

# MFO

**Kupuj**  
(Inicjacja)

## Wzrostowy profil biznesu

**Cena docelowa: 78 PLN**  
**Potencjał wzrostu: +63%**

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla MFO od zalecenia „KUPUJ” z ceną docelową 78 PLN. MFO jest wiodącym producentem kształtowników stalowych zimnociętych, z ~30% udziałem w krajowym rynku profili dla stolarki okiennej PCV. Wśród klientów segmentu znajdują się czołowi europejscy producenci stolarki otworowej m.in.: Schuco, Drutex, Eko Okna, Aluplast, czy Veka. Spółka zajmuje się także produkcją profili specjalnych oraz spawanych na potrzeby branży okobudowlanej, meblarskiej, HVAC, motoryzacyjnej, przemysłu AGD oraz producentów paneli fotowoltaicznych. Ofertę spółki uzupełnia sprzedaż profili gipsowo-kartonowych dla branży budowlano-montażowej. Szacujemy że w ub.r. spółka sprzedała ~135 tys. ton profili stalowych, z czego ~75 tys. ton przypadło na segment profili okiennych, a ~40 tys. ton na profile specjalne i spawane. Eksport odgrywa dominującą rolę w strukturze sprzedaży z udziałem na poziomie ~55%. Wiodącymi odbiorcami produktów na eksport są Niemcy (~40%). W ub.r. spółka zakończyła proces inwestycyjny, a skumulowane inwestycje w latach 2017-2020 wyniosły 88mln PLN. W ich rezultacie moce produkcyjne wzrosły o >50%, w tym w segmencie profili specjalnych i GK wzrosły odpowiednio o 100%. Wolne moce produkcyjne oraz brak zadłużenia w środowisku gwałtownie rosnących cen stali pozwala spółce umacniać pozycję rynkową z uwagi na ograniczone możliwości dostępu do finansowania zewnętrznego u części konkurentów. Z drugiej strony patrząc na bilans, spółka jest wiarygodnym płatnikiem dla największych koncernów stalowych w Europie co ma kluczowe znaczenie w kontekście zwiększania udziałów rynkowych w otoczeniu, gdzie coraz trudniej jest o dostęp do stali (wysokie ceny frachtu, safeguard na rynku stali, cła eksportowe w Rosji).

W bieżącym roku zakładamy osiągnięcie przez spółkę ok. 120mln PLN zysku EBITDA, z czego 70mln PLN przypada na 1H'21. Z uwagi na ostatnią korektę cen stali zakładamy spadek wyniku w Q3'21 do 37mln PLN względem 44mln PLN w Q2'21. Biorąc jednak pod uwagę przesunięcie w realizowanych cenach względem notowań PUDS nie będziemy zaskoczeni jeżeli wyniki za Q3'21 okażą się lepsze względem naszych założeń. Nie spodziewamy się żeby w perspektywie najbliższych kilku lat spółka była w stanie powtórzyć wynik z 2021r, jednak EBITDA rzędu 60-65mln PLN powinna stać się standardem biorąc pod uwagę obecny potencjał produkcyjny (EV/EBITDA 4,5-5,0x), implikując FCFE yield na poziomie 12,5%.

Gwałtowne wzrosty cen stali (+100% ytd), problemy z dostępnością stali na unijnym rynku, ograniczony dostęp do finansowania bankowego mniejszych podmiotów, to czynniki które naszym zdaniem na dobre zmieniają otoczenie konkurencyjne w jakim działa MFO. Konsolidacja rynku jest przesądzona, kwestią jeszcze nierozstrzygniętą jest jedynie głębokość tej konsolidacji. W branży w której działa spółka stal stanowi ok. 80% kosztów w relacji do przychodów, w związku z czym podwojenie ceny stali szczególnie mocno dotyka podmioty o wysokim zadłużeniu, które nie są w stanie pozyskać dodatkowego finansowania bankowego na utrzymanie wolumenów zakupu stali. MFO miało na koniec Q1'21 16mln PLN zadłużenia netto oraz wolne limity kredytowe, dlatego też wzrost cen stali nie wpływa na konieczność ograniczenia produkcji tak jak ma to miejsce w przypadku mniejszych podmiotów z wysokim lewarem. Z punktu widzenia dostawców, jakimi są huty stali, dobra pozycja finansowa MFO przekłada się na mniejsze ryzyko regulowania należności, co powinno gwarantować spółce lepszą dostępność materiału (przy wysokim popycie oraz ograniczonej podaży huty preferują wiarygodnych płatników).

W ub.r. spółka zakończyła kolejny proces inwestycyjny, a skumulowane nakłady w latach 2017-2020 wyniosły 88mln PLN. W rezultacie spółka jest w stanie produkować dziś ~190 tys. ton profili stalowych rocznie względem 120 tys. ton w 2017r. Dotychczas w skutek wysokiego importu kształtowników do Europy i niższego popytu na stal w ub. latach spółka nie była w stanie w pełni wykorzystać swojego potencjału produkcyjnego. Sytuacja zmieniła się diametralnie w br. gdy na skutek wzrostu cen stali, ograniczenia produkcji i konkurencji, mniejszego importu profili do Europy, klienci zaczęli poszukiwać alternatywnych źródeł zaopatrzenia, które gwarantowały ciągłość dostaw na czym zyskuje MFO. Dodatkowo spółka opiera swój wzrost na rozwoju klientów tj. krajowej branży stolarki otworowej oraz meblarskiej, która systematycznie zwiększa udziały w unijnym rynku. Rynek farm PV w Polsce, który rozwijają się w tempie >1GW rocznie implikuje dodatkowy popyt na konstrukcje stalowe w wysokości ok. 50 tys. ton rocznie i stanowi dla spółki atrakcyjny obszar sprzedaży w kolejnych latach.

**Czynniki ryzyka.** 1) Problem z dostępnością pracowników w sytuacji dalszej rozbudowy mocy produkcyjnych, 2) Ograniczona dostępność blachy ocynkowanej, 3) Poszerzenia kompetencji przez centra serwisu stali o usługę profilowania na potrzeby lokalnego rynku, 4) Wewnętrzna produkcja profili przez klientów z branży stolarki otworowej.

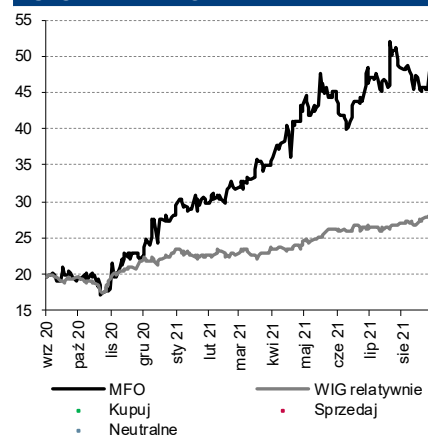
mIn PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	428,7	438,9	428,5	909,6	763,7	772,9
EBITDA	37,6	37,8	36,2	120,1	59,0	59,6
EBIT	34,9	33,9	31,2	114,7	53,2	53,5
Zysk netto	27,9	25,4	27,0	91,8	41,6	42,4
EPS (PLN)	4,22	3,85	4,08	13,89	6,29	6,41
P/E (x)	11,3	12,4	11,7	3,4	7,6	7,5
EV/EBITDA (x)	9,4	9,5	9,2	2,9	5,2	4,8
P/BV (x)	2,2	2,0	1,7	1,2	1,1	1,0
DY (%)	1,3%	1,8%	0,0%	2,1%	7,3%	3,9%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

### DANE SPÓŁKI

Ticker	MFO		
Sektor	Przemysł metalowy		
Kurs (PLN)	47,80		
52 tyg. min/max (PLN)	16 / 53		
Liczba akcji (mln szt.)	6,6		
Kapitalizacja (mIn PLN)	316		
Free-float	19,6%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0,28		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,4%	5,8%	121,3%

### KURS NA TLE WIG



### HISTORIA REKOMENDACJI

Data Wycena

### AKCJONARIAT

Udział %

Tomasz Mirski	31,9%
Marek Mirski	30,4%
TFI Santander	7,5%
TFI Aviva Investors	5,6%
OFE PZU	5,0%

### WAŻNE DATY

Raport za 2Q21	23.09.2021
Raport za 3Q21	25.11.2021

### ANALITYK

Łukasz Rudnik	(22) 330 11 22
	l.rudnik@trigon.pl

**MFO**

Bloomberg ticker

MFO PW

**Rekomendacja**
**Cena docelowa (PLN)**
**Kupuj**  
**78,0**
**Kurs (PLN)**
**Potencjał wzrostu**
**47,8**  
**63%**

Poprzednia rekomendacja

Poprzednia cena docelowa (PLN)

Liczba akcji (mln)

6,6

Kapitalizacja (mln PLN)

316

EV (mln PLN)

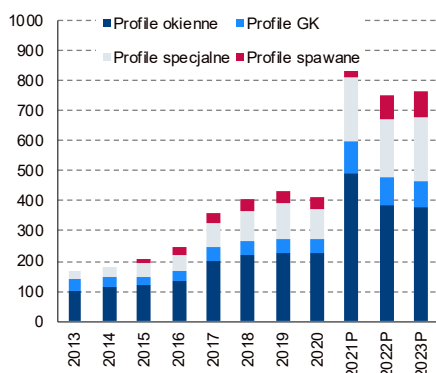
334

Łukasz Rudnik

lukasz.rudnik@trigon.pl

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	12,4	11,7	3,4	7,6	7,5
P/E skor. (x)	12,4	11,7	3,4	7,6	7,5
P/BV (x)	2,0	1,7	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	11,0	9,2	2,9	5,2	4,8
EV/EBITDA skor. (x)	11,0	9,2	2,9	5,2	4,8
EV/Sprzedaż (x)	0,9	0,8	0,4	0,4	0,4
FCF Yield (%)	2,1%	5,4%	-2,3%	20,3%	11,3%
DY (%)	1,8%	0,0%	2,1%	7,3%	3,9%

Wskaźniki finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EPS (PLN)	3,8	4,1	13,9	6,3	6,4
EPS skor. (PLN)	3,8	4,1	13,9	6,3	6,4
DPS (PLN)	0,8	0,0	1,0	3,5	1,9
BVPS (PLN)	24,3	28,3	41,2	44,1	48,6
Liczba akcji (mln)	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Kapitalizacja (mln PLN)	316	316	316	316	316
EV (mln PLN)	358	334	349	308	285

**Przychody wg segmentów**

**Rachunek zysków i strat (mln PLN)**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>438,9</b>	<b>428,5</b>	<b>909,6</b>	<b>763,7</b>	<b>772,9</b>
Koszty wytworzenia	227,7	229,1	492,2	387,6	378,8
Zysk brutto ze sprzedaży	44,4	46,9	104,0	92,2	87,6
<b>EBITDA</b>	<b>37,8</b>	<b>36,2</b>	<b>120,1</b>	<b>59,0</b>	<b>59,6</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>37,8</b>	<b>36,2</b>	<b>120,1</b>	<b>59,0</b>	<b>59,6</b>
Amortyzacja	3,8	5,0	5,4	5,8	6,1
EBIT	33,9	31,2	114,7	53,2	53,5
Zysk brutto	31,7	33,1	113,3	51,3	52,3
Zysk mniejszości	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Zysk netto	25,4	27,0	91,8	41,6	42,4
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>25,4</b>	<b>27,0</b>	<b>91,8</b>	<b>41,6</b>	<b>42,4</b>

