

Kęty

poprzednia rekomendacja: akumuluj

akumuluj

Cena (28/07/2006)	149.5
Cena docelowa	164.8

Satysfakcjonujące wyniki kwartalne

Kęty zaprezentowały wyniki finansowe zbieżne z przedstawionymi w czerwcu prognozami zarządu. Sprzedaż wyniosła 255 mln PLN, co implikuje wzrost o 49.1% r/r., EBIT wzrósł do 41.8 mln PLN (+46.7%), a zysk netto wyniósł 34.5 mln PLN (+24.1%). Zauważamy, że na wynik operacyjny i netto wpływ miało otrzymane odszkodowanie związane z pożarem zakładu w Kętach (19.7 mln PLN i 16 mln PLN odpowiednio na poziomie EBIT i netto), jednocześnie w drugiej połowie roku spółka zaksięguje koszty pierwszej transzy programu motywacyjnego. Uważamy jednak, wbrew naszym wcześniejszym oczekiwaniom, że prognozy rocznych wyników spółki zostaną wykonane.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	767.2	117.7	152.4	111.4	95.1	10.3	14.1	60.9	14.5	2.5	12.5	9.7	16.9
2005	740.8	94.2	131.1	103.0	88.0	9.5	13.5	66.4	15.7	2.3	15.7	11.3	14.4
2006p	954.9	99.8	137.6	94.3	80.2	8.7	12.8	70.8	17.2	2.1	14.8	10.7	12.7
2007p	1 026.6	125.7	167.3	118.3	100.6	10.9	15.4	76.2	13.7	2.0	11.7	8.8	14.8
2008p	1 114.0	139.4	184.7	134.3	112.9	12.2	17.1	82.3	12.2	1.8	10.6	8.0	16.3

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Cło na aluminium rosyjskie

Uważamy, że trwające między krajami UE i Rosją negocjacje dotyczące cła na rosyjskie aluminium, które obecnie wynosi 6%, mogą skutkować obniżeniem stawki celnej od początku 2007r. Stosując konserwatywne podejście sporządzając wycenę nie uwzględnialiśmy ewentualnych zmian prawnych, których spółka może być beneficjentem. Rozpatrywanych jest wiele scenariuszy rozwiązania sprawy cła, łącznie z całkowitym zniesieniem obciążenia lub wprowadzeniem kontyngentów. Wydaje się jednak, że obecnie trwające rozmowy zmierzają do wprowadzenia obniżenia opłaty celnej o ok. 50%, co przyczyniłoby się do skokowej poprawy rentowności spółki.

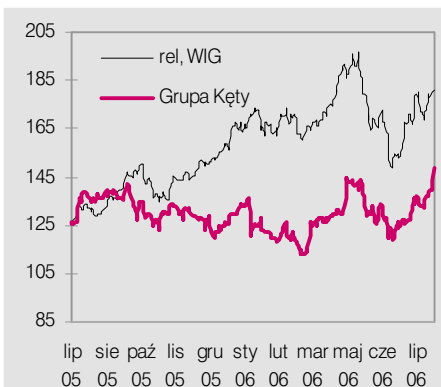
Ceny aluminium

Korzystna dla spółki jest korekta cen na rynku aluminium. Po osiągnięciu poziomu 3187 USD/t 11 maja br. ceny metalu notują spadki i osiągnęły poziom 2485 USD/t 26 lipca br. Spodziewamy się mniejszej zmienności cen aluminium niż w okresie ostatnich lat, co wpłynie pozytywnie na sytuację Grupy. Kęty stosunkowo często (co trzy miesiące) weryfikują cenniki korygując je właśnie o zmiany cen aluminium na giełdach światowych. Analiza wyników historycznych wskazuje, że w okresach gwałtownych wzrostów cen metalu spółka nie była w stanie proporcjonalnie zwiększać cen produktów, dlatego ustabilizowanie się sytuacji na rynku surowców powinno pozytywnie wpłynąć na rentowności osiąganą przez Kęty.

Wycena i rekomendacja

Weryfikacja prognoz wyników finansowych implikuje zwiększenie naszych oczekiwań dotyczących wyceny walorów Grupy Kęty. Sporządzając wycenę bazowaliśmy głównie na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (waga 75%), która daje wycenę jednej akcji spółki na poziomie 155.3 PLN. Uzupełnieniem wyceny było przeprowadzenie szacunków z wykorzystaniem metody porównawczej (waga 25%) - na tej bazie wyceniliśmy jedną akcję Grupy Kęty na 193.3 PLN. Uważamy, że walory spółki mają wciąż potencjał wzrostowy dlatego podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Kęt.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	149 / 113		
Liczba akcji (mln)	9.226		
Kapitalizacja (mln PLN)	1 375		
EV (mln PLN)	1 472		
Free float (mln PLN)	761		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	4.2		
Główny akcjonariusz	ING NN OFE		
% akcji, % głosów	10.95 / 10.95		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	17.3	12.0	18.3
Zmiana rel. WIG (%)	5.8	16.8	-18.6



Łukasz Hejak

(022) 598 26 27

lukasz.hejak@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Wycena

Podsumowanie wyceny

W oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniamy Grupę Kęty na 1433 mln PLN, co daje 155.3 PLN na jedną akcję spółki.

