

7 kwietnia 2011

Raport analityczny
Przemysł
Polska

Cena bieżąca	2,19 PLN
Cena docelowa	2,3 PLN
Kapitalizacja	2,5 mld PLN
Free float	1,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	15,4 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Roman Karkosik	58,04%
Pozostali	41,96%

Strategia dotycząca sektora

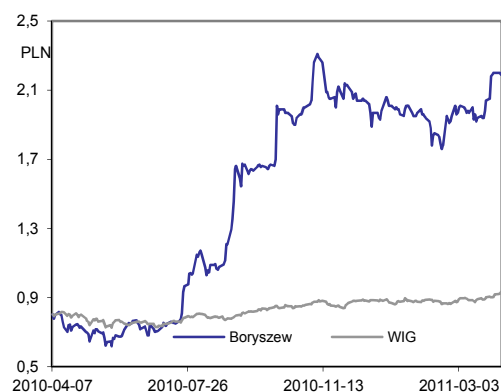
Na rynku przetwórców metali kolorowych od drugiej połowy 2010 roku ma miejsce ożywienie w sprzedaży zarówno na rynku krajowym jak i za granicą. To z kolei powoduje, że spółki powoli decydują się na zwiększenie marży przerobowych, w związku z czym zwiększają się wyniki operacyjne. Europejski rynek automotive po spadkach z 2009 jest jak na razie pod względem sprzedaży słaby. Producenci pozytywnie jednak spoglądają na 2011 rok.

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

15.04 - dzień określenia prawa poboru akcji serii G
28.04 - sprawozdanie finansowe za 2010 rok
12.05 - sprawozdanie finansowe za Q1 2011
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

Boryszew

Akumuluj

BORY.WA; BRS.PW

(Nowa)

Potencjał jeszcze nie wykorzystany...

Przejęcie podmiotów Grupy Maflow daje Boryszewowi szansę na istotne zwiększenie wyników operacyjnych w przyszłości (prognoza DI BRE +24% EBIT w 2011 roku). Maflow w kolejnych latach będzie odbudowywał swoją rynkową pozycję, a pamiętać trzeba, że jeszcze w 2005 i 2006 roku zysk operacyjny samej części krajowej sięgał 80-85 mln PLN przy obrocie rzędu 300-350 mln PLN. Mimo procesów upadłościowych, jakie miały miejsce w 2009 roku nowy właściciel przedłuża wcześniejsze umowy i zawiera nowe (umowa z Volkswagen AG z połowy lutego br. to potencjał 24-40 mln EUR w latach 2012 - 2016). Szacujemy, że segment automotive w 2011 roku będzie w stanie wygenerować około 780 mln PLN przychodów ze sprzedaży, a pamiętać należy, że potencjał dawnej Grupy Maflow szacowany był na około 300 mln EUR (Grupa osiągała 250 mln EUR przychodów przed upadkiem). Gdyby udało się przejąć jeden z 6 analizowanych obecnie celów akwizycyjnych, to w przyszłości szybka odbudowa potencjału, jak ma to miejsce w przypadku Maflow może przynieść wartość dodaną dla akcjonariuszy oraz szybką poprawę rezultatów w przyszłości. Oceniamy, że Spółka powinna skorzystać również na dobrym otoczeniu w przemyśle UE, do którego kierowane jest około 40% sprzedaży (produkcja przemysłowa w styczniu była wyższa o 10,3% r/r w Polsce, +12,5% w Niemczech i +5,4% r/r we Francji). Dodatkową wartością w Grupie Boryszew stanowią nieruchomości (Warszawa ul. Łucka, Hutmen we Wrocławiu, Katowice Szopienice, Katowice po hucie Silesia i Elana Toruń), których wartość przypadająca akcjonariuszom jednostki dominującej oceniamy na 247 mln PLN (0,22 PLN na akcję). W naszej wycenie uwzględniamy sprzedaż gruntów w Szopienicach, Toruniu i Warszawie, które wpływają pozytywnie na wycenę w kwocie 207 mln PLN (0,18 PLN na akcję). Premia na wskaźnikach wynikach jest uzasadniona przez wartość nieruchomości, które odpowiadają za 9,4% wartości fundamentalnej Spółki. Rekomendujemy akumuluj dla akcji Boryszewa a cenę docelową akcji ustalamy na poziomie 2,3 PLN.

Emisja neutralna (win - win)

Planowana emisja 1128,5 mln akcji serii G o cenie emisyjnej 0,10 PLN sfinansuje przejęcie jednego/dwóch z 6-ściu potencjalnych celów akwizycyjnych z branży automotive. Jeśli przejęcie się nie powiedzie, to wówczas w przyszłości wyniki będą się poprawiać za sprawą dochodzenia do wyższej rentowności Grupy Maflow. Sukces przejęcia, to możliwość istotnego polepszenia wyników w przyszłości.

Prognoza Zarządu

Prognoza Zarządu (poparta opinią biegłego rewidenta) zakłada wypracowanie w 2011 roku 3 936 mln PLN przychodów, 337 mln PLN EBITDA, 240 mln PLN EBIT i 176 mln PLN zysku netto. 4,2% różnica względem naszych szacunków, wynika z 14,2% wyższych cen miedzi.

(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	3,5	27,3	18,7	14,6	12,3
P/E (skorygowany*)	3,5	21,8	18,7	14,7	12,4
P/CE	1,2	14,5	10,8	9,4	8,5
P/BV	0,3	4,0	3,2	2,5	2,2
EV/EBITDA	5,6	13,0	10,1	8,1	6,9
DYield	0,0%	0,00%	0,00%	0,00%	3,25%

*Bez uwzględnienia sprzedaży nieruchomości w Szopienicach

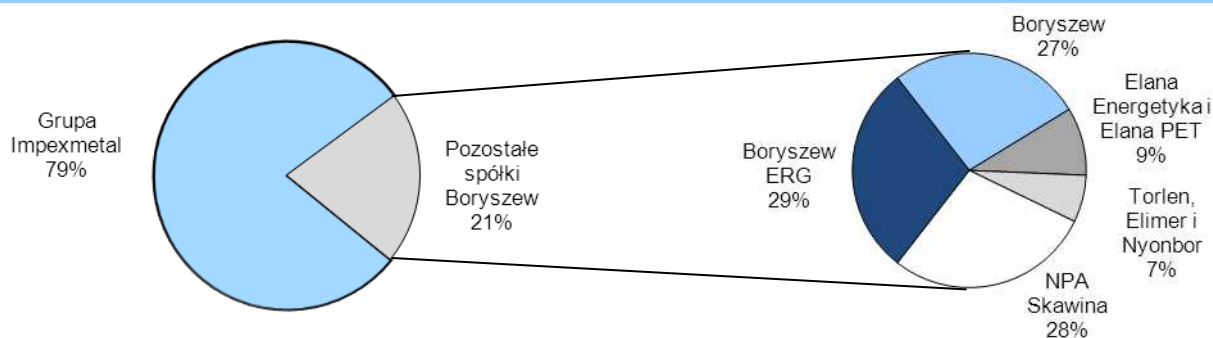
Profil działalności

Grupa Boryszew

Grupa Boryszew składa się z szeregu spółek zajmujących się przetwórstwem metali kolorowych i ich stopów (Grupa Impexmetal, NPA Skawina), produkcją przewodów dla branży automotive (Boryszew - oddział Maflow, Maflow BRS, Maflow Spain, Maflow do Brazil, Maflow Components Dalian, Maflow France), produkcją środków chemicznych i polimerów (Boryszew ERG, Boryszew – oddział Elana, Torlen, Elana PET), materiałów budowlanych (Boryszew ERG) oraz sprzedażą łożysk (FŁT Polska).

Okolo 79% przychodów ze sprzedaży Boryszew to efekt działalności spółek zrzeszonych w Grupie Impexmetal, zajmującej się przetwórstwem metali kolorowych, produkcją łożysk, oraz recyklingiem akumulatorów. Okolo 21% sprzedaży Grupy przypada na pozostałe spółki Grupy Boryszew, z czego 5,6% na jednostkę dominującą, reprezentowaną przez oddział Elana (włókna cięte) oraz Boryszew oddział Maflow (przewody dla branży automotive). Okolo 6,0% przychodów Grupy generuje Boryszew ERG, odpowiadający za produkcję środków pomocniczych do przetwórstwa tworzyw sztucznych, okładzin elewacyjnych, płynów eksploatacyjnych dla motoryzacji, klejów do papieru oraz opakowań. Kolejne 5,9% przychodów Grupy realizowane było przez NPA Skawina, zajmującej się produkcją walcówki z aluminium i stopów aluminium dla elektro-energetycznych producentów kabli. Pozostałe 3,4% przychodów realizowane jest przez spółki Elana Energetyka (sprzedaż i dystrybucja czynników energetycznych), Elana PET (recycling PET) oraz Torlen (produkcja przędz poliestrowych). Udział w przychodach pozostałych spółek jest niższy niż 1%.

