

**Przemysł**

Polska

Cena bieżąca	0,91 PLN
Cena docelowa	1,2 PLN
Kapitalizacja	2,1 mld PLN
Free float	0,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	50,47 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Roman Karkosik	58,04%
Pozostali	41,96%

Strategia dotycząca sektora

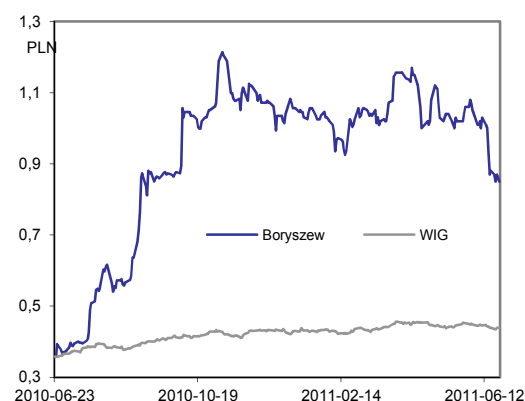
Na rynku przetwórców metali kolorowych od drugiej połowy 2010 roku ma miejsce ożywienie w sprzedaży zarówno na rynku krajowym jak i za granicą. To z kolei powoduje, że spółki powoli decydują się na zwiększenie marży przerobowych, w związku z czym zwiększają się wyniki operacyjne. Europejski rynek automotive po spadkach z 2009 roku osiągnął poziom dna, ale od początku 2011 roku w wybranych krajach UE sporego jest odciążenie sprzedaży.

Profil spółki

Działalność Spółki oparta jest na przetwórstwie metali kolorowych oraz ich stopów, produkcji przewodów gumowych dla branży automotive, produkcją środków chemicznych i polimerów, materiałów budowlanych oraz łożysk. Około 45% sprzedaży kierowane jest do branży budowlanej, a około 55% do przemysłu. Około 50% sprzedaży jest generowane z eksportu.

Ważne daty

30.08 - sprawozdanie finansowe za H1 2011
10.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2011

Kurs akcji BRS na tle WIG**Jakub Szkopek**

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Borszew

BORY.WA; BRS PW

Kupuj

(Podwyższona)

Współpraca z VW się opłaca...

Dotychczasowa współpraca między Maflow a Volkswagenem (główny klient Maflow) potwierdza dobre perspektywy dla Grupy Borszew. Jest to wynikiem przede wszystkim sukcesów sprzedażowych VW, który w okresie I-IV zwiększył ilość zbywanych samochodów o 14,1%. Z kolei w V'11, gdy sprzedaż samochodów osobowych w UE wzrosła o 8,3% r/r, obok BMW był najsukcesowniejszym pod względem sprzedaży koncernem samochodowym. Maflow systematycznie odbudowuje portfel zamówień z Volkswagen AG, czego dowodem jest umowa z II'11 (potencjał 24-40 mln EUR w 2012-2016) oraz list intencyjny na dostawę systemu klimatyzacji do platformy MQB (Passat, Golf, modele Skody i Seata), którego potencjał to 100-120 mln EUR w okresie 2013-2017. Co więcej współpraca z VW zacieśnia się w obszarze potencjalnych przejęć. Jeżeli dojdzie do przejęcia AKT i Theysohn, Volkswagen zadeklarował zgodę na podwyżki cen produktów obu dostawców (VW to główny klient), co powodować będzie, że potencjalnie zakupywane aktywa będą rentowne na poziomie operacyjnym i netto już w pierwszym roku konsolidacji. Podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj, a cenę docelową akcji pozostawiamy na poziomie 1,2 PLN.

Sytuacja w branży samochodowej

Po stosunkowo słabym 1Q11 (-1,9% r/r), w V'11 sprzedaż samochodów osobowych w UE wzrosła o 8,3% r/r, z czego najwyższą dynamikę miała miejsce w Niemczech (+21,9% r/r).