Bazując na metodzie porównawczej szacujemy wartość spółki na 1783 mln PLN (193.3 PLN na akcję).

Z uwagi na brak spółek notowanych na WGPW, które swoim profilem działalności odpowiadają Grupie Kęty wybraliśmy spółki, których wyniki finansowe uzależnione są od koniunktury w budownictwie oraz takie, których wyniki finansowe zależą od podobnych czynników jak w przypadku Kęt. Mając na uwadze opisany mankament wyceny porównawczej postanowiliśmy oprzeć naszą końcową wycenę spółki na modelu DCF (waga 75%), a metodę porównawczą potraktować jako potwierdzenie naszych oczekiwań (waga 25%). Zauważamy jednocześnie, że sama Grupa Kęty nie prowadzi jednorodnej działalności (operuje w trzech segmentach), co dodatkowo utrudnia wycenę porównawczą (segment opakowań generalnie charakteryzuje się wyższymi wskaźnikami niż pozostała dzisłalność spółki).

Podsumowanie wyceny		
Metoda wyceny	Wycena Grupa Kęty (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	1433	155.3
Wycena porównawcza do polskich spółek	1783	193.3
Wycena Grupy Kęty	1520	164.8

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wycena spółki metodą DCF											
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	>2015
sprzedaż	954.9	1 026.6	1 114.0	1 214.3	1 274.0	1 345.7	1 398.8	1 449.3	1 501.7	1 556.2	
EBIT (1-T)	84.9	106.9	117.1	132.0	138.8	138.9	146.7	151.6	156.6	162.3	
amortyzacja	37.8	41.6	45.2	45.0	45.4	46.3	47.1	47.5	47.7	47.7	
inwestycje	138.2	35.0	46.8	53.6	60.5	51.5	52.6	46.9	49.2	51.7	
zmiana kap.obrotowego	-9.4	-7.8	-8.4	-10.7	-6.3	-8.4	-5.1	-5.5	-5.7	-5.8	
FCF	(25.0)	105.7	107.2	112.7	117.4	125.3	136.1	146.6	149.3	152.5	2 079
zmiana FCF			1.44%	5.16%	4.12%	6.70%	8.68%	7.72%	1.84%	2.11%	2.0%
dlug/kapitał	24.8%	22.7%	20.6%	18.6%	16.9%	15.4%	13.9%	12.6%	11.3%	10.1%	10.1%
stopa wolna od ryzyka	4.4%	4.8%	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.0%
premia kredytowa	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	5.1%	5.5%	5.8%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.0%
koszt kapitału	9.4%	9.8%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	10.4%	10.4%	10.5%	10.5%	10.0%
WACC	8.1%	8.6%	9.0%	9.2%	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%	9.9%	9.5%
PV (FCF)	(24.2)	94.2	87.2	83.5	79.2	76.8	75.7	73.7	67.8	62.6	853.3
wartość DCF (mln PLN)	1529.8			w tym wartość rezydualna		853					
gotówka/dług netto	-96.9										
wycena DCF (mln PLN)	1432.9										
Liczba akcji (mln)	9.2										
wycena 1 akcji (PLN)	155.3										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena porównawcza

Wyceniając spółkę metodą porównawczą oparliśmy się na trzech wskaźnikach, które naszym zdaniem mają największe znaczenie dla inwestorów: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Z uwagi na fakt, że nie znaleźliśmy spółek notowanych na WGPW, które swoim profilem odpowiadają działalności Grupy Kęty wyceniając spółkę porównaliśmy wskaźniki rynkowe ze wskaźnikami spółek związanych pośrednio i bezpośrednio z branżą budowlaną oraz takich, których wyniki finansowe zależą od podobnych czynników jak w przypadku Kęt.

Z uwagi na silną pozycję Grupy Kęty na rynkach w regionie staraliśmy się dobrać spółki, które rozwijają eksport w tych kierunkach.

Spółki Polimex-Mostostal Siedlce oraz Mondi Packaging Świecie wybraliśmy za względu na powiązania firm z branżami, w których operuje Grupa Kęty - Mondi z branżą opakowań, natomiast Polimex jako spółkę, której wyniki finansowe zależą bezpośrednio od koniunktury w budownictwie.

Spółki Cersanit oraz Opczno wybraliśmy jako spółki o ugruntowanej pozycji rynkowej na rynku polskim oraz zagranicą.

Zauważamy znaczne różnice w działalności prowadzonej przez spółki wyselekcjonowane w celu przeprowadzenia analizy, dlatego wydając rekomendację kierowaliśmy się wyceną sporządzoną przy pomocy metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, metoda porównawcza otrzymała wagę 25%.