Udział przychodów poszczególnych podmiotów Grupy w 1-3Q10 (%)

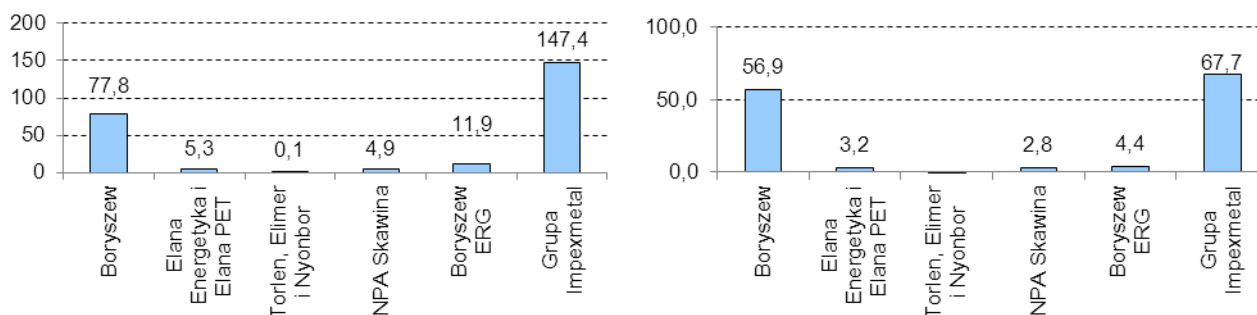


Źródło: Boryszew S.A.

Pod względem wypracowanej wartości EBITDA największą wartość w 1-3Q10 wygenerowała Grupa Impexmetal (147,4 mln PLN), z czego 70,9 mln PLN przez Hutę Aluminium Konin (produkcja wyrobów walcowanych) i 34,8 mln PLN w 1-3Q10 przez Baterpol (recycling akumulatorów). Drugą pod względem wypracowanej wartości EBITDA spółką w Grupie była jednostka dominująca (Boryszew 1-3Q10 77,8 mln PLN EBITDA). Wśród pozostałych spółek Grupy na wyróżnienie zasługuje również Boryszew ERG, który wypracował 11,9 mln PLN wartości EBITDA.

Podobnie jak w przypadku wartości EBITDA, tak pod względem zrealizowanego wyniku netto najbardziej rentownymi spółkami Grupy były jednostka dominująca Boryszew oraz Grupa Impexmetal.

Wartość EBITDA (mln PLN) (lewy wykres), oraz wartość zysku netto (bez włączeń konsolidacyjnych) (mln PLN) (prawy wykres) poszczególnych podmiotów Grupy w 1-3Q10



Źródło: Boryszew S.A.

Grupa Impexmetal

Boryszew posiada 50,64% udziału w notowanym na giełdzie w Warszawie Impexmetal. Spółka zajmuje się przetwarzaniem aluminium na wyroby gorąco i zimno walcowane (Huta Aluminium Konin), przetwarzaniem miedzi na półwyroby oraz wytwarzaniem stopów z udziałem miedzi (Hutmen, WM Dziedzice). W ofercie znajdują się również wyroby z cynku i ołowiu, w tym blachy cynkowo-tytanowe, anody cynkowe, odlewnicze stopy cynku, oraz tlenki cynku i ołowiu (ZM Silesia, Huta Oława). W grupie obecny jest również podmiot zajmujący się produkcją metalu (ołów), jaki pozyskuje się w procesie recyklingu akumulatorów (Baterpol). Poza tym w Grupie obecne są Spółki trudniące się sprzedażą łożysk dla motoryzacji i przemysłu (FLT Polska).

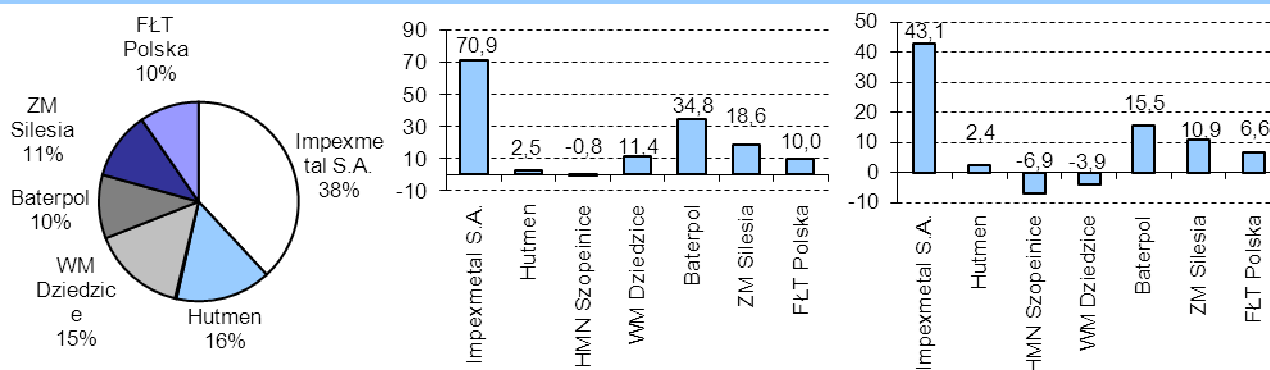
Grupa około 50% sprzedaży kieruje na eksport, głównie do krajów Europy Zachodniej. Około 75% sprzedaży zagranicznej jest wysyłana do Niemiec, dlatego kształtowanie się koniunktury w przemyśle i budownictwie zachodniego sąsiada ma decydujące znaczenie dla wielkości wolumenu sprzedaży realizowanego przez Grupę Impexmetal.

Koszt metali używanych do procesu produkcji odpowiada za około 60% ponoszonych kosztów wytworzenia, a to powoduje, że na poziom przychodów duży wpływ ma kształtowanie się cen metali na światowych rynkach. Kontrakty z kontrahentami zawiązywane są na zasadzie cena metalu + marża przerobowa lub cena za tonę przerobionego metalu, dlatego wzrost cen metali w części dotyczącej przerobu nie wpływa na poziom realizowanych wyników operacyjnych. Znacznie większy efekt może być związany ze wzrostem marży producentów wlewk i gąsek, który nie jest ujmowany w formule ustalania ceny produktu, a znajduje swoje miejsce w kosztach wytworzenia.

W przypadku spółek zajmujących się przetwórstwem metali w Grupie (HAK, Hutmen, WM Dziedzice, ZM Silesia) podstawowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na osiągane wyniki operacyjne jest wzrost wolumenów (w 1-3Q10 +20% r/r), który pozwala przetwórcy metali na podnoszenie marży przerobowych. Te ostatnie dotychczas były ograniczane przez rosnące premie producentów wlewk i gąsek. Jak na razie według informacji z branży premia producentów wlewk i gąsek nie wzrośnie do końca IH11.

Więcej informacji na temat branży, do jakich Spółka sprzedaje swoje wyroby, asortymentu oraz czynników wpływających na wysokość wypracowywanych wyników operacyjnych przedstawiamy w raporcie analitycznym dotyczącym wyceny Grupy z dnia 18 listopada 2010 roku.

Udział przychodów (%) (lewy wykres), wartość EBITDA (mln PLN) (środkowy wykres), oraz wartość zysku netto (bez włączeń konsolidacyjnych) (mln PLN) (prawy wykres) poszczególnych podmiotów grupy w 1-3Q10



Źródło: Boryszew S.A.

Boryszew - oddział Elana

Boryszew oddział Elana wchodzi w skład jednostki dominującej Grupy Boryszew. Głównym przedmiotem działalności operacyjnej jest produkcja i sprzedaż włókien oraz tworzyw poliestrowych, w tym włókien ciętych pod nazwą „Elana” do produkcji włókien meblowych, odzieżowych lub wypełnień kołder i poduszek, oraz włókien do produkcji włókien technicznych do przemysłu samochodowego (wyściółki wnętrza bagażników, nadkoli, czy chodniczków samochodowych). Oddział zajmuje się również świadczeniem usług przerobu polimeru amorficznego na polimer PET (służącego do produkcji plastikowych butelek).

W przypadku produkcji w części włókien ciętych rozwój segmentu został znacząco ograniczony za sprawą silnej i taniej konkurencji azjatyckiej i związanym z tym importem wyrobów poliestrowych w postaci tkanin, dzianin i wyrobów konfekcjonowanych. To spowodowało spadek rentowności krajowej produkcji branży bawełniarskiej i wełniarskiej, i upadek dużych i wieloletnich klientów Elany (Wilma, Zawiercie, Polontex). W rezultacie powyższego Spółka, podobnie jak konkurencja zmuszona była do zrezygnowania z masowej produkcji i skupieniu się na poszerzeniu gamy produktów o wyższej wartości dodanej (włókna do filtrów przemysłowych, geotekstyli, produkty higieniczne oraz produkty dla przemysłu samochodowego i medycznego). W przypadku Elany w sierpniu 2008 roku podjęto decyzję o zamknięciu produkcji na linii Neumag (włókna cięte) i sprzedaży urządzeń pod koniec 2008 roku (moce w zakresie włókien ciętych spadły z 2,15 ton miesięcznie do 1,0 ton miesięcznie).