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

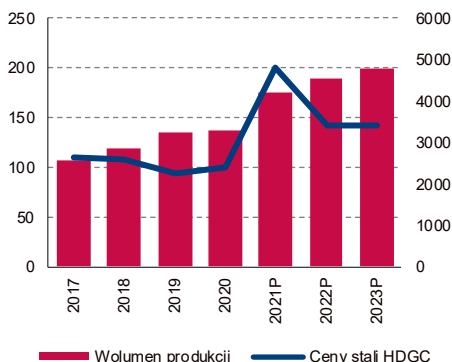
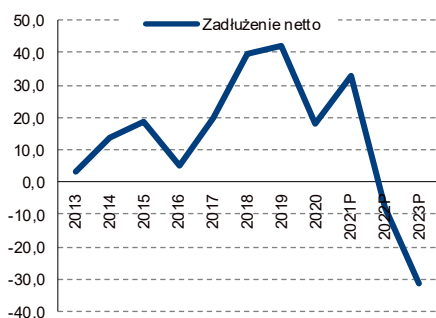
	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przeprawy z działalności operacyjnej</b>	<b>20,4</b>	<b>36,1</b>	<b>7,1</b>	<b>76,0</b>	<b>46,6</b>
<b>Przeprawy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-13,8</b>	<b>-19,0</b>	<b>-14,4</b>	<b>-12,0</b>	<b>-11,0</b>
CAPEX	-13,8	-19,1	-14,5	-12,0	-11,0
<b>Przeprawy z działalności finansowej</b>	<b>-3,4</b>	<b>-8,5</b>	<b>22,3</b>	<b>-63,3</b>	<b>-12,5</b>
Dywidenda	5,6	0,0	6,6	22,9	12,5
FCF	6,7	16,9	-7,4	64,0	35,6
Przeprawy pieniężne netto	3,3	8,7	15,0	0,8	23,2

**Bilans (mln PLN)**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa</b>	<b>286,2</b>	<b>311,4</b>	<b>466,9</b>	<b>433,8</b>	<b>464,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	114,0	114,0	114,4	123,2	129,5
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartości niematerialne i prawne	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8
Gotówka	23,6	33,1	47,3	48,1	71,3
<b>Pasywa</b>	<b>286,2</b>	<b>311,4</b>	<b>466,9</b>	<b>433,8</b>	<b>464,5</b>
Kapitał własny	160,3	187,3	272,5	291,1	321,0
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania oprocentowane	65,4	51,2	80,3	40,0	40,0
Dług netto skor.	41,8	18,1	33,0	-8,1	-31,3
Kapitał obrotowy netto	89,2	84,1	178,5	149,9	151,7

**Wskaźniki operacyjne**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wzrost sprzedaży (%)	2%	-2%	112%	-16%	1%
wzrost EPS skor. (%)	-9%	6%	240%	-55%	2%
marża brutto na sprzedaży (%)	10,1%	10,9%	11,4%	12,1%	11,3%
marża EBITDA skor. (%)	8,6%	8,5%	13,2%	7,7%	7,7%
marża EBIT (%)	7,7%	7,3%	12,6%	7,0%	6,9%
marża netto skor. (%)	5,8%	6,3%	10,1%	5,4%	5,5%
ROE (%)	16,9%	15,5%	39,9%	14,8%	13,8%
ROA (%)	9,3%	9,0%	23,6%	9,2%	9,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,1%	4,5%	1,6%	1,6%	1,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3,6	3,8	2,7	2,1	1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	0,5	0,3	-0,1	-0,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	69	74	53	78	71
Cykl rotacji zapasów (dni)	57	65	52	78	71
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	36	35	21	32	29
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	23	26	21	31	28

**Prognoza cen HDGC i szacowany wol. sprzedaży**

**Zadłużenie netto**


Źródło: Spółka, Trigon DM

## Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne .....	4
Wycena dochodowa.....	8
Wycena porównawcza .....	9
MFO - model biznesowy i strategia .....	10
Czynniki ryzyka / Analiza SWOT .....	16
Założenia finansowe .....	17

## Podsumowanie inwestycyjne

**Rekordowy kwartał za nami, ale perspektywy pozostają bardzo dobre.** Analizując trajektorie cen kształtowników giętych na zimno prezentowaną przez PUDS (gru'20 ~3500 PLN/t, mar'21 ~4500 PLN/t, cze'21 ~6650 PLN/t, lip'21 ~6450 PLN/t, sie'21 ~5950 PLN/t), zakładamy że po osiągnięciu 25mln PLN zysku EBITDA w Q1 oraz 45mln PLN w Q2, w nadchodzącym kwartale EBITDA wyniesie ok. 35mln PLN, a w całym roku zbliży się do 115mln PLN. Szacujemy, że cena stali która wejdzie na magazyn w Q3'21 będzie o ok. 100 EUR/t wyższa niż w Q2'21 (bazując na komunikatach AM). Uwzględniając ok. miesięczne przesunięcie w cenniku spółki względem PUDS, zakładamy że wyniki lipca będą zbliżone do czerwca, a od sierpnia nastąpi stopniowa erozja. Zakładamy utrzymanie wolumenu sprzedaży na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów, który szacujemy na 45 tys. ton (175 tys. ton w całym 2021r tj. +40 tys. ton r./r.). Przy okazji wyników rocznych zarząd może zaprezentować strategię na kolejne 3 lata.

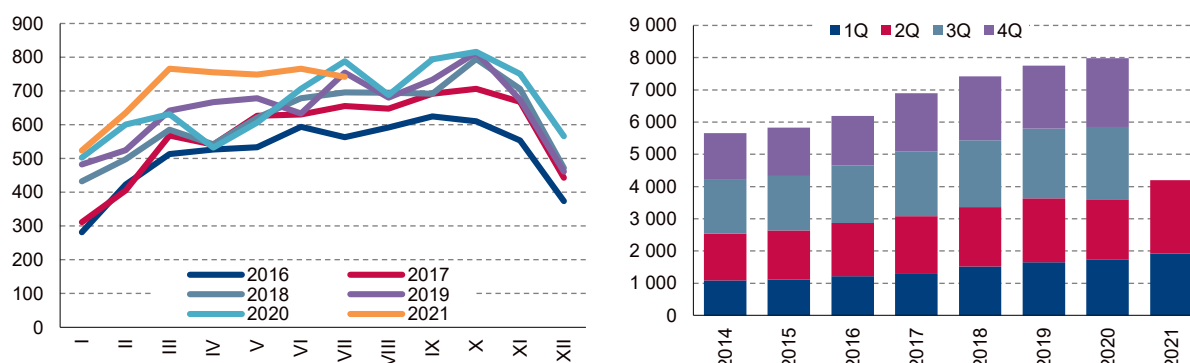
### MFO: Prognoza wyników za III kw.'21

mIn PLN	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21P	y/y	q/q 2Q21W	
Przychody	103,6	119,8	176,4	236,5	260,0	151%	10%	234,3
EBITDA	7,7	14,7	25,0	43,1	37,4	384%	-13%	44,2
EBIT	6,5	13,4	23,7	41,7	36,0	457%	-14%	42,8
Zysk netto	5,7	11,3	19,0	33,4	29,0	406%	-13%	34,1
P/E12M trailing	15,6	11,7	8,4	4,5	3,4			
EV/EBITDA 12M trailing	10,2	9,2	6,4	3,3	2,3			

Źródło: MFO, Trigon DM

**Wzrost sprzedaży profili okiennych oparty o ekspansję klientów.** Produkcja profili okiennych odpowiada za ok. 50% osiągniętych przez spółkę przychodów. Ok. 60% produkcji profili okiennych trafia na rynek krajowy, co przekłada się na ok. 30% udział w krajowym rynku. Wśród największych klientów MFO znajdują się głównie europejscy oraz krajowi producenci stolarki otworowej tacy jak: Schuco, Drutex, Eko Okna, czy Aluplast. Profile okienne produkowane są do większości systemów okiennych w tym: Aluplast, profine-Group (KBE, Trocal, Kommerling), Plustec, Rehau, Roplasto, Schuco, Spectus, Veka, Avantgarde, Deco. Inwestycje rozwojowe krajowych spółek, które przejmują udziały w europejskim rynku od zachodnich podmiotów powinny przekładać się na utrzymanie wzrostu sprzedaży profili okiennych w kolejnych latach.

### Produkcja okien z tworzywa sztucznego w Polsce (tys. sztuk)

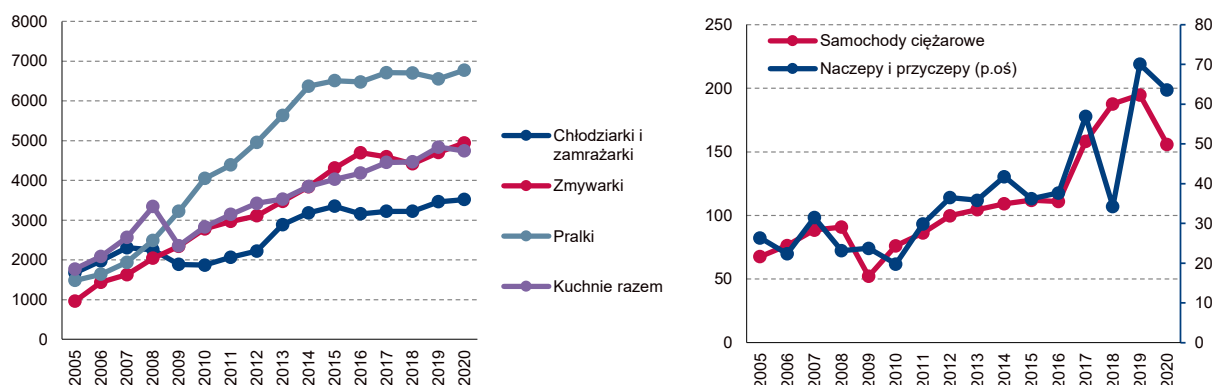


Źródło: GUS, Trigon DM

**Rosnące znaczenia sektora przemysłowego i eksportu.** Obecnie sprzedaż eksportowa obejmuje ~50 rynków zagranicznych i stanowi ~55% sprzedaży. Rynek niemiecki, który jest największym rynkiem eksportowym posiada ok. 40% udział w sprzedaży zagranicznej. Ekspansja spółki na rynkach zagranicznych odbywa się będzie

głównie w wyrobach wysokomarżowych takich jak profile specjalne, które obecnie stanowią ok. 30% w strukturze przychodów, przy czym ~75% sprzedaży trafia na eksport. Zakładamy, że kolejne inwestycje w park maszynowy będą dedykowane profilom specjalnym, co będzie się wiązać z rosnącym udziałem sektora przemysłowego w strukturze przychodów (branża motoryzacyjna, meblarska, agrotechniczna, systemy przeciwpożarowe, rolety, bramy garażowe). W rezultacie udział sektora okołobudowlanego, który obecnie dominuje w strukturze przychodów (profile okienne 50-55%, profile GK 10%) będzie stopniowo ograniczany i w perspektywie kilku lat zrówna się z sektorem przemysłowym (profile specjalne i spawane).