Borszew nie rezygnuje z akwizycji

Borszew złożył ostateczną ofertę na zakup aktywów AKT oraz udziałów w Theysohn, przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją plastikowych komponentów głównie dla VW. W pierwszym przypadku termin oferty wyznaczono na 31 VII, a w drugim 15 VII. Szacujemy, że za oba przedsiębiorstwa Borszew łącznie wyda około 20 mln EUR, które sfinansowane zostaną ze środków z przeprowadzonej emisji akcji serii G (około 110 mln PLN). Według informacji prasowych konkurencja w procesie negocjacyjnym AKT i Theysohn jest niższa niż w przypadku Meteor, SaarGummi i Sealyx. Ofertę na wszystkie aktywa AKT złożył tylko Borszew, natomiast tylko jeden konkurent stara się o przejęcie zakładu w Hiszpanii, gdzie w negocjacjach preferowana jest sprzedaż całego majątku.

Usprawiedliwiona przecena?

Od momentu wydania rekomendacji na Borszew cena akcji spadła o 20,6%, a notowania Impexmetalu wzrosły o 4,9% (uwzględniając dywidendę 0,20 PLN). Zakładając że wartość nieruchomości nie zmieniła się (247 mln PLN), rynek w tym czasie przecenił pozostałą część Borszewa (w tym Maflow) o 29,8%. Tak duże dyskonto przy rosnących szansach na akwizycje i pojawieniu się potencjalnych umów z kontrahentami naszym zdaniem generuje okazję do kupna.

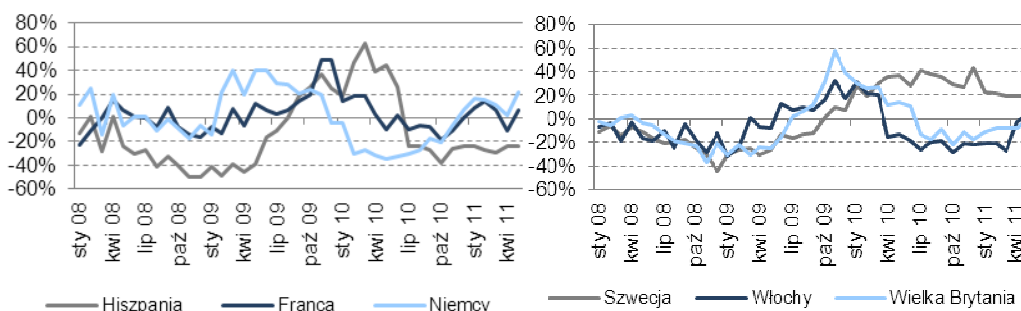
(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	2 288,7	3 133,8	4 110,0	4 174,7	4 414,8
EBITDA	215,9	272,0	334,4	382,0	422,4
marża EBITDA	9,4%	8,7%	8,1%	9,1%	9,6%
EBIT	139,9	192,3	238,2	288,3	331,9
Zysk netto	39,7	90,4	132,4	169,3	200,7
P/E	1,4	11,4	15,5	12,1	10,2
P/E (skorygowany*)	1,4	9,0	15,6	12,2	10,3
P/CE	0,5	6,0	9,0	7,8	7,1
P/BV	0,1	1,7	2,3	1,9	1,7
EV/EBITDA	5,2	7,7	8,5	6,7	5,6
DYield	0,0%	0,00%	0,00%	0,00%	3,91%