Dodatkowym negatywnym czynnikiem mającym wpływ na wielkość i rentowność sprzedaży włókien technicznych (motoryzacja, budownictwo, filtracja) było otwarcie nowych mocy wytwórczych na terenie kraju (m. in. Filtry Haft w Gorzowie w zakresie włókien filtracyjnych) przy jednoczesnym obniżeniu koniunktury, co w szczególności dotknęło przemysł motoryzacyjny i meblarski. Zwiększenie mocy produkcyjnych miało miejsce również w zakresie produkcji włókien sanitarnych i higienicznych (Lentex, Novita), opartych na surowcach pozyskiwanych z rynku wtórnego (recyklaty). Również w Elanie obecne moce wytwórcze (1,0 ton miesięcznie) bazują na recyklatkach (płatki PET oraz regranulaty). Przeprowadzone działania restrukturyzacyjne pozwoliły na poprawę rentowności produkcji w ramach oddziału Elana. Wciąż jednak użytkowany dotychczas park maszynowy nie pozwala na produkcję płaskich włókien ciętych przeznaczonych na cele sanitarne, dla przemysłu samochodowego oraz produkcji filtrów. Głównymi odbiorcami na rynku krajowym są Lentex, Texton, Politec, Adax, Novita, z kolei na rynkach zagranicznych to w zakresie włókien igłowanych przemysłu samochodowego Grupa Borgers, Alder, Intea oraz włókien igłowanych ogółem (Temafor). Konkurencja na rynku krajowym dotyczy przede wszystkim firm z takich krajów jak Rumunia, Tajwan, Korea Południowa, Niemcy, Indie czy Irlandia.

Wolumen sprzedaży i wielkość przychodów oddziału Elana w latach 2007-2010

Wolumeny (Tony)	2007	2008	2009	IH10
Elana (włókno cięte razem)	29 984	20 393	12 664	6 456
Torlen (włókno ciągłe razem)	16 379	10 791	692	0
Polimer	47 696	33 994	13 866	203
Włókniny Spunbound (tys. m2)	5 554	2 709	555	0
Razem	94 059	65 178	27 222	6 659
Wartość (mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Elana (włókno cięte razem)	135,7	83,8	51,0	25,8
kraj	81,7	46,5	34,2	15,1
eksport	54,0	37,3	16,7	10,8
Torlen (włókno ciągłe razem)	130,4	81,4	6,1	0,0
kraj	93,9	52,6	3,1	0,0
eksport	36,5	28,8	2,8	0,0
Polimer	202,3	37,3	4,7	0,7
kraj	166,0	26,9	2,2	0,2
eksport	36,3	6,4	0,2	0,5
Włókniny Spunbound	10,9	5,5	1,2	0,0
kraj	10,8	5,5	1,2	0,0
eksport	0,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	41,8	48,2	25,7	bd.
Razem	1 000,2	460,2	149,2	bd.

Źródło: Boryszew S.A.

W przypadku włókien ciągłych w celu zwiększenia przejrzystości oraz możliwości redukcji kosztów w 2009 roku podjęto decyzję o wydzieleniu części produkcyjnej włókien ciągłych z Oddziału Elana do celowo zawiązanej Spółki – Torlen.

W zakresie oddziału Elana prowadzona jest również produkcja granulatu PET (Politereftalan etylenu), stosowanego do produkcji opakowań i folii. Udział w sprzedaży na rynku krajowym od lat 2003-2004 konsekwentnie spada (z 45-50%) do 12,5% obecnie, co spowodowane jest uruchomieniem instalacji SK Eurochem (Włocławek), DOW w Schopau (Niemcy) oraz dwóch instalacji na Litwie przez Nemuno Banga. Obecnie produkcja w zakresie polimeru PET

prowadzona jest na zasadach usługi przerobu powierzonych materiału, a sprzedaż kierowana jest głównie do odbiorców krajowych (Granulat PET uzyskuje się z polimeru amorficznego, a nie jak w przypadku Elany PET odpadu butelkowego).

Torlen

Spółka jest producentem przędz poliestrowych wysokowytrzymałych o niskim skurczu do zastosowań włókienniczych (niti szwalnicze, plandeki samochodowe, żaluzje, węże ogrodowe) i przemysłowych (filtry do wody pitnej). Podobnie jak w przypadku włókien ciętych, również we włóknach ciągłych zwiększenie importu z dalekiego wschodu spowodowało zmniejszenie zamówień od wcześniejszych klientów i spadek cen na rynku krajowym. Szczególnie negatywny wpływ dla branży miało zniesienie ceł na import wyrobów gotowych z Chin. Głównymi odbiorcami przędz poliestrowych z Torlenu pozostają klienci segmentu firanek (Haft, Fako), tkanin (Optex) oraz segment wyrobów technicznych (Cellfast, Polix, Technitex). Zamówienia pozostają jednak na znacznie niższych poziomach niż miało to miejsce we wcześniejszych latach, co związane jest z dalekowschodnią konkurencją, której produkty nie odbiegają jakościowo od asortymentu oferowanego przez Torlen. Dodatkowo w przypadku przędz technicznych importerzy oraz zagraniczni producenci oferują przędze o znacznie wyższych niż w przypadku Torlenu właściwościach technicznych, jakich nie można uzyskać na obecnie użytkowanym w Spółce parku maszynowym. Konkurencją na rynku krajowym to przede wszystkim producenci z Azji, ale również Invista z Niemiec, czy Khimvolokno z Białorusi. Głównymi rynkami zbytu w zakresie sprzedaży zagranicznej są Węgry, Wielka Brytania, Niemcy i Rosja.

Wolumen sprzedaży i wielkość przychodów spółki Torlen w latach 2007-2010

Wolumeny (tony)	2009	IH10
Włókna ciągłe	3 518	1 981
kraj	1 518	622
eksport	1 932	1 359
Wartość (mln PLN)	2009	IH10
Włókna ciągłe	28,1	17,4
kraj	10,7	4,7
eksport	17,4	12,7

Źródło: Boryszew S.A.

Elana PET

Spółka prowadzi działalność związaną z recyklingiem PET, polegającą na skupie poużytkowych butelek z tworzyw sztucznych z terenu całej Polski i przetworzenie ich na płatki PET (produkt finalny). Te z kolei, przez odbiorców używane są do produkcji włókien poliestrowych. Dodatkowym przedmiotem działalności Spółki jest świadczenie usług z branży mechanicznej, elektrycznej i automatycznej (wykonywanie stalowych konstrukcji spawanych, badania i diagnostyka maszyn, regeneracja części, elektroautomatyka przemysłowa, komputerowe cięcie blach, azotowanie jonowe, czy montaż linii produkcyjnych).

Przez wiele lat funkcjonowania głównym odbiorcą płatków PET był oddział Elana, ale w związku ze spadkiem wolumenu sprzedaży podjęto decyzję o restrukturyzacji zakładu w 2008 roku i poszukiwanie nowych odbiorców w kraju i za granicą. Obecnie na rynku płatków PET głównym problemem są ograniczenia w pozyskaniu używanych butelek niezbędnych do produkcji. Głównymi odbiorcami na rynku krajowym są Ergis z Oławy, Comfort z Świdnicy, PTS z Grodziska Mazowieckiego, Jurex z Włocławka, Wald-Gold z Brańska oraz oddział Elana. Głównymi konkurentami na rynku krajowym są Polowat z Bielska Białej, KristMar z Będzina, CS Recykling z Płocka oraz Wibo z Mielca. Na rynku zagranicznym do grona odbiorców należą PRT z Austrii oraz Silon z Czech.

Wolumen sprzedaży i wielkość obrotu spółki Elana PET w latach 2007-2010

Wolumeny (tony)	2007	2008	2009	IH10
Produkty	5 367	6 423	6 344	bd.
Wartość (mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Płytki	11,1	14,8	13,3	7,6
Relpet	1,2	0,2	0,0	0,0
Usługi remontowo-konserwacyjne	13,2	11,5	9,3	4,0
Ścieki	7,2	5,1	1,7	0,0
Transport	1,6	0,9	0,0	0,0
Pozostałe usługi	1,0	0,5	0,2	0,1
Razem	35,8	33,1	24,0	11,9

Źródło: Boryszew S.A.

Problemem związanym z recyklingiem PET pozostaje trudna do określenia fluktuacja ilości odpadów na rynku i zapotrzebowania na płatki.

Elana Energetyka

Spółka sprzedaje czynniki energetyczne na rynku lokalnym, to jest w bezpośrednim sąsiedztwie oddziału Elana Toruń, który jest jednocześnie głównym odbiorcą. Istotną pozycją w wynikach Elana Energetyka są przychody ze sprzedaży nadwyżek „emisji CO²” (księgowane na poziomie pozostałych przychodów; do sprzedaży corocznie przeznaczane jest około 170 tys. jednostek EUA). Oprócz czynników energetycznych Spółka sprzedaje również żużel powstały ze spalania węgla kamiennego oraz wodę demineralizowaną, surową, pitną oraz ciekły azot.