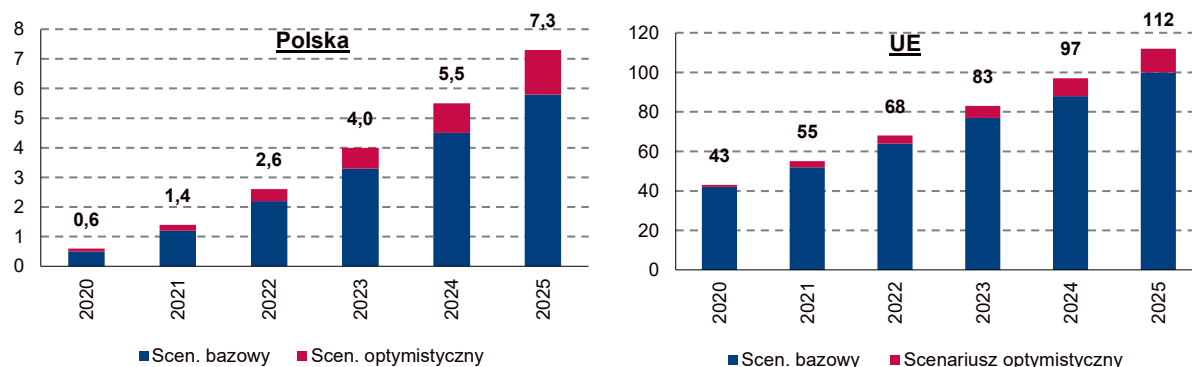
**Produkcja dużego AGD oraz samochodów ciężarowych i naczep w Polsce (tys. sztuk)**



Źródło: GUS, Trigon DM

**Potencjał w konstrukcjach do farm solarnych.** Biorąc pod uwagę dynamiczny rozwój farm solarnych w Polsce, nie wykluczamy inwestycji spółki w linie do profili specjalnych dedykowanych do farm PV. Szacujemy, że na 1MW farmy PV zużywa się ok. 50 ton stali, co przy założeniu 1GW nowych farm PV rocznie implikuje popyt na konstrukcje stalowe rzędu ok. 50 tys. ton profili stalowych. Biorąc pod uwagę istotne zwiększenie mocy produkcyjnych w profilach specjalnych w ub. latach w nadchodzących kwartałach nie wykluczamy, że spółka wolne moce będzie alokować właśnie w segmencie konstrukcji stalowych dedykowanych farmą PV.

**Prognoza IEA dla farm fotowoltaicznych**



Źródło: IEA, Trigon DM

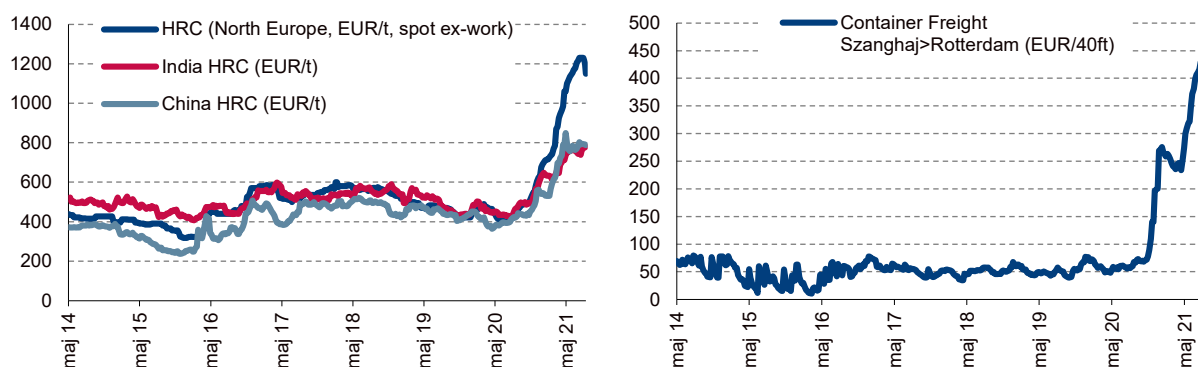
**Mocny bilans umacnia pozycję konkurencyjną.** Strategia spółki polegająca na utrzymaniu niskiego poziomu zadłużenia przynosi szczególne korzyści w obecnych czasach, gdy firmy ubezpieczeniowe oraz kredytujące zacieśniają politykę finansowania wobec podmiotów o wyższym poziomie zadłużenia i wysokim wykorzystaniu przyznaných limitów kredytowych/ubezpieczeniowych. Jest to o tyle istotne, że po ~100% wzroście cen stali na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy, przyznany limit kredytu obrotowego/



ubezpieczenia należności pozwala na sfinansowanie jedynie ~50% dotychczasowych wolumenów. Dla spółek takich jak MFO, jest to okazja do pozyskania nowych klientów i zwiększenia udziałów rynkowych. Nowi klienci pozostaną naszym zdaniem ze spółką na dłużej, ponieważ ta gwarantuje zapewnienie ciągłości dostaw nawet w sytuacji rosnących cen materiału. Efekty skali jest jedną z podstawowych przewag konkurencyjnych. Spółka dokonuje znacznych zakupów bezpośrednio w hutach, co względem rozdrobnionej konkurencji pozwala pominąć marże dystrybutora. Przy rynku producenta, huty mogą wymagać od klientów większych przedpłat co wypycha z rynku mniej wiarygodne podmioty.

**Brak stali w Europie przyspieszy procesy konsolidacyjne na rynku przetwórców. 1) Europejski „Safeguard”, CBAM, cła eksportowe z Rosji** - w czerwcu UE pomimo dużych obaw zgłaszanych przez end-userów zdecydowała się przedłużyć okres obowiązywania europejskiego safeguardu na okres 3 lat przy średniorocznym wzroście kontyngenty na poziomie 3%, natomiast od 1 sierpnia Rosja wprowadziła cło eksportowe na metale, w tym na stal w przypadku, której cło wynosi 15%. Decyzje administracyjne będą skutkować ograniczeniem napływu stali na rynek unijny, pośrednio wpływając na ograniczenie wolumenów produkcyjnych u mniejszych podmiotów, którzy w dużym stopniu opierają produkcję o materiał importowany; **2) Ceny frachtu ograniczają import stali z kierunku** - obecne ceny frachtu kontenerów drogą morską na trasie Szanghaj-Rotterdam wynoszą niespełna 14000 USD/40ft, wobec 2000 USD/40ft w listopadzie ub.r. Biorąc pod uwagę, że maksymalna waga załadunku kontenera to ~27 ton, koszt transportu drogą morską w przeliczeniu na tonę stali wynosi ~450 EUR/t, wobec 60 EUR/t w ub.r. Porównując to z ceną stali na rynkach azjatyckich, która wynosi obecnie ~800 EUR/t, koszt zakupu stali z uwzględnieniem kosztów transportu przewyższa ceny stali oferowane na europejskim rynku; **3) Ograniczona podaż rudy żelaza** - ubiegłoroczne ograniczenia produkcji stali w Europie spowodowały, że producenci rudy żelaza przekierowali swoją sprzedaż na rynek chiński, który odnotował w ub.r. rekordową produkcję stali. W rezultacie ograniczeń podaży po stronie rudy żelaza i utrzymującego się wysokiego popytu z Chin, europejscy producenci stali mieli w H1'21 problemy z dostępnością rudy żelaza na rynku.

**Ceny HRC w Europie, Indiach, Chinach oraz koszty frachtu Szanghaj-Rotterdam w przeliczeniu na tonę stali**



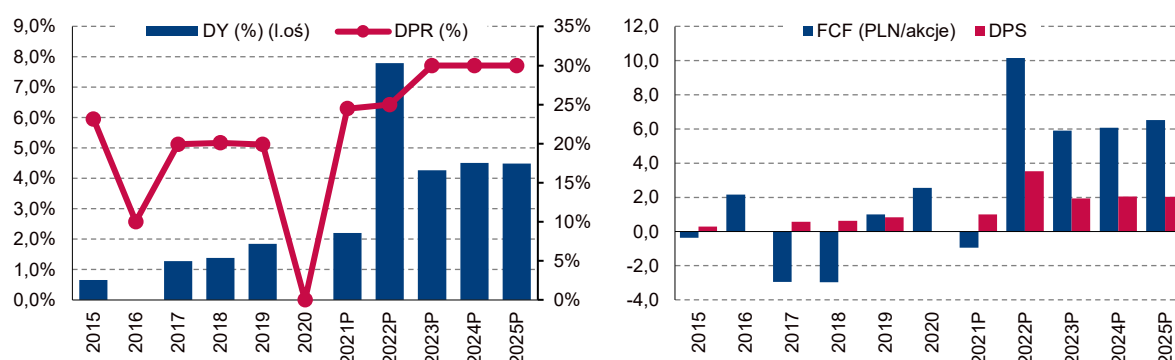
Źródło: Bloomberg, Trigon DM, maksymalny załadunek kontenera na poziomie 27 ton

**Szansa na poprawę marży jednostkowej dzięki rosnącym udziałom profili specjalnych**. Bazując na historycznej prezentacji spółki szacujemy, że najwyższe marże w przeliczeniu na mb produkcji osiąga segment profili specjalnych (~1500 PLN/mb), kolejno plasuje się segment profili spawanych (~1000 PLN/mb), profili okiennych (~300 PLN/mb) i profili GK (200 PLN/mb). W ujęciu procentowym w latach 2015-2017 osiągnięta w Q1 marża brutto na sprzedaży wynosiła odpowiednio: 1) profile okienne 6%/9%13%, 2)

profile GK 6%/14%/22%, 3) profili spawane 15%/12%/16%, 4) profile specjalne 28%/32%/24%. Tym samym profile okienne pomimo 50% udziału w przychodach stanowiły 28-38% w osiąganym w tym okresie zysku brutto na sprzedaży. Z kolei profile specjalne z ok. 25% udziałem w przychodach generowały od 30-54% ZBnS.

**Powrót do dywidendy.** W ub.r. w związku z zawirowaniami popytowo-podażowymi na rynku oraz gwałtownym spadkiem cen stali zarząd zdecydował o niewypłaceniu dywidendy. W poprzednich latach 2018-2019 spółka przeznaczala na dywidendę ok. 20% rocznego zysku netto. Biorąc pod uwagę zakończenie w ub.r. dużych projektów inwestycyjnych oraz bardzo dobre wyniki w 1H'21 wsparte odbudową popytu oraz wyższymi cenami stali, zakładamy że spółka zwiększy DPR w kolejnych latach do poziomu 30%, co zgodnie z naszymi prognozami implikuje 3,5 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2021r, wobec 1 PLN/akcje wypłaconej w br.