Wycena porównawcza do wybranych krajowych spółek

Spółka	EV/EBIDA			EV/EBIT			P/E		
	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p
MONDI PACKAGING PAPER	11.3	10.5	9.8	17.0	15.8	14.7	22.4	21.3	19.6
POLIMEX MOSTOSTAL SIEDLCE	14.9	13.3	12.8	20.5	17.9	17.3	30.7	22.5	21.2
CERSANIT	15.8	13.3	11.7	19.3	16.3	14.3	22.5	18.5	16.2
OPOCZNO	7.7	6.8	6.2	14.3	10.5	8.6	17.1	11.5	8.9
YAWAL	12.8	10.2	8.4	18.3	15.3	13.0	10.3	12.5	11.8
Mediana	12.8	10.5	9.8	18.3	15.8	14.3	22.4	18.5	16.2
Grupa Kęty	10.3	8.5	7.7	14.2	11.3	10.2	16.5	13.1	11.7
Premia/Dyskonto	-19.55%	-19.43%	-21.88%	-22.53%	-28.89%	-29.17%	-26.54%	-29.12%	-27.70%

Wycena Grupy Kęty przy danym wskaźniku w porównaniu do wybranych spółek

Wycena (mln PLN)	1663	1661	1716	1731	1895	1902	1796	1861	1825
Wagi wskaźników	8%	16%	16%	6%	12%	12%	6%	12%	12%

Wycena ważona (mln PLN)

1783

Wycena 1 akcji Grupy Kęty (PLN)

193.3

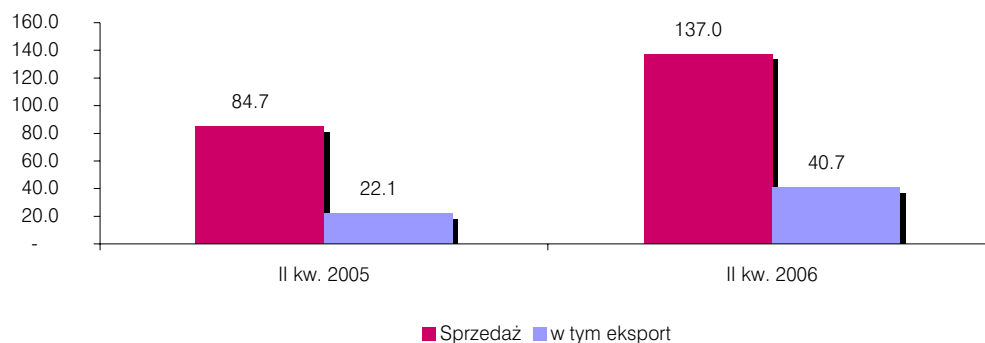
Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki segmentów

Kęty rozwijają działalność w trzech segmentach, w których mają wiodącą pozycję: Segmencie Wyrobów Wyciskanych (SWW), Segmencie Systemów Aluminiowych (SSA) oraz Segmencie Opakowań Giętkich (SOG).

Segment Wyrobów Wyciskanych

Wyniki Segmentu Wyrobów Wyciskanych

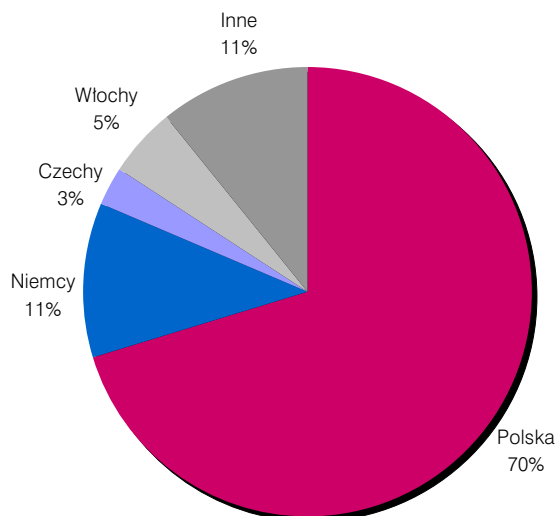


Źródło: Grupa Kęty S.A.

Wyniki II kw. w SWW wyglądają bardzo dobrze. Wzrost sprzedaży 61.8% wynikał zarówno ze wzrostu wolumenu sprzedanych produktów (+39%), jak również ze wzrostu cen. Wykorzystanie mocy produkcyjnych nadal pozostaje na wysokim poziomie (>85%). Spółka stopniowo realizuje instalację prasy w zakładzie na Ukrainie, co zwiększy znacznie moce produkcyjne (o ok. 8 tys. ton profili rocznie, przy obecnych mocach na poziomie 45 tys. ton). Rozruch prasy przewidziany jest na ostatnie miesiące roku, a rozpoczęcie produkcji na początek 2007r. Ukraiński zakład będzie sprzedawał profile na rynkach wschodnich. Spółka zorganizuje także przedstawicielstwo na dynamicznie rozwijającym się rynku rosyjskim.

Największym odbiorcą profili produkowanej przez Grupę Kęty pozostaje budownictwo (wraz z wyposażeniem wnętrz 39% sprzedaży), zaznaczamy jednak, że ok. 25% sprzedaży z tego właśnie sektora realizowane jest wewnątrz Grupy (na rzecz SSA).