Wolumen sprzedaży i wielkość przychodów spółki Elana Energetyka w latach 2007-2010

Wolumeny	2007	2008	2009	IH10
Ciepło (GJ)	1 313 725	557 320	275 730	bd.
Energia elektryczna (MWh)	145 038	91 571	46 885	bd.
Woda (tys. m ³)	831	600	295	bd.
Woda DEMI (tys. m ³)	139	68	12	bd.
Woda chłodnicza (tys. m ³)	53 382	4 685	0	bd.
Chłód (GJ)	105 063	53 246	3 603	bd.
Ścieki wg TW (tys. m ³)	63	77	222	bd.
Ścieki - przesył (tys. m ³)	1 396	834	434	bd.
Ścieki - oczyszczanie (tys. m ³)	54	65	25	bd.
Sp. pow. Mokre (tys. N m ³)	162 088	46 157	1 868	bd.
Sp.pow. Suche (tys. N m ³)	150 971	10 1570	20 653	bd.
Azot gazowy (tys. N m ³)	9 857	3186	606	bd.
Gaz ziemny (m ³)	109 270	13 183	0	bd.
Wartość (mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Ciepło	34 841	16 991	11 332	bd.
Energia elektryczna	33 129	25 054	19 468	bd.
Woda	1 578	1 407	1 047	bd.
Woda DEMI	752	592	188	bd.
Woda chłodnicza	5 741	648	0	bd.
Chłód	5 084	3 167	318	bd.
Ścieki wg TW	159	210	691	bd.
Ścieki - przesył	425	269	331	bd.
Ścieki - oczyszczanie	89	265	57	bd.
Sp. pow. Mokre	5 394	1 961	125	bd.
Sp.pow. Suche	5 721	5 083	1 544	bd.
Azot gazowy	1 600	1 127	368	bd.
Gaz ziemny	143	18	0	bd.
Pozostałe	1 472	770	767	bd.
Razem	96 128	57 562	36 236	17,6

Źródło: Boryszew S.A.

Boryszew ERG

Podstawowym przedmiotem działalności Boryszew ERG jest produkcja i handel wyrobami chemicznymi, opakowaniami przemysłowymi, oraz materiałami dla budownictwa.

W zakresie wyrobów chemicznych Spółka wytwarza środki do przetwórstwa polichlorku winylu, jego komponentów, celulozy i kauczuku. Środki znajdują szerokie zastosowanie do produkcji lakierów nitrocelulozowych, chlorokauczukowych i polistyrenowych, olejów smarnych i dyspersji winylowo-akrylowych. Sprzedaż środków pomocniczych (środki chemiczne) odbywa się na rynek polski oraz na rynek wschodni, głównie na Ukrainę, Litwę i Białoruś. Udział w rynku krajowym szacuje się na poziomie 30% dla plastyfikatorów, 10% dla stabilizatorów i 2% dla smarów. Głównymi konkurentami na rynku krajowym są ZAK Kędzierzyn. Na rynku zagranicznym widoczna jest obecność takich koncernów jak BASF, czy DEZA Czechy.

Spółka w ramach środków chemicznych sprzedaje również kleje przemysłowe na bazie polioctanu winylu i kopolimerów, znajdujących zastosowanie w budownictwie, przemyśle opakowań, produkcji gazet i książek oraz klejeniu drewna. Udział w krajowym rynku klejów do papieru sięga 40%, klejów do przemysłu tekstylnego - 20% i klejów dla przemysłu meblarskiego 15%. Wśród konkurencji znajdują się takie podmioty jak Syntos, Zakłady Chemiczne Paprocki w Świącicach, Ekstrem (Belgie) oraz Jowat (Niemcy).

Spółka jest również producentem płynów eksploatacyjnych do samochodów oraz płynów do napełniania instalacji chłodniczych, klimatyzacyjnych, grzewczych i solarnych. Udział w krajowym rynku płynów do chłodziw wynosi około 35%, a głównymi konkurentami są PKN Orlen, Organika Łódź oraz Mobil i Shell. W przypadku rynku płynów do instalacji Ergolid udział wynosi około 55%, a konkurencja, to przede wszystkim Organika Łódź oraz Vestoil.

Boryszew ERG jest producentem opakowań z polipropylenu, polietylenu i polistyrenu przeznaczonych do transportu różnych wyrobów. Asortyment obejmuje kształtki styropianowe, beczki polietylenowe, wiadra, łubianki i pojemniki. Udział w krajowym rynku opakowań PP i PE wynosi około 45%, a głównymi konkurentami są Nitroerg Bieruń, Invac Technologies Warszawa. W przypadku wyrobów styropianowych konkurencję stanowią Knauff Industries Mszczonów i HSV Polska Kędzierzyn Koźle.

W przypadku materiałów budowlanych Spółka produkuje elewacje winylowe typu Siding z twardego polichlorku winylu, podsufitówki winylowe, drzwi zewnętrzne, kamień elewacyjny oraz materiały dekoracyjne ze styropianu. Sprzedaż odbywa się głównie na rynku polskim. Głównymi konkurentami są w zakresie drzwi stalowych są KMT Stal, Stalprodukt Zamość, Fabryka Drzwi Stalowych Capek; w zakresie sidingu i sufitówki Gamrat Jasło, Cellfast Krosno, VOX Industrie, Royal Europa; oraz w zakresie elementów dekoracyjnych ze styropianu Decora, Domstyl i Tarczyn.

Wolumen sprzedaży i wielkość przychodów spółki Boryszew ERG w latach 2007-2010

Wolumeny (tony)	2007	2008	2009	IH10
Chemia	14 276	12 563	14 046	bd.
Motoryzacja	13 586	12 296	12 469	bd.
Materiały budowlane		2 834	1 866	bd.
Opakowania	1 509	1 517	1 317	bd.
Kleje	6 300	5 428	6 499	bd.
Razem	34 162	30 287	33 014	bd.
Wartość (mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Chemia	73,4	61,6	56,6	41,2
Motoryzacja	46,7	42,3	40,3	15,7
Materiały budowlane	42,0	42,9	31,8	11,8
Opakowania	11,4	8,8	5,7	2,3
Kleje	18,7	17,2	18,0	9,9
Razem	203,6	184,2	162,0	85,2

Źródło: Boryszew S.A.

Asortyment z grup motoryzacja i materiały budowlane dystrybuowany jest za pomocą własnej sieci dystrybucyjnej, natomiast z grup kleje i opakowania kierowane są do klientów instytucjonalnych.

Maflow

Historia Grupy Maflow (wówczas Manuli) sięga 1935 roku, kiedy początki produkcji związane były głównie z produkcją węży gumowych do transportu płynów. W 1983 roku Spółka zakupiła przedsiębiorstwo Stratoflex – wówczas jednego z głównych producentów przewodów klimatyzacyjnych, a w roku 1990 przejęło 33% udziałów w Murray Europe, głównego dostawcy przewodów klimatyzacyjnych i przewodów wspomagania kierownicy dla Fiata. Od początku lat 90-tych Grupa rozwijała się bardzo dynamicznie poprzez aktywa związane z produkcją przewodów klimatyzacyjnych. Zakupiono między innymi Flexmatic, otwarto nowy zakład w Santander (Hiszpania) oraz przeniesiono produkcję we Francji do nowego zakładu. W roku 1998 powstał również zakład produkcyjny w Kurytybie w Brazylii, a udział w Murray Europe został zwiększony do 100%. W 2000 roku podjęto decyzję o wydzieleniu dywizji Automotive, którą następnie w 2004 roku sprzedano funduszowi ILP. W 2006 roku zmieniono nazwę dywizji na Maflow, a w 2007 roku zakupiono grupę Codan – światowego producenta wyrobów

klimatyzacyjnych i gumowych. Jeszcze w 2008 roku Grupa Maflow-Codan posiadała zakłady w Europie (Włochy, Francja, Hiszpania, Polska, Wielka Brytania) oraz w Chinach, Brazylii, Argentynie, Meksyku, Korei, Tajlandii, Malezji. Spadek zamówień w motoryzacji jaki miał miejsce na przełomie 2008 i 2009 roku sprawił, że zadłużona Grupa nie sprostała nowym realiom poprzez co wiele zakładów Maflow weszło w procesu upadłości lub procesy im pokrewne.

Europejski rynek przewodów klimatyzacyjnych ze względu na dostawcę (%)

Dostawcy	Udział w rynku
Maflow	22%
Conti	18%
Visteon	12%
Eaton	11%
Hutch	10%
Ti Auto	8%
Dayco	7%
Denso	4%
Parker	3%
Inni	5%

Źródło: Boryszew S.A.

Udział Grupy Maflow w rynku przewodów klimatyzacyjnych w Europie szacowany jest na poziomie 22%.