#### Parametry dywidendy w latach 2015-2020 oraz prognoza na 2021-2025 rok



Źródło: Trigon DM

**Ryzykiem presja na wynagrodzenia i ograniczona podaż pracowników.** Zakładamy utrzymanie tendencji z ostatnich lat gdzie presja płacowa wynosiła ok. 6-8% rocznie. Zwracamy jednak uwagę, że koszty świadczeń pracowniczych stanowią ok. 6% kosztów rodzajowych tj. 25mln PLN w skali roku, w związku z czym wzrost ten będzie naszym zdaniem w całości rekompensowany poprawą efektywności produkcyjnej oraz lepszym miksem produktowym (wzrost udziału profili specjalnych). W związku z rozbudową mocy produkcyjnych tegoroczne zatrudnienie w spółce ma się zwiększyć o ok. 50 etatów (340 etatów na koniec 2021r).

**Założenia długoterminowe i zmiana prognoz.** W ub. latach marża EBITDA w przeliczeniu na tonę stali znajdowała się w przedziale 270-315 PLN/t. Br. będzie wyjątkowy i marża ta wzrośnie naszym zdaniem do 690 PLN/t przy założeniu sprzedaży na poziomie 175 tys. ton profili. Zakładamy fundamentalną zmianę na rynku (konsolidacja branży przez wypadnięcie mniejszych podmiotów), która pozwoli MFO zwiększyć sprzedaż do poziomu 200 tys. ton profili stalowych w perspektywie 2-3 lat, przy utrzymaniu jednostkowej marży EBITDA na poziomie 300 PLN/t, implikując tym samym >60mln PLN rocznego zysku EBITDA, a FCFE yield wyniesie ponad 12%. Szczegółowe założenia operacyjne prezentujemy na stronie 17.

Zmiany prognoz mIn PLN	2021P			2022P			2023P		
	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	910	793	15%	764	663	15%	773	710	9%
EBITDA	120,1	78,1	54%	59,0	55,5	6%	59,6	60,2	-1%
EBIT	114,7	72,9	57%	53,2	49,8	7%	53,5	54,3	-2%
Zysk netto	91,8	57,7	59%	41,6	39,1	6%	42,4	43,8	-3%

Źródło: Trigon DM

## Wycena dochodowa

Jako metodę wyceny dochodowej stosujemy model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

### Założenia do wyceny:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2%;
- Premia za ryzyko 7,5%;
- Beta nielewarowana na poziomie 1x;
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym 1%.

### MFO: Wycena DCF

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Wolumen*</b>	<b>119</b>	<b>135</b>	<b>136</b>	<b>174</b>	<b>188</b>	<b>198</b>	<b>204</b>	<b>209</b>	<b>212</b>	<b>214</b>	<b>214</b>	<b>214</b>	<b>215</b>
Profile okienne	62	71	77	97	99	101	101	101	101	101	101	101	101
Profile GK	15	16	18	23	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Profile spawane	10	12	15	17	19	21	22	23	24	25	25	25	25
Profile specjalne	28	35	31	38	46	52	56	60	62	63	63	63	64
<b>Przychody</b>	<b>405</b>	<b>431</b>	<b>415</b>	<b>900</b>	<b>754</b>	<b>763</b>	<b>785</b>	<b>806</b>	<b>818</b>	<b>824</b>	<b>826</b>	<b>828</b>	<b>830</b>
Profile okienne	219	228	229	492	388	379	379	379	379	379	379	379	379
Profile GK	48	44	47	104	92	88	89	89	89	89	89	89	89
Profile spawane	36	41	45	90	79	84	88	92	96	100	101	101	102
Profile specjalne	101	118	94	213	195	213	229	245	254	256	257	259	260
<b>Przychody razem</b>	<b>429</b>	<b>439</b>	<b>428</b>	<b>910</b>	<b>764</b>	<b>773</b>	<b>793</b>	<b>814</b>	<b>826</b>	<b>832</b>	<b>834</b>	<b>836</b>	<b>838</b>
EBITDA	38	38	36	120	59	60	61	63	64	65	64	64	64
<i>marża EBITDA</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>13,2%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>
<i>EBITDA / t</i>	<i>316</i>	<i>280</i>	<i>267</i>	<i>688</i>	<i>313</i>	<i>300</i>	<i>300</i>	<i>301</i>	<i>303</i>	<i>303</i>	<i>301</i>	<i>300</i>	<i>299</i>
EBIT	35	34	31	115	53	53	55	56	58	58	58	58	57
<i>marża EBIT</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,3%</i>	<i>12,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,8%</i>
<i>EBIT / t</i>	<i>293</i>	<i>251</i>	<i>230</i>	<i>657</i>	<i>282</i>	<i>270</i>	<i>269</i>	<i>270</i>	<i>272</i>	<i>271</i>	<i>270</i>	<i>268</i>	<i>267</i>
Efektyn na stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>93</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>46</b>
Amortyzacja				5	6	6	6	6	7	7	7	7	7
CAPEX				-14	-12	-11	-11	-10	-9	-9	-8	-8	-7
Zmiana w kapitale obrotowym				-94	29	-2	-4	-4	-2	-1	0	0	0
<b>FCF</b>				<b>-11</b>	<b>66</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>46</b>
D/(E+D)				22,8%	12,1%	11,1%	10,2%	9,4%	8,7%	8,1%	7,6%	7,1%	6,7%
Beta lewarowana				1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt długu po opodatkowaniu				2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Koszt kapitału własnego				11,3%	10,3%	10,3%	10,2%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%
WACC				9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Współczynnik dyskontujący				0,92	0,84	0,76	0,70	0,64	0,58	0,53	0,49	0,45	0,41
<b>Suma DFCF</b>				<b>231</b>									
Stopa rezydualna				1,0%									
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>				<b>224</b>									
Dług netto				18									
Zobowiązania warunkowe				0									
Dywidenda				6,6									
Aktywa podatkowe				0									
<b>Wartość spółki na dzień (1.1.2021)</b>				<b>430</b>									
<b>Wartość spółki na dzień (6.9.2021)</b>				<b>463</b>									
Ilość akcji (mln. szt)				6,6									
<b>Wartość spółki na 1 akcje (6.9.2021)</b>				<b>70,1</b>									
<b>Cena docelowa 12M</b>				<b>78,0</b>									
Obecny kurs rynkowy				47,8									
Dyskonto / (premia)				63%									

Analiza w rażliwości	WACC					
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	
odch. jednostkowy	-45	72,7	67,4	62,7	58,5	54,8
marży	-30	78,5	72,8	67,8	63,4	59,4
EBIT (PLN/t)	-15	84,3	78,2	72,9	68,2	64,0
	0	90,1	83,7	<b>78,0</b>	73,0	68,5
	15	95,9	89,1	83,1	77,8	73,1
	30	101,7	94,5	88,2	82,6	77,6
	45	107,5	100,0	93,3	87,5	82,2

Źródło: Trigon DM, \* szacunki własne



## Wycena porównawcza

Główni konkurenci spółki na rynku polskim tj. Bimerg, Landsberg, Profil Wojokwoice, Welser Profile, Wuppermann, Serwistal nie są podmiotami giełdowymi dlatego wycena porównawcza bazuje na polskich spółkach przemysłowych z ekspozycją na segment metali. W wycenie porównawczej nie prezentujemy spółek dystrybuujących (Bowim, Stalprofil, Drozapol) z uwagi na dużą zmienność ich wyników w przeszłości, wynikającą z bardzo dużej korelacji z ceną stali.

- 1) Wycena na podstawie mediany wskaźnika P/E dla lat 2022-23P.
- 2) Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2022-23P.

Ostateczna wycena porównawcza jest średnią z dwóch powyższych metod. Każdej z nich przypisujemy równą wagę 50%.

### MFO: wycena porównawcza

	EV/EBITDA				P/E				EV/EBIT			
	2020	2021P	2022P	2023P	2020	2021P	2022P	2023P	2020	2021P	2022P	2023P
MFO	9,2	2,9	5,2	4,8	11,7	3,4	7,6	7,5	10,7	3,0	5,8	5,3
<b>Polski przemysł</b>	<b>9,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>5,0</b>	<b>15,1</b>	<b>7,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>14,0</b>	<b>6,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,2</b>
Alumetal	10,2	5,6	7,2	6,8	16,6	6,9	10,2	9,9	15,0	6,7	9,3	8,8
Cognor	8,6	3,5	5,1	4,6	23,2	5,4	9,0	8,2	14,7	4,4	7,5	6,8
Kęty	10,4	8,8	9,5	9,2	14,9	12,0	13,7	13,2	13,3	10,7	12,0	11,7
Mangata	9,7	7,2	6,0	5,2	15,4	10,7	9,0	8,0	18,1	11,5	9,0	7,6
Raw lplug	7,2	5,1	5,3	4,9	11,8	8,0	9,1	8,4	10,3	6,6	7,2	6,6
Stalprodukt	3,9	2,7	2,8	2,6	11,0	7,4	11,1	12,0	6,9	4,2	5,0	4,6
<b>Wycena cząstkowa</b>	<b>288</b>	<b>582</b>	<b>315</b>	<b>305</b>	<b>408</b>	<b>707</b>	<b>402</b>	<b>387</b>				
Waga roku	0%	0%	50%	50%	0%	0%	50%	50%				
<b>Wycena cząstkowa</b>			<b>310</b>				<b>395</b>					
Waga w skaźnika			50%				50%					
<b>Wycena porównawcza</b>	<b>53,3</b>											
<b>TP 12M</b>	<b>58,6</b>											

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Wskaźniki dla MFO są przyjęte zgodnie z naszymi projekcjami. Wartości wskaźników spółek krajowych oparta jest o prognozy Trigon DM. Nie dokonywaliśmy korekty o zdarzenia jednorazowe.