Struktura terytorialna sprzedaży w Segmencie Wyrobów Wyciskanych

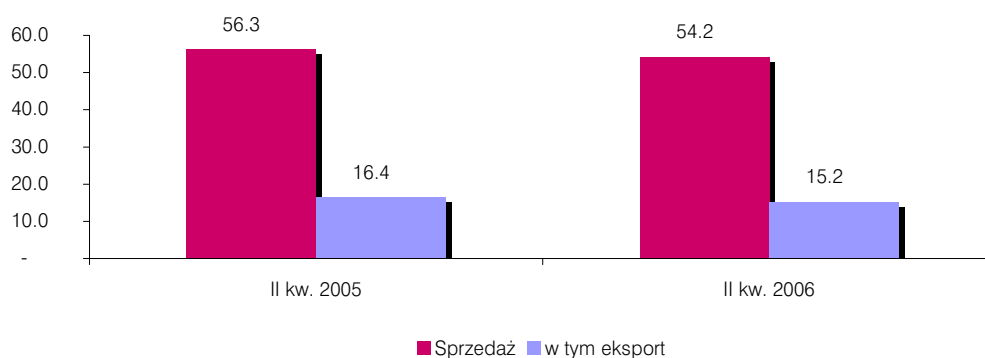


Źródło: Grupa Kęty S.A.

Sprzedaż eksportowa w II kw. wzrosła o 84.1%. Głównymi rynkami pozostają nadal Niemcy, Włochy i Czechy. Eksport stanowił w II kw. 30% przychodów SWW Grupy Kęty.

Segment Opakowań Giętkkich

Wyniki Segmentu Opakowań Giętkkich

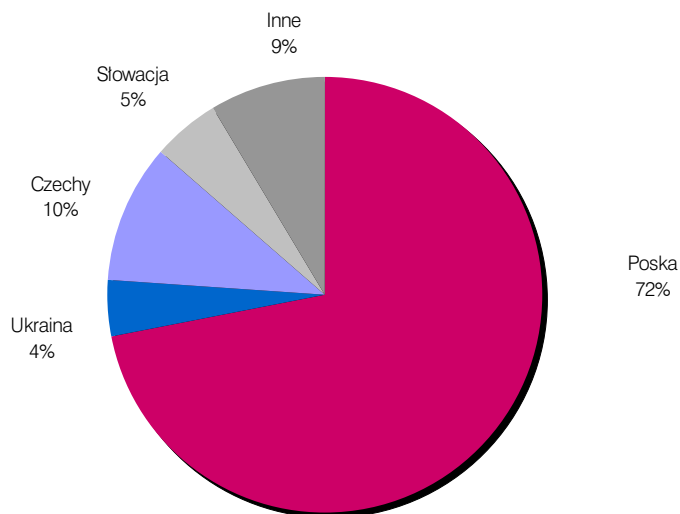


Źródło: Grupa Kęty S.A.

SOG zanotował w II kw. najgorsze wyniki z trzech segmentów, w których działa Grupa Kęty. Sprzedaż spadła o 3.7% r/r i osiągnęła 54.2 mln PLN. Jeszcze gorzej wygląda sytuacja pod względem marżowym, spółka cały czas odczuwa skutki pożaru i działania konkurencji - wprawdzie Kęty odbudowują stopniowo portfel klientów, ale pozyskanie kontraktów okupione zostało obniżką cen oferowanych opakowań. Oczekujemy, że Grupa Kęty będzie stopniowo zwiększała ceny, co przyczyni się do poprawy rentowności, szczególnie w okresach zwiększonego popytu, którymi dla SOG są okresy przedświąteczne.

Spółce udało się przyspieszyć plany inwestycyjne w SOG - pierwsza z nowo zamówionych drukarek została już zainstalowana, kolejna zostanie uruchomiona we wrześniu (a nie jak wcześniej planowano w grudniu). Proces inwestycyjny oceniamy pozytywnie, szczególnie w aspekcie instalacji nowej drukarki przed okresem świątecznym. Jednocześnie instalacja w lipcu pierwszej z drukarek pozwoliła na całkowite zaprzestanie drukowania opakowań w zakładach zewnętrznych (drukarnia w Łodzi), co wiązało się z osiągnięciem niższych marż.

Struktura terytorialna sprzedaży w Segmencie Opakowań Giętkich

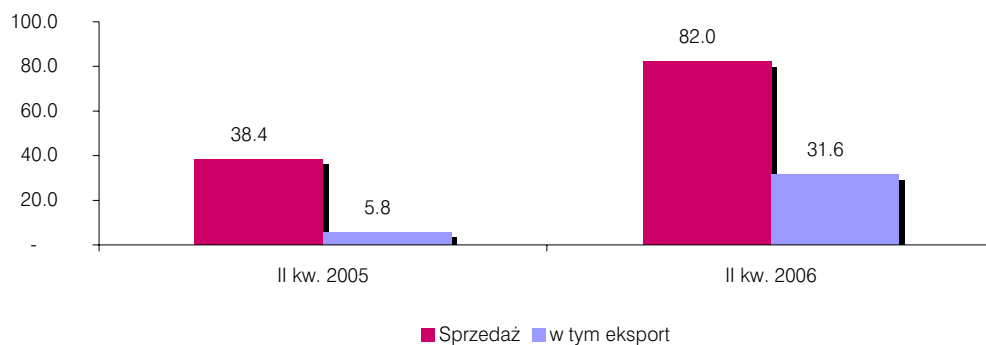


Źródło: Grupa Kęty S.A.