Boryszew – oddział Maflow

Polski oddział Maflow zakupiony został 10 sierpnia 2010 roku od syndyka masy upadłościowej za kwotę 73,9 mln PLN (nabycie zorganizowanej części przedsiębiorstwa z obciążeniami leasingowymi w wysokości 6,8 mln PLN, bez długu). W skład nabytego przedsiębiorstwa wchodzi Zakład w Tychach (odpowiadający za produkcję przewodów do systemów klimatyzacyjnych) oraz dwa zakłady w Chełmku (zajmujących się produkcją przewodów z gumy oraz przewodów klimatyzacyjnych, wspomagania kierownicy oraz przewodów aktywnego zawieszenia). Udział zakupionego przedsiębiorstwa w europejskim rynku przewodów klimatyzacyjnych szacuje się na około 22% (9-10% udziałów na rynku światowym). Zakład dostarcza komponenty do takich producentów samochodów jak Volkswagen (Audi, Skoda, Seat), Fiat, Jaguar, Land Rover, Volvo (wraz z Volvo Trucks), DAF, Scania, SAAB, Opel, Renault (Dacia), Citroen, Peugeot oraz Ford. Odbiorcy produktów Maflow zlokalizowani są w Polsce, Niemczech, Czechach i Szwecji.

Największy udział w oferowanym asortymencie w polskim oddziale Maflow stanowią przewody klimatyzacyjne (około 90%), kolejne miejsca zajmują przewody wspomagania kierownicy (około 5%) oraz przewody pozostałe (3%). Mimo problemów związanych z procesem upadłościowym zakładów i zmianą głównego właściciela polskim oddziałom skutecznie udaje się przedłużać obowiązujące umowy z kontrahentami, a obecne moce produkcyjne wykorzystywane są w przypadku linii aluminiowej w 80% dla klientów Volkswagen, 50% dla klienta Fiat, 90% dla klienta Renault, a linii stalowej w 70% dla Volvo, DAF i Scania. Spółka w wyniku procesu upadłościowego nie odnotowała istotnego zmniejszenia ilości pracującej kadry o wysokich kwalifikacjach.

Przychody ze sprzedaży według grupy produktowej w Maflow Polska w latach 2007 – 2010

(mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Przewody klimatyzacyjne	493,3	451,2	434,0	210,1
Przewody zawieszenia aktywnego	0,7	0,1	0,2	0,4
Przewody hamulcowe	0,0	0,0	0,1	0,1
Przewody paliwowe	3,3	4,8	3,4	0,7
Przewody wodne	0,0	0,5	0,4	0,2
Przewody pozostałe	3,5	12,8	14,5	7,3
Przewody olejowe	9,6	3,9	6,1	1,7
Przewody wspomagania kierownicy	2,7	20,7	22,8	11,7
Razem	513,0	494,1	481,5	232,1

Źródło: Boryszew S.A.

Historycznie oddział Maflow Polska bardzo szybko zwiększał poziom przychodów, na co złożyło się również przeniesienie produkcji z Holandii (w 2002 roku) oraz otwarcie nowego zakładu w Chełmku w 2006 roku. W latach 2005-2006 Spółka osiągała sprzedaż na poziomie 200-350 mln PLN i marżę EBITDA w wysokości 25-30%.

Ustalanie cen z koncernami samochodowymi odbywa się na zasadzie platform produktowych, które wystawiane są na przetargach, gdzie oprócz ceny kryteriami są jakość i design. Założenia dotyczące cen, są rewidowane jeśli koszt danego surowca zmieni się o wartość wyższą niż 5-10% w zależności od kryterium. Umowy konstruowane są na kilka lat i z czasem obowiązywania przewidują spadek jednostkowej ceny nabywanych komponentów (co wynika z wyższych kosztów na R&D ponoszonych na początku procesu produkcji). W długim okresie marża na dostarczanych do koncernów motoryzacyjnych komponentów jest stabilna co wynika z prowadzonej przez koncerny polityki dzielenia udziałów między dostawców w proporcjach 40:40:20, dzięki czemu w przypadku gdyby jeden z dostawców odniósł kłopoty związane z dostawą pozostali go zastępują. Drugim powodem utrzymywania się marży na stabilnym poziomie w długim okresie jest dostęp do wiedzy know-how i umiejętność zastosowania odpowiedniego designu. W obliczu ograniczonej ilości dostawców koncerny samochodowe nie mogą sobie pozwolić na istotne obniżanie cen komponentów, co prowadziłoby z jednej strony do wojny cenowej wśród dostawców, a z drugiej strony do możliwości utraty źródeł części w przypadku, gdyby więcej z podmiotów upadło.

W 2011 prawdopodobnie wzrost przychodów w Grupie Maflow będzie miał charakter wyłącznie wzrostu cen produktów, skutkiem wzrostu cen surowców. Wzrost obrotu będący konsekwencją pozyskania nowych zamówień nastąpi prawdopodobnie dopiero w 2012 roku, gdy Spółka wygra zamówienia do platform nowych modeli samochodów. Jedne z takich zamówień wpłynęło do Spółki w drugiej połowie lutego 2011 roku od Volkswagen AG, którego produkcja i dostawy rozpoczyna się w 2012 roku i trwać będą co najmniej do roku 2016. Platforma ta obejmuje jedno z najbardziej popularnych modeli aut Grupy Volkswagen – Skoda Fabia i Seat Ibiza. Wartość zamówień szacowana jest między 4,8 a 8 mln EUR rocznie, czyli 24 do 40 mln PLN w ciągu trwania całego kontraktu (umowa ma zostać podpisana w ciągu kilku kolejnych tygodni). Nowe zamówienie potwierdza zdolność Spółki do walki o nowe kontrakty i możliwość odbudowy dawnego potencjału w przyszłości.

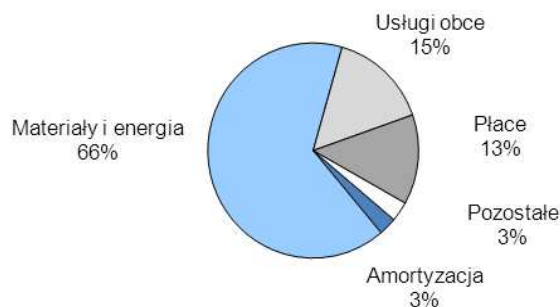
W związku z problemami, jakie Grupa Maflow doświadczyła w końcówce roku 2008 i w roku 2009 kompletny rachunek zysków i strat za rok 2008 nie został dostarczony do stosownego wydziału Krajowego Rejestru Sądowego. W 2009 roku pracę Spółki nadzorował syndyk masy upadłościowej, poprzez co odpowiedni rachunek wyników nie został sporządzony.

Skrócony rachunek zysków i strat Maflow Polska w latach 2005–2007

(mln PLN)	2005	2006	2007
Przychody ze sprzedaży	310,0	359,0	525,7
zmiana (r/r)		15,8%	46,4%
Koszty działalności operacyjnej	234,6	284,9	521,3
Amortyzacja	14,2	11,9	14,3
Zużycie materiałów i energii	163,9	202,3	341,8
Usługi obce	18,7	24,3	79,2
Podatki i opłaty	1,2	1,4	1,9
Wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne	30,5	37,6	70,4
Pozostałe	6,0	7,4	13,6
EBIT	85,6	80,4	13,4
marża EBIT	27,6%	22,4%	2,5%
EBITDA	99,8	92,3	27,6
marża EBITDA	32,2%	25,7%	5,3%
Zysk netto	69,0	66,4	6,6

Źródło: Boryszew S.A.

Największy udział w koszcie wytworzenia w oddziale Maflow Polska mają koszty materiałowe (około 56%), a koszty energii około 3%. Wydatki na wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne stanowią około 13% kosztów działalności operacyjnej, a amortyzacja około 3%.

Udział kosztów wytworzenia w oddziale Maflow Polska (%)

Źródło: Boryszew S.A.

W latach 2007-2008 inwestycje w polskim oddziale Maflow miały charakter utrzymaniowy, natomiast w latach 2009-2010 dokonywane były tylko niezbędne inwestycje do kontynuacji działalności przedsiębiorstwa. Wydatki na środki trwałe w roku 2011 można szacować na około 2-3 mln EUR.

Maflow BRS

Włoska Spółka Maflow BRS została założona w wrześniu 2010 roku, a 1 października nabyła zespoły przedsiębiorstw od spółki Maflow S.p.A. w Administracji Nadzwyczajnej i zespołów przedsiębiorstw od spółki Man Servizi S.r.l. w Administracji Nadzwyczajnej (za 7,9 mln EUR). W sumie Maflow BRS składa się z trzech jednostek biznesowych - zakładu produkcyjnego w Trezzano Sul Naviglio (produkcja przewodów do klimatyzacji i przewodów hamulcowych), zakładu produkcyjnego w Ascoli Piceno (dostawca zaawansowanych technologicznie przewodów gumowych do pozostałych zakładów Maflow) i zakładu badawczo rozwojowego zlokalizowanego w obydwu miejscowościach (projektowanie i testowanie przewodów).