## Podsumowanie wycen

### MFO: Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wycen	Wycena bieżąca	Wycena 12M	Waga	Target price	Upside
DCF	70,1	78,0	100%	78,0	63%
Porównawcza	53,3	58,6	0%		

Źródło: Trigon DM

Wycena na podstawie modelu DCF implikuje 63% potencjału wzrostu kursu, natomiast wycena porównawcza 23%. Z uwagi na brak spółek porównawczych o identycznym profilu działalności 100% wagi przypisujemy metodzie DCF. **Nasza ostateczna 12-miesięczna cena docelowa wynosi 78 PLN na akcję i implikuje 63% potencjału wzrostu kursu z obecnego poziomu.**

### Porównanie wskaźników P/E i EV/EBITDA przy obecnym kursie i na naszej cenie docelowej

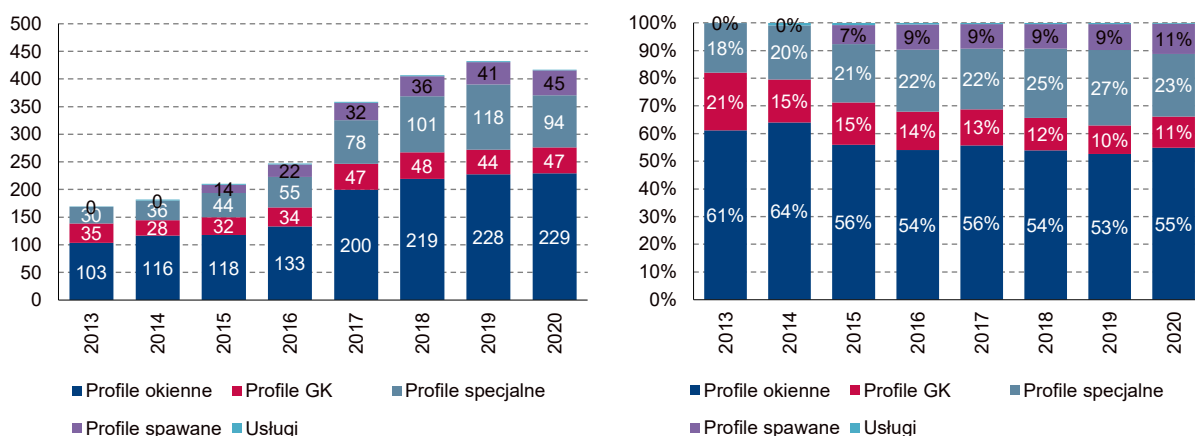
	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
<b>Wskaźniki bazujące na cenie bieżącej</b>									
MFO	3,4	7,6	7,5	2,9	5,2	4,8	3,0	5,8	5,3
	6,6		12FWD	4,6		12FWD	5,1		12FWD
<b>Wskaźniki bazujące na cenie docelowej</b>									
MFO	5,6	12,4	12,2	4,6	8,6	8,1	4,8	9,5	9,0
	12FWD		12,2	12FWD		8,2	12FWD		9,2

Źródło: Trigon DM

## MFO - model biznesowy

**Profil działalności.** MFO jest krajowym liderem wśród producentów wyrobów stalowych i wzmocnień do stolarki otworowej. Podstawową działalnością spółki jest produkcja profili zimnociętych dla wytwórców stolarki okiennej z PCV oraz profili specjalnych dla branży konstrukcyjnej, automotive, instalatorskiej i klimatyzacyjnej. Kompetencje produkcyjne spółki uzupełniają profile do zabudowy gipsowo-kartonowej. Ofertę spółki stanowi ponad 1000 kształtów wzmocnień oraz kształtowników specjalnych. W pierwszym etapie rozwoju spółka nakierowana była na produkcję profili na potrzeby stolarki okiennej PCV. Szacujemy, że produkcja profili okiennych w '20 wyniosła ~75 tys. ton, a udział spółki w krajowym rynku szacowany jest na ok. 30%. W 2007 roku spółka zaistniała jako producent profili specjalnych, natomiast w ramach środków pozyskanych z emisji w 2013 roku rozbudowano zaplecze produkcyjne w obszarze profili specjalnych oraz spawanych. Produkty te charakteryzują się najwyższą marżą w całej strukturze sprzedaży.

### Przychody wg segmentów w latach 2013-2020



Źródło: Spółka, Trigon DM

**Klienci.** Wśród największych klientów spółki znajdują się głównie europejcy oraz krajowi producenci stolarki otworowej tacy jak: Schuco, Drutex, Eko Okna, czy Aluplast. Udział żadnego z ~700 klientów nie przekracza 10%, natomiast udział 10 największych klientów szacujemy na ~30% przychodów ze sprzedaży, wobec 36% w 2014 roku. Kluczowym rynkiem eksportowym są Niemcy, z udziałem na poziomie ~40%, wśród istotnych kierunków, których udział w eksporcie oscyluje w okolicach 10% znajdują się także Włochy, Rumunia, Litwa, czy Hiszpania. 1) Profile okienne produkowane są do większości systemów okiennych w tym: Aluplast, profine-Group (KBE, Trocal, Kommerling), Plustec, Rehau, Roplasto, Schuco, Spectus, Veka, Avantgarde, Deco. Oferta dedykowana jest do ponad 100 odbiorców zlokalizowanych m.in. w Polsce, Niemczech, Austrii, Rumunii, Włoszech czy w Hiszpani. 2) Profile spawane dedykowane są głównie do producentów ogrodzeń oraz bram garażowych, natomiast 3) profile specjalne do odbiorców z sektora budownictwa, elementów konstrukcyjnych, automotive, branży HVAC, instalatorskiej, rolnictwa, AGD, meblarskiej i wyposażenia wnętrz. Profile specjalne wykorzystywane są jako elementy ekranów dźwiękochłonnych, wsporniki klimatyzacji, prowadnice foteli samochodowych, rury zderzeniowe, dźwigary modułowe, ościeżnice, kanały kablowe, sufity podwieszane, słupki ogrodzeniowe, systemy przeciwpożarowe, regały magazynowe, elementy szaf elektrycznych, systemy podłóg podniesionych, elementy do budowy maszyn, elementy przyczep/naczep samochodowych. Wysokie marże osiągnięte na profilach specjalnych powodują, że ok. 75% sprzedaży kierowane jest na rynki zagraniczne. 4) Profile gipsowo-kartonowych

(GK) znajdują zastosowanie przy suchej zabudowie, a odbiorcami jest głównie branża budowlano-montażowa. Niski udział eksportu w strukturze sprzedaży (~20%) wynika głównie z niskiego poziomu marż osiąganych na tym asortymencie co ogranicza zasięg geograficzny sprzedaży. Żaden z blisko 700 klientów nie przekracza 10% w skonsolidowanej sprzedaży, a wszystkie należności dla których stosowany jest odroczonej termin płatności są ubezpieczone.

**Przychody wybranych producentów stolarki otworowej oraz mebli w Polsce**

mln PLN	2016	2017	2018	2019	2020	mln PLN	2016	2017	2018	2019	2020
Eko Okna	633	915	1261	1732	2028	Agata Meble	1 376	1 373	1 572	1 860	1 771
Drutex	733	816	926	974		Comforty	1 090	1 314	1 399	1 294	-
Dovista	792	866	871	847	737	Forte	1 084	1 089	1 101	1 177	1 160
Fakro sp. z o.o.	568	579	664	619	618	Black Red White	-	1 010	1 022	1 157	-
w tym od jednostel	213	219	265	211	188	Nowy Styl	-	648	755	833	762
Fakro PP sp. z o.o.	345	362	379	441	401	Grupa G3	556	607	629	695	614
Oknoplast	531	550	613	656		Szynaka Meble	600	623	630	677	645
Wisniowski	458	507	605	656		Wójcik	433	438	482	538	549
Rehau	481	530	593	628	573	DFM	376	445	376	456	530
Aluplast	504	518	566	602	693	Bodzio	378	376	386	400	403
Veka	416	428	460	502	555						
KMI Porta	314	349	404	449	535						
Dobroplast	297	314	325	334							
DRE	228	256	298	317	349						
Erkado			213	247							
Voster	100	175	190	216							
Dako	135	157	175	187	197						
Velux Polska	104	129	152	182	208						
Alsecco	123	153	189	174							
Gerda	100	99	112	134							

Źródło: eKRS, Trigon DM

**Dostawcy.** Podstawowym materiałem produkcyjnym jest blacha zimno- i gorącowalcowana oraz blacha ocynkowana. Roczne zakupy stali wynoszą ~140 tys. ton (szacunki TDM za 2020r.), co przy tej skali implikuje konieczność uzupełnienia zakupów krajowych poprzez nabycia wewnątrzspółnotowe oraz import. Wśród dostawców stali znajdują się m.in.: grupa Arcelor Mittal, Thyssenkrupp, Arvedi, grupa Wuppermann, Marcegaglia, Severstal, Metinvest. Wg danych GUS roczna produkcja profili formowanych na zimno otrzymanych z wyrobów płaskich niepokrywanych wyniosła 369 tys. ton, natomiast w przypadku profili ocynkowanych było to 161 tys. ton. Wartości te najlepiej obrazują udział rynkowy MFO w krajowej produkcji profili stalowych, co najlepiej odzwierciedla silną pozycję zakupową spółki. Skala działalności pozwala spółce na zakup stali bezpośrednio u producentów, z pominięciem dystrybutorów co odróżnia MFO od rozdrobnionej konkurencji, która w wielu przypadkach jest uzależniona od importu stali do UE.

**Mechanizmy cenowe.** Formuły cenowe po stronie sprzedaży profili zakładają narzut wartościowy dostosowywany do aktualnej chłonności rynku/akceptowalnego poziomu cen. W sytuacji rosnących cen stali spółka ma jednak możliwość realizowania wyższych marż (efekt FIFO). Z kolei nagła obniżka cen stali powoduje zawężenie marż oraz konieczność dokonania przeszacowania zapasów. Po stronie materiału produkcyjnego spółka dokonuje zakupów w cyklach miesięcznych z max. 3-miesięcznym wyprzedzeniem. Ze względu na skalę działalności ponad połowa stali kupowana jest bezpośrednio w hutach w ramach kontraktów, natomiast pozostała część zakupów odbywa się w serwisach stali i u mniejszych dostawców w ramach transakcji spotowych.