Sprzedaż eksportowa generuje 28% przychodów spółki, co oznacza spadek o 2p.p. w stosunku do I kw. br. Głównymi rynkami pozostają nadal Czechy, Ukraina i Słowacja.

Segment Systemów Aluminiowych

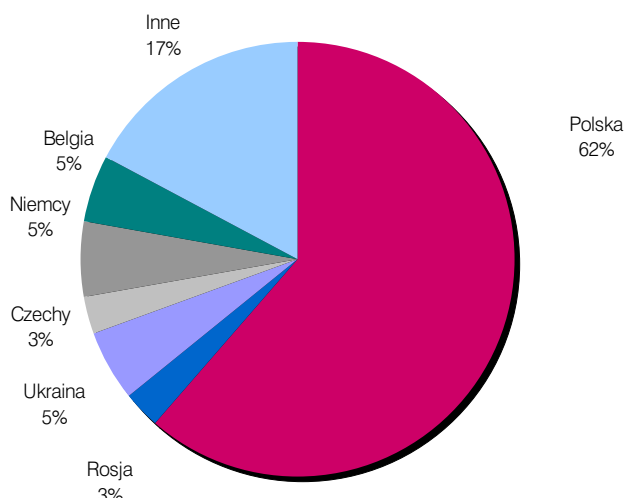
Wyniki Segmentu Systemów Aluminiowych



Źródło: Grupa Kęty S.A.

Na tak dynamiczny wzrost przychodów ze sprzedaży SSA wpływ miała realizacja kontraktu na Okęciu (oczekujemy, że spółka zaksięguje pozostałe jeszcze płatności - 9 mln PLN w III i IV kw. br.), konsolidacja przejętego Aluprofu oraz znaczna dynamika sprzedaży eksportowej (zarówno w przypadku Aluprofu jak i samego Metalplastu Bielsko).

Struktura terytorialna sprzedaży w Segmencie Systemów Aluminiowych



Źródło: Grupa Kęty S.A.

Największy udział w eksporcie mają odbiorcy niemieccy oraz firmy z Belgii i Ukrainy, gdzie generowane jest obecnie po 5% przychodów spółki. W stosunku do I kw. 2006r. zwiększył się udział Niemiec w sprzedaży, natomiast mniej projektów sprzedawanych było na Ukrainie. Duży udział Belgii oraz Holandii wynika głównie z silnej pozycji Aluprofu na tych rynkach.

W III i IV kw. br. spółka będzie nadal realizowała prace związane z kontraktem na Okęciu, pozytywnie oceniamy aktywność zarządu w poszukiwaniu nowych projektów, które realizowane będą po zakończeniu prac na warszawskim lotnisku. Spółka pozyskała kontrakt na wykonanie fasady ASP w Łodzi, którego wartość opiewa na 9.5 mln PLN, kolejne trzy umowy, których wartość przekraczają 10 mln PLN są negocjowane (w tym jeden duży kontrakt na rynku wschodnim).

Zauważamy dobre perspektywy dla części rynku, w której działa Metalplast Stolarka (realizujący kontrakt na Okęciu). Wprawdzie w przypadku SSA nie istnieją techniczne ograniczenia mocy produkcyjnych, a ilość pozyskanych i zrealizowanych kontraktów zależy od efektywności działania osób odpowiedzialnych za sieć sprzedaży i dystrybucji, spółka przynajmniej, że istnieją obecnie przesłanki do rozbudowy zaplecza pracowniczego Metalplastu Stolarka poprzez zatrudnienie projektantów i osób nadzorujących wykonywane prace. Planowane zwiększenie zatrudniania (obecnie w spółce pracuje ok. 60 osób) potwierdza dobrą koniunkturę na tym rynku.

Koszty działalności spółki

35% kosztów ponoszonych przez Grupę denominowana jest w USD, 15% w euro, pozostałe 50% w złotych.

Koszty rodzajowe w I - II kw. 2006r. (w tys. zł)				
	I-II Q '05	I-II Q '06	Zmiana	Udział w całości kosztów rodzajowych w IQ '06
Amortyzacja	17 694	21 679	22.52%	4.73%
Materiały i energia	206 289	335 283	62.53%	73.15%
Usługi obce	10 506	25 866	146.20%	5.64%
Podatki i opłaty	3 637	3 673	0.99%	0.80%
Świadczenia pracownicze	40 662	52 884	30.06%	11.54%
Inne koszty rodzajowe	9 462	18 974	100.53%	4.14%
Suma	288 250	458 359	59.01%	100.00%