Zakład w Trezzano Sul Naviglio obsługuje lokalnych producentów aut, w tym głównie koncern Fiat i Scania. Obecne obłożenie mocy produkcyjnych zakładu znajduje się na niskim 25% poziomie, czego przyczyną jest była utrata odbiorcy, jakim był koncern BMW. Obecnie planuje się ponowne pozyskanie zamówień od wcześniej obsługiwanego koncernu oraz rozpoczęcie dostaw przewodów do nowego Fiata Pandi i nowych przewodów hamulcowych do Scani.

Zakład w Ascoli Piceno jest dostawcą przewodów gumowych do spółek grupy Maflow oraz klientów zewnętrznych, do których kierowane jest około 1/3 sprzedaży zakładu (Eaton, Contitech). Fabryka leży w zagłębiu chemicznym w środkowych Włoszech, co sprawia, że surowiec potrzebny do produkcji (mieszanka gumy) uzyskiwany jest od lokalnych producentów. Wykorzystanie mocy produkcyjnych zakładu w Ascoli obecnie szacowane jest na poziomie 70-75%.

Maflow Spain Automotive

Zakład Maflow zlokalizowany w Hiszpanii (w pobliżu Santander) został zakupiony za 1,5 mln EUR w dniu 8 października 2010 roku. Spółka w odróżnieniu od wspomnianych wyżej zakładów zajmuje się montażem przewodów wyprodukowanych w oddziałach na terenie Polski i Włoch. Asortyment obejmuje przewody do klimatyzacji oraz wspomagania kierownicy. Produkty dostarczane są do zakładów koncernów samochodowych zlokalizowanych na terenie Hiszpanii i Portugalii (Volkswagena, Renault, Citroena i Opla). Zakład ma odpowiadać za obsługę największych koncernów motoryzacyjnych zlokalizowanych na terenie półwyspu iberyjskiego. Model taki jest nie do uniknięcia w motoryzacji, gdzie panuje zasada dostaw just in time (ponadto eksperci dostawców muszą być dostępni w razie problemów w określonym przez umowy odstępie czasu od zgłoszenia do pojawienia się na taśmie produkcyjnej). Obecne obłożenie mocy produkcyjnych w oddziale Hiszpańskim wynosi około 70%.

Maflow do Brasil

Oddział Maflow w Brazylii został nabyty w dniu 29 października 2010 roku przez Maflow BRS – podmiot zależny od Boryszew S.A. za kwotę 200 tys. EUR (zapłata za Maflow do Brasil i Maflow Components Dalian). Zakład brazylijski zlokalizowany jest w pobliżu fabryk Renault i Nissana, z kolei fabryki Volkswagena, PSA, Sciani i General Motors oddalone są w odległości 500 km (w pobliżu Rio de Janeiro i Sao Paulo). Podobnie jak w przypadku oddziału we Włoszech, zakład w Brazylii zajmuje się składaniem półproduktów wykonanych przez Maflow oddział Boryszew i Maflow BRS we Włoszech. Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych fabryki w Brazylii znajduje się na poziomie 60%.

Przychody ze sprzedaży według grupy produktowej w Maflow do Brasil w latach 2007 – 2010

(mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Przewody klimatyzacyjne	44,9	38,6	41,4	26,4
Przewody wspomaganie kierownicy	1,6	1,3	1,2	0,6
Razem	46,5	39,8	42,6	27,0

Źródło: Boryszew S.A.

Maflow Components Dalian (Chiny)

Podobnie jak oddział w Brazylii, tak i Spółka zlokalizowana w Chinach została zakupiona 29 października przez Maflow BRS. W zakresie kompletności łańcucha produkcyjnego oddział jest najbardziej rozbudowanym zakładem z Grupy Maflow. Produkcja obejmuje gumę pierwotną (mieszanka gumowa), przewody gumowe oraz kompletne zestawy przewodów do klimatyzacji i wspomaganie kierownicy. Głównymi klientami oddziału są Shanghai Behr Termosystem, FAW (Audi China), czy Senstar. Obecne wykorzystanie mocy produkcyjne szacuje się na 40%.

Przychody ze sprzedaży według grupy produktowej w Maflow Components Delian w latach 2007 – 2010

(mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Przewody klimatyzacyjne	2,9	4,7	17,2	9,7
Przewody gumowe wspomaganie kierownicy	0,0	0,0	2,6	1,1
Mieszanka gumowa	0,0	1,3	2,4	0,2
Razem	2,9	5,9	22,2	11,1

Źródło: Boryszew S.A.

Niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych w oddziale Chińskim w połączeniu z bardzo szybko rozwijającym się rynkiem lokalnym sprawia, że w przyszłości prawdopodobne będzie istotne zwiększenie przychodów na tym rynku, bez ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z inwestycjami.

Maflow Francja

Dodatkowo 6 grudnia 2010 roku Boryszew poinformował o przejęciu oddziału Maflow we Francji za 1,8 mln EUR (plus dodatkowo 1,9 mln EUR za cesję umowy leasingu na nieruchomości). Zakład we Francji montuje i produkuje elementy przewodów (guma dostarczana jest z Maflow Ascoli). Największym odbiorcą fabryki jest PSA (55%), następnie Renault (35%) i oddział w Hiszpanii (11%). Podobnie jak w przypadku pozostałych zakładów największy udział w strukturze przychodów przypada na przewody klimatyzacyjne (około 65%), przewody do układu kierowniczego (około 23%) oraz przewody aktywnego zawieszenia (4%).

NPA Skawina

Spółka jest największym w kraju i jednym z większych w Europie producentów walcówki z aluminium i stopów aluminium z przeznaczeniem do produkcji elektro-energetycznych przewodów i kabli oraz walcówki nie przewodowej stosowanej w hutnictwie stali jako odtleniacz. W oferowanym asortymencie znajduje się również drut i elektroenergetyczne żyły aluminiowe gołe. Łączne moce wytwórcze Spółki, 40 tys. ton rocznie w zakresie walcówki i około 6 tys. ton w zakresie drutu.

Ubiegły rok był stosunkowo ciężki dla producentów walcówki aluminiowej, co było związane ze spadkiem wolumenów produkcji i marży. Towarzyszyły temu problemy z zakupem pierwotnego aluminium i wzrostem premii producentów wlewk i gasek. Z rynku europejskiego wycofał się dostawca wenezuelski EuroAlloy, a Rusal (Rosja) i Alro (Rumunia) zdecydowały się na zwiększenie produkcji pierwotnego aluminium i ograniczenie produkcji w zakresie nisko marżowej walcówki. Wzrost premii przerobowej obserwowany w ubiegłym roku był okazją do odzyskania udziałów w rynku walcówki przewodowej oraz stopowej. Obecna strategia ma na celu skoncentrowanie się na produkcji wysoko marżowych produktów o wyższej wartości dodanej (walcówki stopowe oraz przewody), kosztem walcówek nisko przetworzonych, w obrębie których nadal utrzymuje się istotna konkurencja.

Wolumen sprzedaży i wielkość obrotu spółki NPA Skawina w latach 2007-2010

Wolumeny (tony)	2007	2008	2009	IH10
Walcówka przewodowa	29 104	20 810	9 694	2 959
kraj	16 165	9 905	1 653	568
eksport	12 939	10 905	8 041	2 391
Walcówka stopowa	7 171	11 830	5 493	2 468
kraj	1 007	1 373	0	36
eksport	6 164	10 457	5 493	2 432
Razem	42 805	33 429	20 003	8 467
Wartość (mln PLN)	2007	2008	2009	IH10
Walcówka przewodowa	262,1	157,3	59,8	23,2
kraj	144,3	73,3	9,8	4,6
eksport	117,8	83,9	50,1	18,6
Walcówka stopowa	65,4	67,1	39,4	21,0
kraj	9,2	10,5	0,0	0,3
eksport	56,1	56,7	39,4	20,7
Razem	391,8	261,8	136,7	71,0

Źródło: Boryszew S.A.

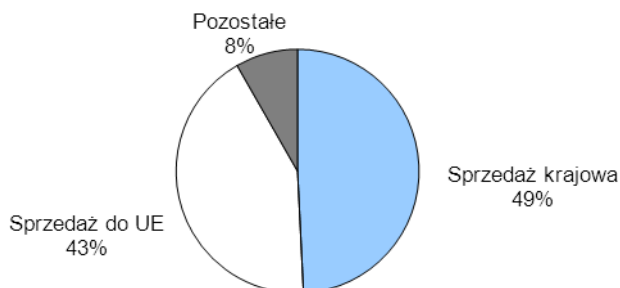
W perspektywie kilku kolejnych lat Spółka zamierza istotnie zwiększyć sprzedaż na rynku krajowym, co związane będzie z planowanymi pracami nad modernizacją struktury w polskiej energetyce, która posiada jeden z najstarszych systemów sieciowych w Europie. Niemniej jednak rynek krajowy nadal pozostaje konkurencyjny, również za sprawą składanych ofert takich firm jak Trefinasa (Hiszpania), czy CTC (USA), które stosują bardzo agresywny marketing zarówno ekonomiczny jak i polityczny.