**Konkurencja.** Wśród podmiotów, które świadczą podobną ofertę produktową do MFO na rynku krajowym możemy wyróżnić:

- 1) profile okienne: Bimer, Landsberg, Profil Wojkowice, Nova-Stal

2) profile specjalne: Baks Kazimierz Sielski, Kiepurex, Welser Profile (Niemcy)

3) profile GK: Wuppermann Polska, Serwistal, Metpol, Hanbud, Punto Pruszyński, Interstal, Hydrostal

Poniżej prezentujemy wielkość sprzedaży oraz wyniki ww. spółek na bazie danych dostępnych w KRS. przykłady konkurencyjnych firm:

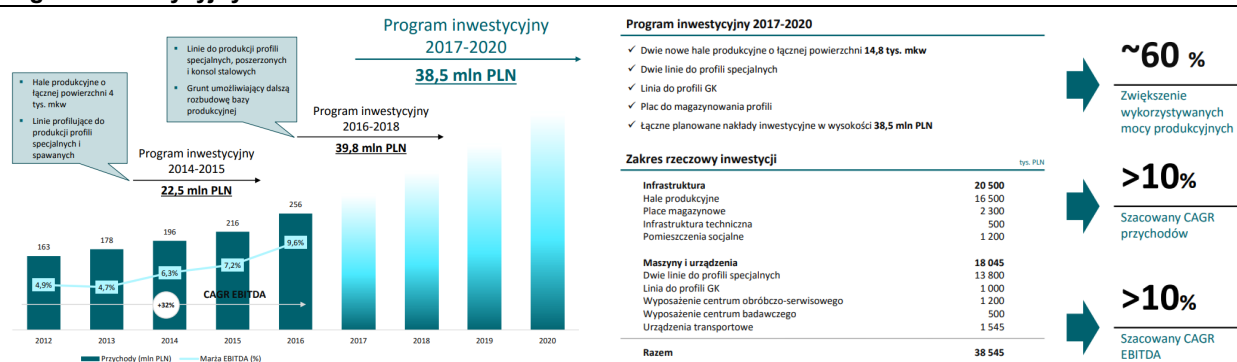
#### Wyniki finansowe wybranych firm z otoczenia konkurencyjnego MFO

mIn PLN	Rok	Segment	Przychody	EBITDA	EBIT	marża EBITDA	Aktywa ogółem	Aktywa trwałe	Aktywa rzeczowe	DN
Bimerg	2020	specjalne	485	30,7	20,4	6%	235	100	99	42
Landsberg	2020	okienne, specjalne, GK	107	9,4	6,6	9%	92	64	56	24
Profil Wojkowice	2020	okienne	113	9,5	8,3	8%	40	13	13	0
Nova-Stal	2019	okienne, GK, specjalne	29	-1,9	-3,8	-7%	116	99	98	7
Baks Kazimierz Sielski	2017	specjalne	243	41,0	20,0	17%	313	174	174	-
Kiepurex	2019	rury	161	30,2	20,7	19%	93	47	47	-7
Wuppermann	2020	rury i profile	113	6,0	3,1	5%	40	16	16	-4
Serwistal	2019	usługa ciecicia	562	9,3	8,3	2%	298	118	97	89
Metpol	2019	GK	131	8,6	6,4	7%	60	27	20	7
Hanbud	2020	GK	88	3,1	2,0	4%	27	10	10	-
Punto Pruszyński	2020	GK	57	2,9	2,1	5%	24	6	5	-
Interstal	2019	specjalne, rury	139	1,6	-0,7	1%	75	29	27	14
Hydrostal	2020	okienne, specjalne	58	12,0	9,3	21%	69	45	40	16

Zródło: KRS, Trigon DM

**Strategia 2017-2020.** Celem realizowanych inwestycji w latach 2017-2020 było zwiększenie wykorzystywanych mocy produkcyjnych o 60% względem 2016 roku. Zakładany przez spółkę CAGR przychodów oraz zysk EBITDA wynosił >10%. Łącznie w latach 2017-2020 spółka przeznaczyła na inwestycje 88,2 mln PLN, w tym 38,5mln PLN w ramach ostatniego programu inwestycyjnego. Przed ogłoszeniem strategii moce produkcyjne spółki wynosiły ok. 120 tys. ton wyrobów stalowych w tym 56,7 tys. ton profili okiennych, 14,4 tys. ton profili GK oraz 26,1 tys. ton profili specjalnych oraz spawanych. Pozostałe 24,7 tys. ton stanowiły niewykorzystane moce produkcyjne. Po realizacji zaplanowanych inwestycji moce produkcyjne wzrosły do 190 tys. ton wyrobów stalowych, w tym 58,4 tys. ton profili okiennych, 29,2 tys. ton profili GK (+100%) oraz 51,8 tys. ton profili specjalnych i spawanych (+100%). Pozostałe 56 tys. ton stanowią niewykorzystane moce produkcyjne, które mogą być dedykowane pod dowolny asortyment.

#### Program inwestycyjny na lata 2017-2020



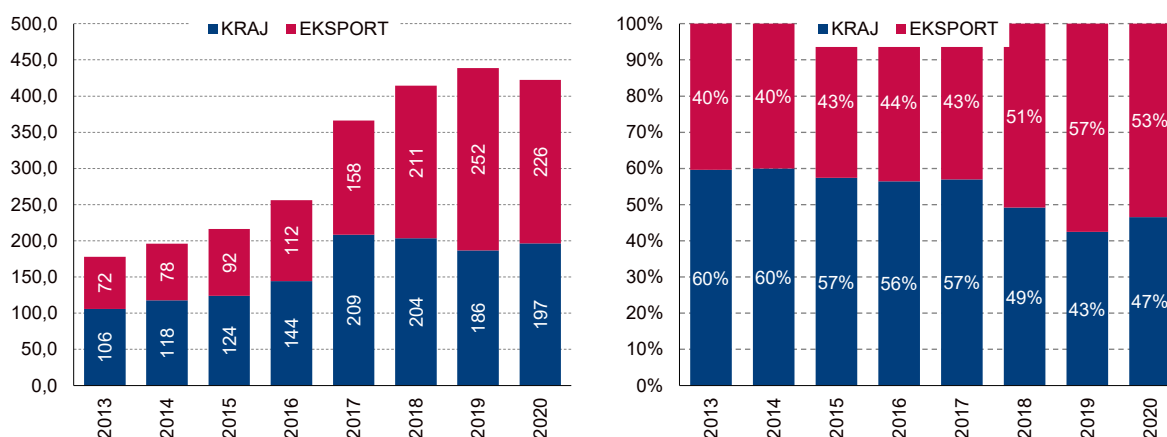
Zródło: Prezentacja Spółki

**Dotacje unijne.** W przeszłości spółka z powodzeniem wykorzystywała dotacje unijne do przyspieszenia wzrostu skali biznesu. Wśród kluczowych projektów współfinansowanych z UE znajdują się m.in. projekty pt. „Opracowanie innowacyjnej zautomatyzowanej technologii wytwarzania wsporników o nowatorskiej konstrukcji” oraz „Opracowanie innowacyjnej technologii wytwarzania kształtownika cienkościennego o podwyższonych parametrach przeznaczonego dla stolarki otworowej, w tym przeciwpożarowej”. Wartość ww. projektów wynosi odpowiednio 26,4mln PLN oraz 18,8mln PLN, a kwota

dofinansowania to 13,3mln PLN i 9,7mln PLN.

**Eksport.** W ostatnich latach ponad 50% przychodów pochodzi eksportu a głównym rynkiem zagranicznym z udziałem na poziomie ~40% są Niemcy, kolejno znajdują się Hiszpania, Włochy, Rumunia, Litwa, Czechy i Francja. W profilach okiennych szacujemy udział eksportu na poziomie ~40%, w GK ~20%, w profilach spawanych ~20% a w profilach specjalnych na ponad 70%.

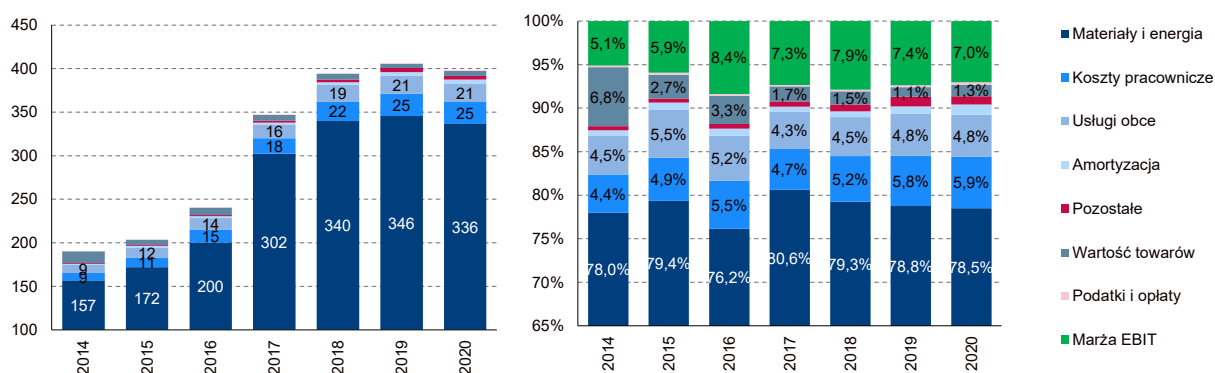
#### Przychody wg geografii w latach 2013-2020



Źródło: Spółka, Trigon DM

**Struktura rodzajowa kosztów.** Największą pozycją kosztową w spółce są koszty zakupu materiałów i energii. Ich udział w relacji do przychodów kształtował się na poziomie 78-80% rocznie. Dominujący udział w kosztach zakupu materiałów ma stal ocynkowana, natomiast koszty energii mają marginalne znaczenie. Drugim najważniejszym elementem kosztowym są koszty pracownicze, które kształtują się na poziomie 25mln PLN rocznie. Koszty usług obcych dotyczą w dużej mierze kosztów logistyki i transportu oraz udziału w targach branżowych. Udział pozostałych kosztów jest marginalny.

#### Struktura kosztów rodzajowych w latach 2013-2020



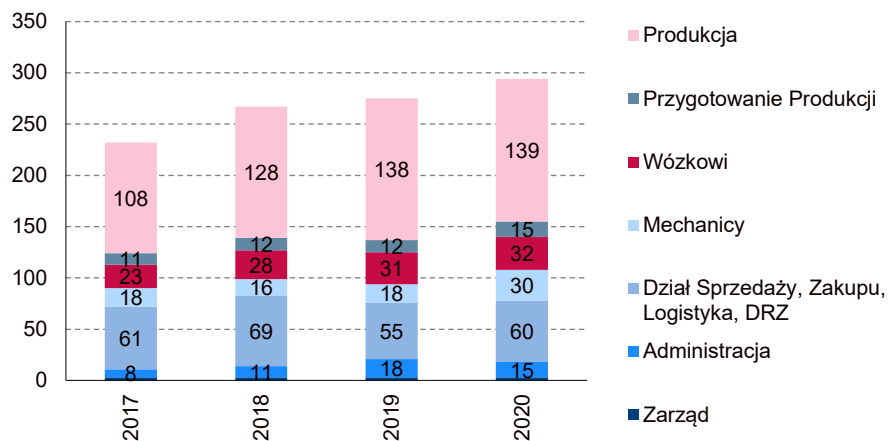
Źródło: Spółka, Trigon DM

**Zatrudnienie.** W 2020r spółka zatrudniała średnio 294 pracowników (+19 r./r.), z czego 139 przypadło na dział produkcji a 60 na dział sprzedaży, zakupów i logistyki. Wzrost zatrudnienia na przestrzeni ostatnich lat wynika ze wzrostu wolumenu sprzedawanych wyrobów. W Q1'21 koszty wynagrodzeń wyniosły ok. 8,1mln PLN, natomiast w 2020r było to 25,4mln PLN, tym samym udział kosztów pracowniczych w relacji do przychodów wyniósł odpowiednio 4,8% i 6,4%. W przeliczeniu na tonę wyprodukowanej stali szacujemy że koszty pracownicze wynoszą ok. 190 PLN/t. Do końca roku zakładamy



wzrost poziomu zatrudnienia do 340 osób.