*Bez uwzględnienia sprzedaży nieruchomości w Szopienicach i Elanie

Koniunktura w branży samochodowej

Od początku 2011 roku ilość sprzedanych samochodów osobowych w Unii Europejskiej była na poziomie zbliżonym do tego, jaki zanotowany został w analogicznym okresie roku ubiegłego (-0,003% r/r). Najdynamiczniej liczba nowo zarejestrowanych samochodów rosła na terenie Szwecji (+20,2% r/r), Niemiec (+13,1% r/r) i Francji (+4,5% r/r). Słabo natomiast liczba nowo zarejestrowanych aut kształtowała się na terenie Wielkiej Brytanii (-7,3% r/r), Włoch (-15,4% r/r) i Hiszpanii (-25,7% r/r). Wyraźny wzrost sprzedaży samochodów osobowych w UE miał miejsce w maju (+8,3% r/r), na co wpływ miało wyraźne odbicie sprzedaży na terenie Niemiec (liczba nowo zarejestrowanych aut +21,9% r/r) oraz Francji (liczba nowo zarejestrowanych aut +6,1% r/r). Wysoka dwucyfrowa dynamika utrzymywała się również na terenie Szwecji (+19,1%), a we Włoszech po dwucyfrowych spadkach zanotowanych w drugim półroczu 2010 roku dynamika w maju wyniosła +3,6% r/r. Najgorzej sytuacja przedstawiała się na terenie Hiszpanii, gdzie w maju ilość zarejestrowanych nowych aut spadła o 23% r/r, utrzymując tym samym spadkowy trend obserwowany od roku.

Dynamika zarejestrowanych nowych samochodów w Hiszpanii, Francji i Niemczech (L) oraz w Szwecji i we Włoszech (P) (r/r; %)



Źródło: Bloomberg

Spośród niemieckich koncernów samochodowych dobre wyniki sprzedażowe pokazał Volkswagen (główny klient Maflow), który w okresie styczeń-kwiecień 2011 zwiększył ilość sprzedanych aut o 14,1% r/r (VW osobowe +11,2% r/r, Audi +17,0% r/r, Skoda +22,0% r/r, Seat +3,2% r/r, Scania +59,6% r/r i samochody ciężarowe +31,1%). Według informacji prasowych (Gazeta Giełdy Parkiet) w przypadku wzrostów sprzedaży aut, jakie miały miejsce na terenie Niemiec największe wzrosty odnotowały koncerny Volkswagen i BMW. Sukces sprzedażowy Volkswagena jest korzystny dla Maflow, dla którego niemiecki koncern samochodowy jest głównym odbiorcą produktów.

Maflow w pierwszej połowie 2011 roku

Wysokie zamówienia generowane przez głównego klienta Volkswagen pozytywnie wpływają na sprzedaż realizowaną w polskim oddziale w Tychach. Gorzej z kolei nadal sytuacja kształtuje się w zakładzie w Trezzano we Włoszech, którego głównym klientem jest Fiat (słabe wyniki sprzedażowe). Nie najlepiej wielkość zamówień kształtuje się w zakładach zlokalizowanych w Brazylii i w Chinach, gdzie nadal obłożenie utrzymuje się na niskim poziomie. Spadek cen aluminium i gumy w drugim kwartale powinien mieć natomiast pozytywny wpływ na poprawę rentowności na sprzedawanych produktach. W 1Q11 cały segment automotive Boryszewa wypracował 4,4 mln PLN zysku operacyjnego i szacujemy, że prawdopodobnie wynik ten zostanie powtórzony również w 2Q11. Obłożenie mocy produkcyjnych w zagranicznych zakładach powoli ulega poprawie, co wskazuje, że w drugiej połowie roku będzie możliwe wygenerowanie lepszych rezultatów segmentu automotive. Zarząd jak na razie jednak nie widzi powodów do obniżenia prognozy wyników finansowych na bieżący rok (przychody 3 936 mln PLN, EBITDA 337 mln PLN, zysk netto 176 mln PLN).