Dodatkowym czynnikiem mogącym mieć pozytywny wpływ na sprzedaż NPA Skawina są rosnące ceny miedzi w relacji do aluminium. Obecna cena miedzi, to 3,6x cena aluminium, podczas gdy średnio od początku 2000 roku relacja ta znajdowała się na poziomie 2,1. Wkrótce może się okazać, że część odbiorców półproduktów z metali zmniejszy zamówienia na komponenty wykonane z miedzi na rzecz substytutów. W przypadku drutów i walcówki przewodowej te produkuje się z miedzi, ze stali z izolacją miedzianą, bądź aluminium. Wzrost cen miedzi może skierować znaczną część zapotrzebowania na produkt, ku temu wykonanego z aluminium, a na tym korzystać powinna NPA Skawina.

Sprzedaż krajowa i eksportowa

W 2010 roku głównym rynkiem Grupy Boryszew był kraj z 49% udziałem (Grupa Impexmetal 51%). Większość przychodów zagranicznych jest realizowana w krajach Unii Europejskiej (43%) (Grupa Impexmetal 44%), z tym w szczególności do Niemiec (za sprawą wysokiego 75% udziału w eksporcie do Niemiec produktów Grupy Impexmetal), oraz pozostałych krajów (8%).

Udział sprzedaży krajowej i eksportowej w 2010 roku (%)



Źródło: Boryszew S.A.

Sezonowość sprzedaży

W Grupie Boryszew sprzedaż niektórych części grup asortymentowych cechuje się sezonowością. Dotyczy to przede wszystkim:

- Polimer butelkowy (Boryszew oddział Elana), ze względu na nasilenie popytu na napoje w okresie letnim.

- Płyny dla motoryzacji (Boryszew ERG), gdyż najwyższa sprzedaż płynów samochodowych następuje pod koniec roku.
- Przewody napowietrzne (NPA Skawina), w okresie wiosna – jesień ze względu na panujące dobre warunki pogodowe w tym okresie.
- Miedziane rury instalacyjne, rury z miedzioniklu, rury kondensatorowe z mosiądzu (Hutmen, Dziedzice), w wyniku zintensyfikowania prac budowlanych w okresie wiosna – jesień, oraz prac modernizacyjnych w ciepłownictwie poza sezonem grzewczym.
- Blachy cynkowo-tytanowe (ZM Silesia), w okresie wiosna – jesień, ze względu na dobrą pogodę potrzebną do prac przy pokryciach dachowych.
- Siding oraz drzwi (Boryszew ERG), za sprawą wyższej sprzedaży w okresie dobrej pogody.
- Przewody samochodowe (Maflow), w wyniku ograniczenia produkcji przez koncerny samochodowe w okresie lipiec-sierpień i mniejszymi w związku z tym zamówieniami.

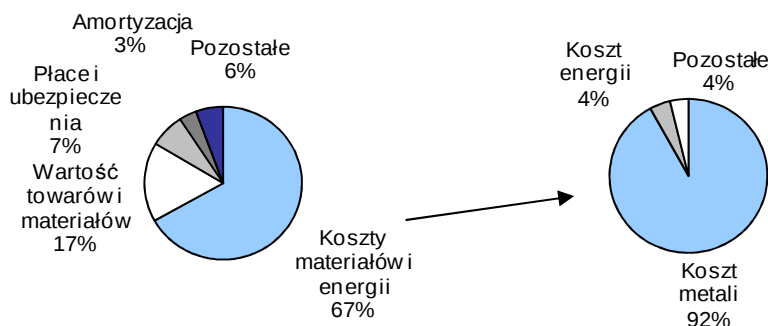
Udział kosztów wytworzenia

Strukturę kosztów wytworzenia prezentujemy z podziałem na Grupę Impexmetal (która głównie zajmuje się przetwórstwem metali) oraz pozostałe spółki Grupy Boryszew.

Grupa Impexmetal

Największy udział w kosztach wytworzenia przypada na materiały i energię (66%), a w następnej kolejności wartość sprzedanych towarów i materiałów (17%) i wydatków na płace i ubezpieczenia (7%). Amortyzacja i pozostałe koszty to 10% ogólnych wydatków produkcyjnych. W kosztach materiałów i energii największy udział mają wydatki poniesione na zakup metali wykorzystanych do produkcji (92% kosztów materiałów i energii oraz 61% kosztów ogółem). Koszty energii i pozostałe koszty związane z nośnikami energii (gaz i inne materiały) odpowiadają za 8% kosztów materiałowych i energii oraz około 5% kosztów ogółem.

Udział kosztów wytworzenia w Grupie Impexmetal (lewy wykres) i rozbiecie kosztów materiałów i energii (prawy wykres) w 2009 roku (%)

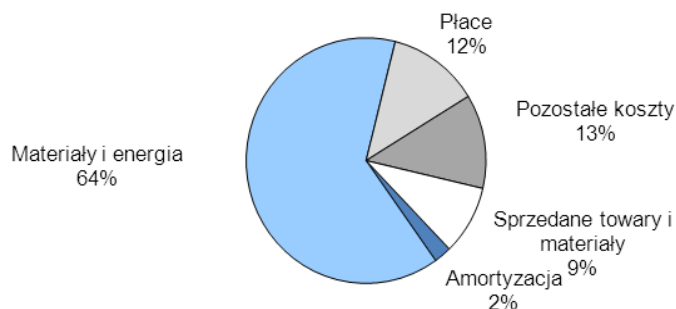


Źródło: szacunki DI BRE Banku

Pozostałe Spółki Grupy Boryszew

W przypadku pozostałych Spółek Grupy Boryszew, największy udział w koszcie wytworzenia stanowią materiały i energia (64%). Pozostałe koszty odpowiadają za 13% wydatków ogółem, a płace 12%. Amortyzacja odpowiada za 2% kosztów sprzedaży.

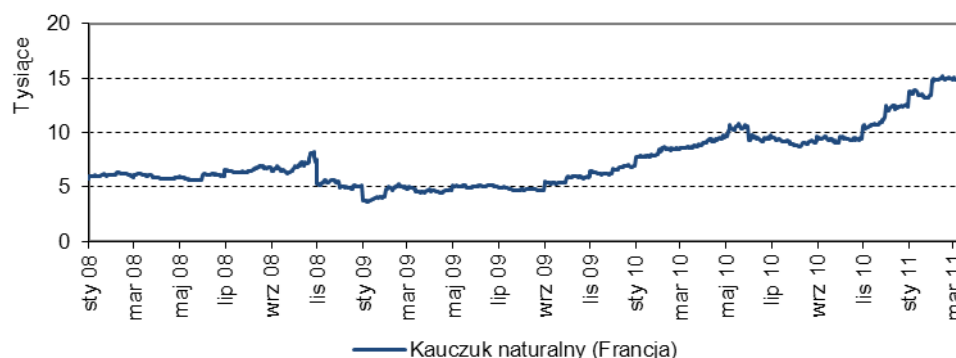
Udział kosztów wytworzenia w pozostałych spółkach Grupy Boryszew w 2009 roku (%)



Źródło: Boryszew S.A. Szacunki DI BRE Banku

Koszt materiałów i energii w różnych spółkach Grupy Boryszew wygląda odmiennie. W NPA Skawina, podobnie jak w Impexmetal, głównym kosztem są aluminiowe gąski i wlewki. W przypadku oddziału Elana koszty materiałowe związane są przede wszystkim z polimerem włóknotwórczym do produkcji Torlenu, polimerem amorficznym oraz płatek PET używany do wytworzenia włókien ciętych. W Elanie PET głównym kosztem są butelki skupowane w celu produkcji płatków PET. W przypadku Grupy Maflow głównymi kosztami materiałowymi są guma (której ceny są wyznaczane przez kauczuk używany w procesie wulkanizacji do produkcji) oraz aluminium, które jest zakupowane od dużych dostawców i przetwórców (np. Norsk Hydro). Zakupy materiałowe do Grupy Maflow są realizowane w EUR, co przy zawiązywanych kontraktach na dostawy gotowych produktów w tej samej walucie znacznie zmniejsza ryzyko walutowe.

Notowania kauczuku naturalnego we Francji (tys. PLN)



Źródło: Bloomberg

Polityka zabezpieczeń Grupy Boryszew

W Grupie Boryszew przychody i koszty związane z polityką zabezpieczeń księgowane są na poziomie przychodów i kosztów finansowych, z kolei pokryte transakcje hedgingowe wchodzi do rachunku zysków i strat na poziomie działalności operacyjnej. Polityka hedgingowa jest prowadzona we wszystkich podmiotach w Grupie Impexmetal w związku z eliminacją ryzyka zmian cen metali oraz kursów walut. Szczególnie dotyczy to umów długoterminowych oraz tych gdzie z góry zakłada się stałą cenę przerobionego metalu. W przypadku wszystkich podmiotów Grupy Impexmetal poza Baterpolem spółki zabezpieczają się przed wzrostami cen metali (pozycja długa) w momencie zawarcia umowy sprzedaży. W Baterpolu z kolei spółka zabezpiecza się przed spadkami cen ołowiu w momencie, kiedy następuje dostawa akumulatorów (pozycja krótka).