**Zatrudnienie w latach 2017-2020**



Źródło: Spółka, Trigon DM

## Czynniki ryzyka

### Ryzyka związane z działalnością Spółki:

- Problem z dostępnością pracowników w sytuacji dalszej rozbudowy mocy produkcyjnych może nasilić presję płacową w spółce
- Ryzyko ograniczonej dostępności blachy ocynkowanej m.in. na skutek wprowadzenia safeguardu, czy ceł eksportowych np. w Rosji
- Ryzyko umocnienie PLN wobec EUR, które może niekorzystnie wpłynąć na marżę biorąc pod uwagę rosnący udział eksportu
- Ryzyko poszerzenia kompetencji przez centra serwisu stali, które oprócz usługi cięcia blachy mogą rozpocząć usługę profilowania na potrzeby lokalnego rynku
- Ryzyko wewnętrznej produkcji profili przez klientów z branży stolarki otworowej

### Analiza SWOT

Mocne strony	Słabe strony
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Szeroka oferta (&gt;1000 różnych kształtów i wymiarów)</li> <li>- Dywersyfikacja produktowa (profile okienne, GK, spawane, specjalne);</li> <li>- Wysoki udział sprzedaży eksportowej;</li> <li>- Niski poziom zadłużenia na tle konkurencji</li> <li>- Nowoczesny park maszynowy</li> <li>- Silna pozycja zakupowa, która pozwala realizować zakupy bezpośrednio w hutach</li> <li>- Wysoka dywersyfikacja klientów, z których żaden nie przekracza 10% przychodów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wysoka ekspozycja sprzedaży na szeroko rozumianą branżę okołobudowlaną (&gt;65%);</li> <li>- Brak twardej polityki dywidendowej;</li> </ul>
Szanse	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Utrzymanie dobrej koniunktury w produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej;</li> <li>- Wzrost cen blachy gorącowalcowanej - problem rozdrobnionej konkurencji w zakresie dostępności finansowania kapitału obrotowego;</li> <li>- Rozszerzenie sprzedaży o nowe branże niezwiązane z rynkiem okołobudowlanym</li> <li>- Wejście w segment konstrukcji stalowych dedykowanych do farm PV</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rozszerzanie kompetencji centrów serwisu stali o produkcję profili;</li> <li>- Przejście części klientów na wewnętrzną produkcję profili - rezygnacja z podzlecania produkcji na zewnątrz (w szczególności w profilach okiennych);</li> <li>- Ograniczenie dostępności do materiałów produkcyjnych (np. blacha ocynkowana) w związku z wprowadzeniem ceł antydumpingowych;</li> <li>- Konsolidacja przez podmioty zagraniczne rozdrobnionego rynku profili (nasilenie konkurencji);</li> </ul>

## Założenia finansowe

mIn PLN	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	CAGR 2020-2026
<b>Średnie ceny HDGC (PLN/t)</b>	<b>2 053</b>	<b>2 613</b>	<b>2 607</b>	<b>2 262</b>	<b>2 385</b>	<b>4 813</b>	<b>3 400</b>	<b>3 400</b>	<b>3 400</b>	<b>3 400</b>	<b>3 400</b>	<b>6%</b>
<b>Wolumen (tys. ton - szac. TDM)</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>119</b>	<b>135</b>	<b>136</b>	<b>174</b>	<b>188</b>	<b>198</b>	<b>204</b>	<b>209</b>	<b>212</b>	<b>8%</b>
<i>r./r.</i>		<i>2%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>1%</i>	<i>28%</i>	<i>8%</i>	<i>5%</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>	<i>1%</i>	
Profile okienne	54	57	62	71	77	97	99	101	101	101	101	5%
Profile GK	16	15	15	16	18	23	25	25	25	25	25	6%
Profile spawane	9	9	10	12	15	17	19	21	22	23	24	8%
Profile specjalne	22	22	28	35	31	38	46	52	56	60	62	13%
<b>Przychody</b>	<b>245</b>	<b>357</b>	<b>405</b>	<b>431</b>	<b>415</b>	<b>900</b>	<b>754</b>	<b>763</b>	<b>785</b>	<b>806</b>	<b>818</b>	<b>12%</b>
Profile okienne	133	200	219	228	229	492	388	379	379	379	379	9%
Profile GK	34	47	48	44	47	104	92	88	89	89	89	11%
Profile spawane	22	32	36	41	45	90	79	84	88	92	96	13%
Profile specjalne	55	78	101	118	94	213	195	213	229	245	254	18%
<b>Przychody razem</b>	<b>263</b>	<b>375</b>	<b>429</b>	<b>439</b>	<b>428</b>	<b>910</b>	<b>764</b>	<b>773</b>	<b>793</b>	<b>814</b>	<b>826</b>	<b>12%</b>
<i>r./r.</i>		<i>43%</i>	<i>14%</i>	<i>2%</i>	<i>-2%</i>	<i>112%</i>	<i>-16%</i>	<i>1%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>	
Profile okienne	54%	56%	54%	53%	55%	55%	51%	50%	48%	47%	46%	
Profile GK	14%	13%	12%	10%	11%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	
Profile spawane	9%	9%	9%	9%	11%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	
Profile specjalne	23%	22%	25%	27%	23%	24%	26%	28%	29%	30%	31%	
<b>OPEX</b>	<b>241</b>	<b>348</b>	<b>395</b>	<b>407</b>	<b>398</b>	<b>812</b>	<b>710</b>	<b>719</b>	<b>738</b>	<b>757</b>	<b>768</b>	<b>12%</b>
Zużycie materiałów i energii	200,2	302,4	339,8	345,7	336,4	737,9	629,4	634,9	651,6	668,6	678,7	12%
Amortyzacja	2,1	2,3	2,8	3,8	5,0	5,4	5,8	6,1	6,2	6,4	6,6	5%
Usługi obce	13,6	15,9	19,3	21,1	20,6	26,1	29,3	30,8	31,6	32,4	32,9	8%
Podatki i opłaty	0,5	0,6	0,8	0,9	1,2	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	-3%
Wynagrodzenia	14,5	17,6	22,4	25,3	25,4	31,1	33,6	35,3	36,1	37,1	37,4	7%
Wartość sprzedanych towarów	8,6	6,5	6,5	4,8	5,6	6,7	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	5%
Pozostałe koszty	1,4	2,2	3,4	4,9	4,2	3,4	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	-1%
<b>EBITDA</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>36</b>	<b>120</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>10%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>13,2%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,8%</i>	
<i>EBITDA / t</i>	<i>238</i>	<i>292</i>	<i>316</i>	<i>280</i>	<i>267</i>	<i>688</i>	<i>313</i>	<i>300</i>	<i>300</i>	<i>301</i>	<i>303</i>	2%
<b>EBIT</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>115</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>11%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,3%</i>	<i>12,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,0%</i>	
<i>EBIT / t</i>	<i>218</i>	<i>271</i>	<i>293</i>	<i>251</i>	<i>230</i>	<i>657</i>	<i>282</i>	<i>270</i>	<i>269</i>	<i>270</i>	<i>272</i>	3%
<b>Zysk netto</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>92</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>10%</b>
<i>Marża</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,8%</i>	
<b>OCF</b>	<b>29</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>7</b>	<b>76</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>6%</b>
<i>konwersja zysku EBITDA</i>	<i>116%</i>	<i>8%</i>	<i>36%</i>	<i>54%</i>	<i>100%</i>	<i>6%</i>	<i>129%</i>	<i>78%</i>	<i>78%</i>	<i>78%</i>	<i>81%</i>	
<b>CAPEX</b>	<b>-15</b>	<b>-22</b>	<b>-33</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>	<b>-5%</b>
<b>FCF</b>	<b>13</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>-7</b>	<b>64</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>10%</b>
<b>Wyplacona dywidenda</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>23</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	
DPR		20%	20%	20%	0%	24%	25%	30%	30%	30%	30%	
DPS		0,58	0,68	0,91	0,00	1,08	3,76	2,04	2,08	2,24	2,30	
DY		1,2%	1,4%	1,9%	0,0%	2,3%	7,9%	4,3%	4,4%	4,7%	4,8%	
<b>Dług netto</b>	<b>5</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>-8</b>	<b>-31</b>	<b>-55</b>	<b>-81</b>	<b>-110</b>	
DN / EBITDA LTM	0,2	0,6	1,1	1,1	0,5	0,3	-0,1	-0,5	-0,9	-1,3	-1,7	
<b>NWC</b>	<b>24</b>	<b>58</b>	<b>78</b>	<b>89</b>	<b>84</b>	<b>179</b>	<b>150</b>	<b>152</b>	<b>156</b>	<b>160</b>	<b>162</b>	<b>21%</b>
Zapasy	33	43	67	70	84	178	149	151	155	159	161	17%
Należności handlowe	22	33	38	47	34	72	61	61	63	65	66	12%
Zobowiązania handlowe	31	17	27	28	34	71	60	61	62	64	65	8%

Źródło: Trigon DM

**Wolumen.** Zakładamy pełną użycie mocy produkcyjnych począwszy od przyszłego roku oraz ich wzrost w kolejnych latach wynikający z poprawy efektywności produkcji. Największy CAGR przyjmujemy w segmencie profili specjalnych i spawanych gdzie skala inwestycji w poprzednich latach była największa.

**Przychody.** Spadek przychodów w kolejnych latach jest efektem zakładanych przez nas niższych cen HDGC w kolejnych latach, które przyjmujemy na poziomie 3400 PLN/t.

**Jednostkowa marża brutto.** Zakładamy powrót jednostkowej marży EBITDA do poziomu z lat 2017-2019 tj. ~300 PLN/t.

**Efektywna stopa podatkowa.** Efektywną stopę podatkową w okresie prognozy przyjmujemy na poziomie 19%.

**CAPEX.** W prognozach uwzględniamy nakłady inwestycyjne powyżej poziomu odtworzeniowego, które powinny się przekładać na poprawę efektywności produkcyjnej w kolejnych latach.

