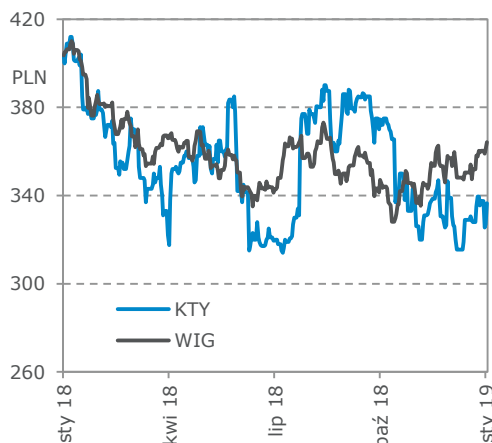
Struktura akcjonariatu

NN OFE	19,4%
Aviva OFE	18,6%
PZU Złota Jesień	10,0%
AEGON OFE	7,3%
Allianz OFE	5,2%
Pozostali	39,5%

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	324,30	309,30	trzymaj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Kęty	336,50	324,30	-3,6%

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

Analitik:

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 18 stycznia 2019 o godzinie 8:36.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 stycznia 2019 o godzinie 8:36.

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_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	redukuj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-29	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)	309,30	309,30	367,45	355,61	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72
kurs z dnia rekomendacji	343,00	365,50	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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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 Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

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

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

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

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