Przejęcia bardziej prawdopodobne niż wcześniej

Spółka poinformowała w komunikacie o złożeniu ostatecznej umowy zakupu aktywów AKT GmbH oraz 100% udziałów w międzynarodowych spółkach AKT. Oferta ważna jest do 31 lipca 2011 roku. Obroty Grupy AKT w 2010 roku przekroczyły 140 mln EUR. Oferta Boryszew obejmuje zakup wszystkich aktywów Grupy AKT (4 zakłady w Niemczech, Czechach i Hiszpanii), a produktami fabryk są wyroby plastikowe do samochodów w obszarze wnętrza, silnika, bezpieczeństwa i AGD. Głównymi odbiorcami są Grupa VW (ponad 80% sprzedaży), GM i Miele. W przypadku złożonej oferty, według publicznych informacji, istnieje tylko jedna kontroferata, której przedmiotem jest zakup pojedynczego zakładu w Hiszpanii. Zestawiając, to

z faktem, iż zamiarem sprzedającego jest zbycie aktywów w całości, prawdopodobnym jest, że oferta Boryszewa zostanie uznana jako lepsza.

Przejęcie zakładów AKT ma wymiar strategiczny. Do tej pory grupa osiągała niską rentowność operacyjną, ale na mocy dotychczasowej współpracy z Grupą Volkswagen, koncern zadeklarował, że w przypadku, gdyby nowym głównym udziałowcem został Boryszew, ten przeprowadzi podwyżki począwszy od drugiej połowy roku 2011, które spowodują, że przejmowane aktywa będą co najmniej na progu rentowności netto w 2H'11. Restrukturyzacja zakładu i kolejne zadeklarowane podwyżki cen produktów w roku 2012 powinny spowodować, że zakupione aktywa będą dostarczały dodatnie wyniki finansowe.

Spółka poinformowała również o podpisaniu listu intencyjnego w sprawie zakupu udziałów w spółkach Theysohn Kunststoff GmbH i Theysohn Formenbau GmbH w Niemczech. Strony zobowiązały się do przeprowadzenia transakcji do 15 lipca 2011 roku, według której Boryszew za kwotę 2,1 mln EUR zamierza przejąć udziały w obydwu przedsiębiorstwach. Spółki są ważnym dostawcą komponentów do Grupy Volkswagen, w tym tworzyw sztucznych do podwozia, oraz wyposażenia samochodów. Łączne obroty obu przedsiębiorstw w 2011 roku szacowane są na 72 mln EUR. Przejęcie Spółek Theysohn jest podobnie jak w przypadku AKT prawdopodobne ze względu na ograniczoną ilość złożonych ofert. Dodatkowo podobnie jak poprzednio Volkswagen zadeklarował przeprowadzenie podwyżek cen produktów, jeżeli Boryszew przejmie aktywa obu przedsiębiorstw.

Łącznie za obie Spółki Boryszew wyda kwotę około 20 mln EUR, co sfinansowane będzie z emisji akcji serii G (około 110 mln PLN).

Kolejne umowy z Volkswagenem w zasięgu ręki

Gazeta Giełdy Parkiet poinformowała, że Maflow podpisał list intencyjny z Volkswagenem na dostawę systemu klimatyzacji do samochodów, jakie będą produkowane od 2013 roku na bazie platformy MQB (następcy Golfa, Passata oraz nowe modele Skody i Seata). Maflow ma pokrywać około 50% zapotrzebowania na dostawy do platformy MQB, co można szacować na 1-1,5 mln samochodów w skali roku. Według danych podanych przez Gazetę wartość kontraktu dotyczącego platformy MQB to 20 mln EUR rocznie, co zakładając że umowa trwa 5-6 lat daje łączną wartość porozumienia na poziomie 100 - 120 mln EUR. Finalizacja umowy mogłaby nastąpić w ciągu kilku nadchodzących miesięcy. Zarząd Spółki ocenia, że biorąc pod uwagę dużą wartość potencjalnych zamówień szanse na podpisanie ostatecznej umowy są bardzo prawdopodobne. Informacje dotyczące zakwalifikowania Maflow na dostawę komponentów dla głównego odbiorcy potwierdzają, że Spółka po upadku jest w stanie odnawiać zamówienia z klientami i posiada z nimi relacje, które będą procentować zwiększeniem sprzedaży w przyszłości.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Boryszew

Rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2011-04-07
kurs z dnia rekomendacji	1,05
WIG w dniu rekomendacji	45730,96