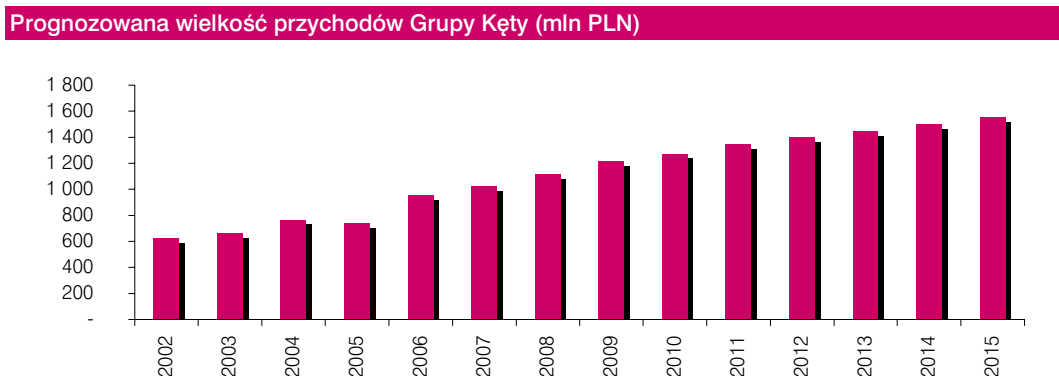
Źródło: Grupa Kęty S.A.

Wzrost amortyzacji był efektem przeprowadzonych inwestycji oraz przejęcia Aluprofu. Na koszty materiałów i energii wpływ miał wzrost cen surowców, ale także rozpoczęcie konsolidacji przejętego Aluprofu. Samo przejęcie skutkowało także zwiększeniem zatrudnienia, a co za tym idzie wzrostem kosztów świadczeń pracowniczych. Znaczący wzrost kosztów usług obcych jest efektem realizacji kontraktu na Okęciu, a w szczególności usług kooperacyjnych. W pozostałych kosztach operacyjnych zawiera się wartość majątku spalonego podczas pożaru zakładu w Kętach.

Prognozy wyników finansowych

Wzrost przychodów

Po opublikowaniu przez spółkę wyników za II kw. 2006r. skorygowaliśmy w górę nasze prognozy dotyczące przychodów ze sprzedaży produktów spółki. Uważamy, że prognoza zarządu dotycząca sprzedaży w 2006r. zostanie znacząco przekroczona, a już w 2007r. spółka zanotuje przychody przekraczające 1 mld PLN.



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

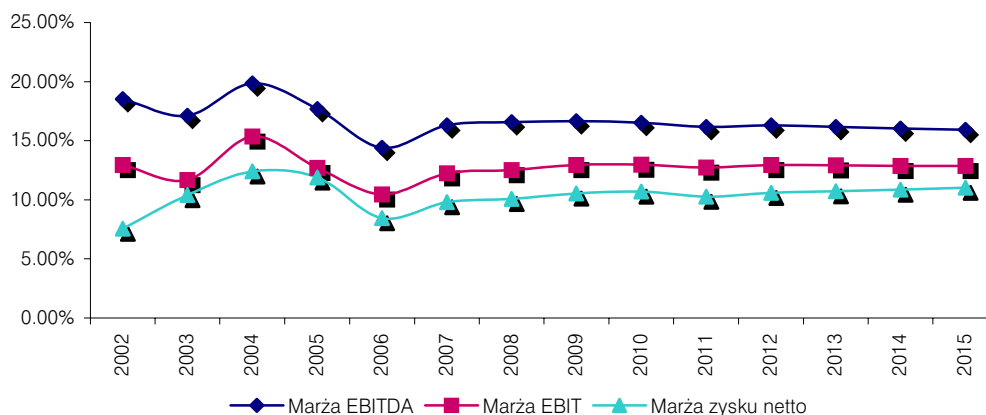
□ Zauważamy aktywne działania spółki zmierzające do organizacji sprzedaży w SSA po zakończeniu dużego projektu na Okęciu (oczekujemy, że realizacja tego kontraktu będzie trwała przez cały III kw. br. i zakończy się w ostatnich miesiącach roku). Płatności związane z umową dostawy terminala powiększą przychody spółki o 9 mln PLN w ciągu dwóch najbliższych kwartałów. Grupa pozyskała kontrakt na wykonanie fasady ASP w Łodzi o wartości 9.5 mln PLN i negocjuje obecnie 3 nowe kontrakty, z których jeden może mieć wartość przekraczającą 15 mln PLN. Biorąc pod uwagę fakt, że prace na Okęciu opóźniają się pozytywnie oceniamy uzupełnianie portfela zamówień nowymi kontraktami. Spółka rozważa także zwiększenie zespołu projektantów zatrudnionych w Metalplacie Stolarka (która realizowała kontrakt na Okęciu), aby rozszerzyć zdolności spółki, która obecnie jest w stanie realizować ok. 3 dużych kontraktów jednocześnie. Spodziewamy się, że sprzedaż w SSA będzie dynamicznie rosła także w kolejnych latach, również dzięki szybkiemu wzrostowi przychodów Aluprofu.

□ Oczekujemy, że SOG będzie się charakteryzował w tym roku najmniejszą dynamiką, wydaje nam się jednak, że roczna sprzedaż przekroczy wynik z 2005r. Spółka zainstalowała nową drukarkę rotograviurową w lipcu, po przeprowadzeniu kompletu testów, na początku sierpnia drukarka będzie gotowa do użytkowania. Kolejna drukarka zostanie zainstalowana szybciej niż wstępnie planowano, bo już we wrześniu. Zauważamy, iż spółka miała pewne problemy z odzyskaniem dotychczasowych klientów w tym segmencie, w związku z tym zmuszona była do wprowadzenia obniżek cen. Oczekujemy, że Kęty stopniowo zwiększać będą nie tylko wolumen sprzedaży, ale także ceny. Z uwagi na fakt występowania znacznej sezonowości sprzedaży w tym segmencie oczekujemy największej sprzedaży przed okresem Świąt Bożego Narodzenia.