**Dywidenda.** Z zysku za 2021r zakładamy DPR na poziomie 25% oraz wzrost do 30% w kolejnych latach.

**Rachunek wyników (mln PLN)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>428,7</b>	<b>438,9</b>	<b>428,5</b>	<b>909,6</b>	<b>763,7</b>	<b>772,9</b>
Profile okienne	219,3	227,7	229,1	492,2	387,6	378,8
Profile GK	48,0	44,4	46,9	104,0	92,2	87,6
Profile specjalne	101,4	117,8	94,3	213,4	195,0	212,8
Profile spawane	36,1	40,7	45,2	90,3	78,9	83,7
Zużycie materiałów i energii	339,8	345,7	336,4	737,9	629,4	634,9
Zysk brutto ze sprzedaży	65,5	68,3	63,3	158,8	102,0	104,8
<b>EBITDA</b>	<b>37,6</b>	<b>37,8</b>	<b>36,2</b>	<b>120,1</b>	<b>59,0</b>	<b>59,6</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>37,6</b>	<b>37,8</b>	<b>36,2</b>	<b>120,1</b>	<b>59,0</b>	<b>59,6</b>
Amortyzacja	2,8	3,8	5,0	5,4	5,8	6,1
<b>EBIT</b>	<b>34,9</b>	<b>33,9</b>	<b>31,2</b>	<b>114,7</b>	<b>53,2</b>	<b>53,5</b>
Wynik na działalności finansowej	-0,2	-2,3	1,9	-1,3	-1,9	-1,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>34,6</b>	<b>31,7</b>	<b>33,1</b>	<b>113,3</b>	<b>51,3</b>	<b>52,3</b>
Podatek dochodowy	6,7	6,2	6,2	21,6	9,8	9,9
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
<b>Zysk netto</b>	<b>27,9</b>	<b>25,4</b>	<b>27,0</b>	<b>91,8</b>	<b>41,6</b>	<b>42,4</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>27,9</b>	<b>25,4</b>	<b>27,0</b>	<b>91,8</b>	<b>41,6</b>	<b>42,4</b>

marża brutto ze sprzedaży	15,3%	15,6%	14,8%	17,5%	13,4%	13,6%
marża EBITDA skor.	8,8%	8,6%	8,5%	13,2%	7,7%	7,7%
marża EBIT	8,1%	7,7%	7,3%	12,6%	7,0%	6,9%
marża netto skor.	6,5%	5,8%	6,3%	10,1%	5,4%	5,5%

zmiana przychodów r./r.	14%	2%	-2%	112%	-16%	1%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	21%	4%	-7%	151%	-36%	3%
zmiana EBITDA skor. r./r.	22%	0%	-4%	231%	-51%	1%
zmiana EBIT r./r.	22%	-3%	-8%	267%	-54%	1%
zmiana zysku netto skor. r./r.	35%	-9%	6%	240%	-55%	2%

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P
<b>Przychody</b>	<b>118,3</b>	<b>86,8</b>	<b>103,6</b>	<b>119,8</b>	<b>176,4</b>	<b>236,5</b>
Profile okienne	54,6	57,0	61,9	55,7	99,4	127,2
Profile GK	15,1	10,8	8,7	12,4	25,3	29,1
Profile specjalne	28,9	23,0	23,3	19,1	31,9	55,5
Profile spawane	11,9	10,8	10,9	11,5	17,7	22,2
Zużycie materiałów i energii	94,1	70,2	82,5	89,7	151,5	175,9
Zysk brutto ze sprzedaży	16,5	9,9	14,7	22,2	35,3	53,3
<b>EBITDA</b>	<b>9,6</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>14,7</b>	<b>25,0</b>	<b>43,1</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>9,6</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>14,7</b>	<b>25,0</b>	<b>43,1</b>
Amortyzacja	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>EBIT</b>	<b>8,4</b>	<b>3,0</b>	<b>6,5</b>	<b>13,4</b>	<b>23,7</b>	<b>41,7</b>
Wynik na działalności finansowej	1,9	-0,9	0,6	0,3	-0,3	-0,5
<b>Zysk brutto</b>	<b>10,2</b>	<b>2,1</b>	<b>7,1</b>	<b>13,7</b>	<b>23,5</b>	<b>41,3</b>
Podatek dochodowy	2,0	0,5	1,4	2,4	4,5	7,8
Zysk mniejszości	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
<b>Zysk netto</b>	<b>8,3</b>	<b>1,6</b>	<b>5,7</b>	<b>11,3</b>	<b>19,0</b>	<b>33,4</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>

marża brutto ze sprzedaży	13,9%	11,5%	14,2%	18,5%	20,0%	22,5%
marża EBITDA skor.	8,1%	4,9%	7,5%	12,3%	14,2%	18,2%
marża EBIT	7,1%	3,4%	6,2%	11,2%	13,5%	17,6%
marża netto skor.	7,0%	1,9%	5,5%	9,5%	10,8%	14,1%

zmiana przychodów r./r.	-0,6%	-19,3%	-7,3%	19,1%	49,1%	172,7%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-9,8%	-37,0%	-13,0%	27,7%	113,8%	436,3%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-11,7%	-47,0%	-21,8%	62,6%	160,7%	917,9%
zmiana EBIT r./r.	-17,5%	-57,7%	-27,3%	72,0%	183,2%	1294,8%
zmiana zysku netto skor. r./r.	4,0%	-66,2%	-27,9%	142,4%	129,5%	1932,9%

Źródło: Spółka, Trigon DM

**Bilans (mln PLN)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>132,8</b>	<b>145,5</b>	<b>160,0</b>	<b>168,9</b>	<b>175,1</b>	<b>180,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	104,5	114,0	114,4	123,2	129,5	134,4
Wartości niematerialne i prawne	0,1	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	28,2	30,4	44,7	44,8	44,8	44,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>125,5</b>	<b>140,7</b>	<b>151,4</b>	<b>298,0</b>	<b>258,7</b>	<b>284,4</b>
Zapasy	66,9	69,7	83,7	177,6	149,1	150,9
Należności handlowe	38,0	47,4	34,1	72,3	60,7	61,4
Pozostałe	0,1	0,1	0,6	0,8	0,8	0,8
Gotówka	20,4	23,6	33,1	47,3	48,1	71,3
<b>Aktywa</b>	<b>258,3</b>	<b>286,2</b>	<b>311,4</b>	<b>466,9</b>	<b>433,8</b>	<b>464,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>140,6</b>	<b>160,3</b>	<b>187,3</b>	<b>272,5</b>	<b>291,1</b>	<b>321,0</b>
Kapitał zakładowy	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe	111,3	133,6	159,0	179,4	248,2	277,3
Zysk (strata) netto	27,9	25,4	27,0	91,8	41,6	42,4
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>37,5</b>	<b>37,1</b>	<b>41,1</b>	<b>41,2</b>	<b>37,8</b>	<b>37,8</b>
Zobowiązania oprocentowane	11,6	10,3	6,4	6,9	3,4	3,4
Pozostałe	25,9	26,9	34,6	34,3	34,3	34,3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>80,2</b>	<b>88,8</b>	<b>83,0</b>	<b>153,5</b>	<b>105,1</b>	<b>105,9</b>
Zobowiązania oprocentowane	48,5	55,1	44,8	73,5	36,6	36,6
Zobowiązania handlowe	27,4	27,9	33,6	71,4	59,9	60,7
Pozostałe	4,3	5,7	4,6	8,6	8,6	8,6
<b>Pasywa</b>	<b>258,3</b>	<b>286,2</b>	<b>311,4</b>	<b>466,9</b>	<b>433,8</b>	<b>464,5</b>
Kapitał obrotowy netto	77,6	89,2	84,1	178,5	149,9	151,7
Dług netto	39,8	41,8	18,1	33,0	-8,1	-31,3
Dług netto skor.	39,8	41,8	18,1	33,0	-8,1	-31,3
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	1,1	0,5	0,3	-0,1	-0,5
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1
ROE (%)	22%	17%	16%	40%	15%	14%
ROA (%)	12%	9%	9%	24%	9%	9%
Cykl konwersji gotówki (dni)	58	69	74	53	78	71
Cykl rotacji zapasów (dni)	47	57	65	52	78	71
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	30	36	35	21	32	29
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	19	23	26	21	31	28

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>13,5</b>	<b>20,4</b>	<b>36,1</b>	<b>7,1</b>	<b>76,0</b>	<b>46,6</b>
Zysk (strata) netto	27,9	25,4	27,0	91,8	41,6	42,4
Amortyzacja	2,8	3,8	5,0	5,4	5,8	6,1
Zmiany w kapitale obrotowym	-19,4	-11,6	5,1	-94,4	28,6	-1,8
Zmiana zapasów	-24,3	-2,7	-14,0	-93,9	28,5	-1,8
Zmiana należności handlowych	-5,5	-9,3	13,3	-38,2	11,6	-0,7
Zmiana zobowiązań handlowych	10,4	0,5	5,7	37,8	-11,5	0,7
Pozostałe	2,3	2,8	-0,9	4,4	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-32,8</b>	<b>-13,8</b>	<b>-19,0</b>	<b>-14,4</b>	<b>-12,0</b>	<b>-11,0</b>
CAPEX	-33,2	-13,8	-19,1	-14,5	-12,0	-11,0
Pozostałe	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>9,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-8,5</b>	<b>22,3</b>	<b>-63,3</b>	<b>-12,5</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	12,0	6,6	-10,4	28,7	-36,9	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	4,2	5,6	0,0	6,6	22,9	12,5
Pozostałe	-2,7	-9,9	1,9	-6,4	-26,4	-12,5
<b>Przeplwy y pieniężne netto</b>	<b>-9,9</b>	<b>3,3</b>	<b>8,7</b>	<b>15,0</b>	<b>0,8</b>	<b>23,2</b>
Środki pieniężne na początek okresu	30,3	20,4	23,7	32,3	47,3	48,1
Środki pieniężne na koniec okresu	20,4	23,7	32,3	47,3	48,1	71,3

Źródło: Spółka, Trigon DM



## Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

### Research:

<b>Grzegorz Kujawski</b> , Head of Research <i>Konsument, Finanse</i>	22 433 83 69	grzegorz.kujawski@trigon.pl
<b>Maciej Marcinowski</b> , Deputy Head of Research <i>Strategia, Banki, Finanse</i>	22 433 83 75	maciej.marcinowski@trigon.pl
<b>Kacper Kopron</b> <i>Gaming, TMT</i>	22 433 83 71	kacper.kopron@trigon.pl
<b>Katarzyna Kosiorek</b> <i>Biotechnologia</i>	22 433 82 72	katarzyna.kosiorek@trigon.pl
<b>Michał Kozak</b> <i>Paliwa, Chemia, Energetyka</i>	22 433 83 68	michal.kozak@trigon.pl
<b>Dominik Niszcz</b> <i>TMT</i>	22 433 83 90	dominik.niszcz@trigon.pl
<b>Łukasz Rudnik</b> <i>Przemysł, Wydobycie</i>	22 433 83 65	lukasz.rudnik@trigon.pl
<b>David Sharma</b> <i>Budownictwo, Deweloperzy</i>	22 433 83 49	david.sharma@trigon.pl

### Sales:

<b>Paweł Szczepański</b> , Head of Sales	22 433 83 63	pawel.szczepanski@trigon.pl
<b>Paweł Czupryński</b>	22 433 82 69	pawel.czuprynski@trigon.pl
<b>Sebastian Kosakowski</b>	22 433 83 93	sebastian.kosakowski@trigon.pl
<b>Michał Sopiński</b>	22 433 82 70	michal.sopinski@trigon.pl
<b>Hubert Kwiecień</b>	22 433 83 61	hubert.kwiecien@trigon.pl

#### Disclaimer

##### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów („Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

##### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
 free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
 min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
 średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
 zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
 CF - cash flow, przepływy pieniężne  
 capex - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję  
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji  
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki  
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki  
DY - stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

#### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – MFO S.A.

KUPLUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządziła: Łukasz Rudnik

#### Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

#### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał od Emitenta dywidendę. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktami interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 6 września 2021r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 6 września 2021r. godz.: 17:10