□ Pozytywnie oceniamy wzrost sprzedaży w SWW o 60% r/r w II kw. 2006r. w ujęciu wartościowym oraz o 39% w ujęciu ilościowym. Zauważamy wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych w Segmencie, spodziewamy się bardziej dynamicznego wzrostu przychodów ze sprzedaży w 2007r., kiedy uruchomiona zostanie prasa w zakładzie na Ukrainie.

Rentowność

Prognozowana wysokość marż



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

□ Z uwagi na konieczność obniżenia cen opakowań giętkich dla kluczowych klientów marże spółki w SOG uległy obniżeniu. W kolejnych latach spodziewamy się powrotu marż do poziomu sprzed pożaru, wydaje nam się jednak, że z powodu silnej konkurencji na tym rynku powrót do wyższych marż będzie trwał dłużej niż wstępnie zakładaliśmy.

□ W długim terminie widzimy zagrożenie dla poziomu marż w SWW. Segment ten jest najbardziej zależny od wahań cen aluminium na LME, koszt metalu stanowi tutaj ok. 75% ogółu kosztów rodzajowych. Pozytywnie oceniamy wprowadzone podwyżki cen w II kw. 2006r., uważamy jednak, iż w momentach dużej zmienności cen aluminium spółce trudno będzie podwyższać ceny produktów wraz ze zmianami notowań metalu na londyńskiej giełdzie. Spodziewamy się natomiast pozytywnego wpływu uruchomienia zakładu na Ukrainie, zauważamy znaczny potencjał rynku ukraińskiego i w szczególności rosyjskiego, gdzie Kęty zamierzają prowadzić sprzedaż profili. Jednocześnie w przypadku zmniejszenia cła na rosyjskie aluminium od nowego roku SWW będzie największym beneficjentem tych zmian.

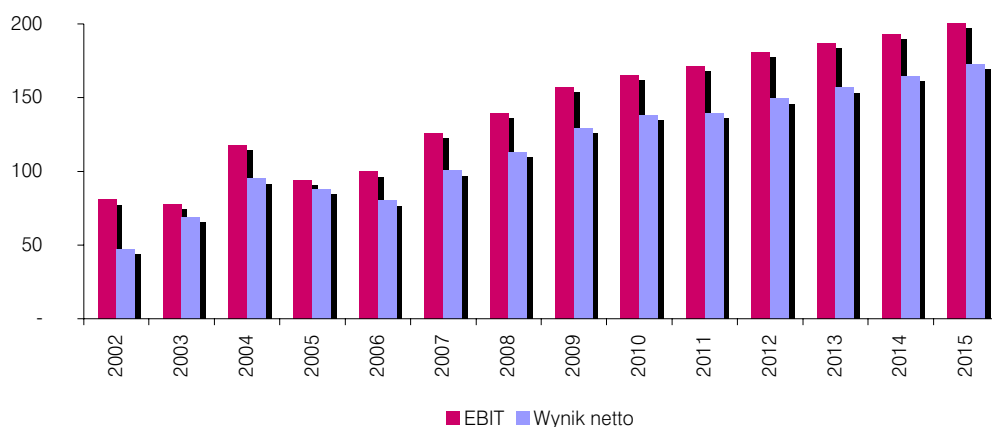
□ Nie widzimy zagrożenia dla rentowności SSA Grupy Kęty - przeciwnie, uważamy, że realizowanie przez spółkę coraz większych kontraktów będzie przyczyniało się do budowania silnej marki, co pozwoli na uczestnictwo w coraz bardziej intratnych kontraktach. Jednocześnie pozytywny wpływ na marże osiągnięte przez spółkę w tym segmencie będzie miało planowane połączenie Metalplastu Bielsko oraz Aluprofu.

Powrót na ścieżkę wzrostu

Spodziewamy się dalszej ekspansji terytorialnej i produktowej spółki, co zaowocuje większą sprzedażą wyżej marżowych produktów i docelowo poprawą wyników finansowych.

W weryfikacji naszych prognoz spodziewamy się, że spółka zaprezentuje roczny wynik finansowy netto na poziomie 80.2 mln PLN przy przychodach przekraczających 950 mln PLN.

Prognozowany zysk operacyjny oraz wynik netto dla Grupy Kęty (mln PLN)



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Sprawozdania finansowe

Rachunek wyników (mIn PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody netto	767.2	740.8	954.9	1 026.6	1 114.0	1 214.3
koszty wytworzenia	571.9	571.7	736.4	791.8	854.8	931.4
zysk brutto na sprzedaży	195.3	169.1	218.5	234.7	259.3	282.8
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	75.0	72.5	93.4	101.6	111.6	121.7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2.5	-2.5	-25.3	-7.4	-8.2	-4.0
EBITDA	152.4	131.1	137.6	167.3	184.7	202.2
EBIT	117.7	94.2	99.8	125.7	139.4	157.1
saldo finansowe	-6.4	8.9	-5.5	-7.4	-5.1	-3.3
zysk przed opodatkowaniem	111.4	103.0	94.3	118.3	134.3	153.8
podatek dochodowy	15.1	14.3	14.1	17.7	21.5	24.6
korekty udziałów mniejszościowych	-1.2	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	95.1	88.0	80.2	100.6	112.9	129.2
EPS	9.1	9.5	8.7	10.9	12.2	14.0

Bilans (mIn PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
aktywa trwałe	458.9	514.4	614.7	608.4	609.8	618.3
wartości niematerialne i prawne	9.6	8.9	8.6	9.1	8.9	8.8
rzeczowe aktywa trwałe	441.5	491.7	592.1	585.5	587.0	595.6
inwestycje długoterminowe	7.8	13.8	13.9	13.9	13.9	13.9
aktywa obrotowe	293.9	344.7	451.0	518.2	591.2	667.6
zapasy	120.6	129.2	173.0	186.1	200.9	218.9
należności	152.3	185.2	214.5	230.6	250.3	272.8
inwestycje krótkoterminowe	20.9	30.2	62.0	99.7	138.4	174.3
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	1.5	1.8	1.6	1.6
aktywa razem	752.8	859.1	1 065.7	1 126.6	1 200.9	1 286.0
kapitał własny	561.7	612.7	652.8	703.1	759.5	824.1
zobowiązania i rezerwy	190.4	244.3	413.0	423.6	441.4	461.9
zobowiązania długoterminowe	26.3	13.5	109.5	100.5	91.5	82.5
zobowiązania krótkoterminowe	151.3	220.4	287.3	308.5	334.6	364.4
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	3.4	1.7	2.5	2.1
rezerwy na zobowiązania	12.9	10.5	12.9	12.9	12.9	12.9
pasywa razem	752.8	859.1	1 065.7	1 126.6	1 200.9	1 286.0
BVPS	53.5	66.4	70.8	76.2	82.3	89.3

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wynik netto	95.1	88.0	80.2	100.6	112.9	129.2
amortyzacja	34.6	36.9	37.8	41.6	45.2	45.0
zmiana kapitału obrotowego	-59.8	-40.1	-9.4	-7.8	-8.4	-10.7
gotówka z działalności operacyjnej	71.8	71.6	136.9	139.8	155.8	166.4
inwestycje (capex)	-75.2	-73.0	-138.0	-35.4	-46.6	-53.6
gotówka z działalności inwestycyjnej	-75.2	-73.0	-138.0	-35.4	-46.6	-53.6
wypłata dywidendy	28.2	36.8	40.1	50.3	56.4	64.6
emisja akcji	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	18.1	194.1	96.0	-9.0	-9.0	-9.0
gotówka z działalności finansowej	-12.6	-3.2	50.4	-66.7	-70.5	-76.9
zmiana gotówki netto	-16.0	-4.7	49.3	37.7	38.7	35.9
DPS	2.7	4.0	4.3	5.5	6.1	7.0
CEPS	12.4	13.5	12.8	15.4	17.1	18.9
FCFPS	-1.5	-0.5	5.3	4.1	4.2	3.9

Wskaźniki (%)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
zmiana sprzedaży	15.4	-3.4	28.9	7.5	8.5	9.0
zmiana EBITDA	33.9	-14.0	4.9	21.6	10.4	9.5
zmiana EBIT	51.7	-20.0	6.0	25.9	10.9	12.7
zmiana zysku netto	37.6	-7.4	-8.9	25.5	12.2	14.5
marża EBITDA	19.9	17.7	14.4	16.3	16.6	16.6
marża EBIT	15.3	12.7	10.5	12.2	12.5	12.9
marża netto	12.4	11.9	8.4	9.8	10.1	10.6
sprzedaż/aktywa (x)	101.9	86.2	89.6	91.1	92.8	94.4
dług / kapitał (x)	0.0	19.4	32.9	29.3	25.9	22.8
odsetki / EBIT	-5.4	9.4	-5.5	-5.9	-3.7	-2.1
stopa podatkowa	14.6	14.6	15.0	15.0	16.0	16.0
ROE	16.9	14.4	12.7	14.8	15.4	16.3
ROA	12.6	10.2	8.3	9.2	9.7	10.4
(dług) gotówka netto (mln PLN)	20.2	-94.6	-153.0	-106.3	-58.6	-13.7

Źródło: prognozy Millennium DM

Millennium

dom maklerski

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Piotr Her
+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Adam Zajler
Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Łukasz Hejak
+22 598 26 27
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Łukasz Kołaczkowski
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk
telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Analityk
media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Analityk
informatyka, Internet

Asystent

Asystent

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka
+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec
+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm w tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Redan, Artman, Techmex, Broker FM, COMP Rzeszów, FAM, Ciech, Śrubex od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendacją inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendacje, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczącej metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Grupa Kęty	Akumuluj	8 maj 06	143.00

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	13%
Akumuluj	9	60%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*