Otoczenie makroekonomiczne

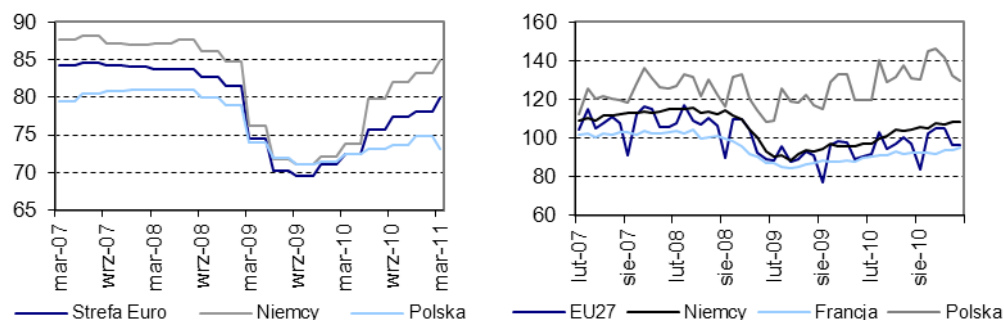
Otoczenie makroekonomiczne dla Grupy Boryszew analizujemy z punktu widzenia branży budowlanej, przemysłu oraz branży samochodowej. W Grupie Impexmetal szacujemy, że około 55-60% przychodów generowane jest przez odbiorców przemysłowych, a pozostałe 45-40% do budownictwa. W przypadku pozostałych Spółek Grupy Boryszew, to Boryszew oddział Elana sprzedaje głównie do przemysłu lekkiego (tekstylny), a oddział Maflow do przemysłu samochodowego. Odbiorcami Elany Energetyka są lokalni odbiorcy przemysłowi i komunalni, a Elany PET i Torlenu odbiorcy przemysłowi, często związani z branżą tekstylną. W przypadku Boryszewa ERG klientami są przemysł chemiczny, motoryzacyjny i spożywczy. Tylko 15% przychodów generowanych przez Boryszew ERG jest kierowana do branży budowlanej. NPA Skawina produkuje głównie asortyment wykorzystywany w budownictwie energetycznym. W sumie pozostałe Spółki Grupy Boryszew w 55% sprzedaży kierują do branży przemysłowej, a pozostałe 45% przypada na branżę budowlaną.

Koniunktura w przemyśle polskim i europejskim

Na koniec marca 2011 roku wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle Europejskich wzrosło 80,0%, a na terenie Niemiec i Polski do odpowiednio 84,9% i 73,1%. Od początku 2010 roku wykorzystanie mocy we wszystkich wyżej wymienionych lokalizacjach miało tendencję rosnącą (jedyne większe załamanie miało miejsce w marcu w Polsce, gdzie odnotowano spadek do 73,1% wobec 74,9% zanotowanych w lutym). Biorąc pod uwagę wartość produkcji sprzedanej przemysłu, to ta w styczniu wzrosła na terenie Niemiec o 12,5% r/r wobec +11,3% r/r w grudniu i 11,1% r/r w listopadzie. Stabilnie, powyżej 5% r/r, sprzedaż kształtowała się we Francji, gdzie jej dynamika wynosiła 5,4% w I wobec 7,0% r/r w XII i 5,9%

r/r w XI. W Polsce sprzedaż produkcji przemysłowej w lutym wyniosła +10,7% r/r wobec 10,3% r/r w styczniu i 11,4% w grudniu.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%) (lewa skala), Wskaźnik produkcji sprzedanej przemysłu (2005=100) (prawa skala)

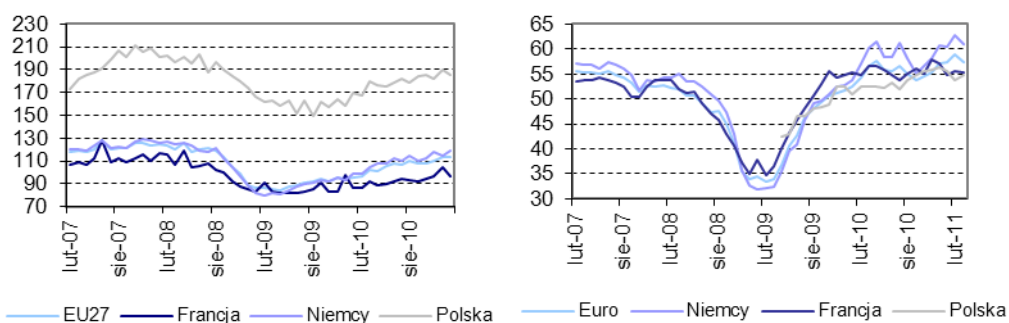


Źródło: Bloomberg

Mimo spadku wskaźników PMI dla przemysłu w strefie EU27 w sierpniu i wrześniu do poziomów odpowiednio 55,1 i 53,1 kolejne trzy miesiące przyniosły odciążenie, a wskaźniki wzrosły do poziomów 54,6 w październiku, 55,3 w listopadzie i 57,1 w grudniu. Ostatni odczyt w marcu sięgnął z kolei poziomu 57,5. Bardzo wysokie PMI dla przemysłu miały miejsce w lutym i marcu w gospodarce niemieckiej (odpowiednio 62,7 i 60,9) i zbliżyły się do najwyższych poziomów w całym 2010 roku zanotowanych w kwietniu (61,5). Na dobrej kondycji zachodniego sąsiada korzystała Polska, gdzie PMI w lutym i marcu osiągnęło odpowiednio 53,8 i 54,8 wobec maksymalnego poziomu w grudniu na poziomie 56,3. Na koniec marca wskaźniki PMI cały czas utrzymywały się powyżej 50 pkt we Włoszech (56,2) i Wielkiej Brytanii (57,1). Wysoki wskaźnik miał miejsce we Francji w grudniu (55,4).

Nowe zamówienia w przemyśle na terenie Unii Europejskiej osiągnęły pozytywną dwucyfrową dynamikę w drugiej połowie 2010 roku. W styczniu w Unii Europejskiej zamówienia rosły o 20,9% r/r wobec +19,2% r/r zanotowanych w grudniu 2010. Od czerwca 2010 roku nowe zamówienia w przemyśle niemieckim rosły z wysoką (około 20%) dynamiką, która w styczniu wyniosła 24,9%. We Francji i Hiszpanii nowe zamówienia w styczniu wzrosły o odpowiednio 16,2% r/r i 13,1% r/r wobec odpowiednio 4,8% r/r i 6,9% r/r zanotowanych w grudniu. Na terenie kraju nowe zamówienia w przemyśle w styczniu były o 10% r/r wyższe, wobec 23,4% r/r zanotowanych w grudniu i 8,8% r/r zanotowanych w listopadzie.

Wskaźnik nowych zamówień w przemyśle (lewa skala) (r/r) oraz wskaźnik PMI (prawa skala)

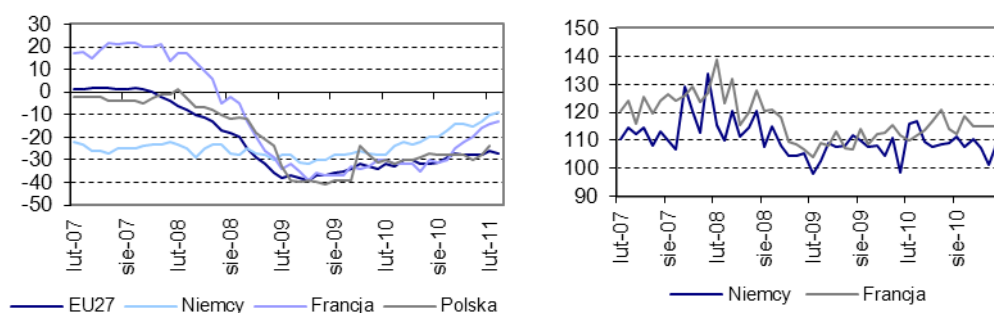


Źródło: Bloomberg

Koniunktura w budownictwie polskim i europejskim

Obecnie wskaźnik nastroju w budownictwie strefie Euro i poszczególnych krajach (Niemcy, Francja i Polska) znajduje się poniżej poziomu neutralnego, ale pozostaje w średnioterminowym trendzie wzrostowym. Wyraźne odbicie ma miejsce na terenie Niemiec, w związku z programami infrastrukturalnymi prowadzonymi na terenie tego kraju (w 2010 roku 4 mld EUR na infrastrukturę transportową oraz 10 mld EUR na budownictwo w szkolnictwie i infrastrukturze). To powinno generować popyt na materiały budowlane na terenie zachodniego sąsiada przynajmniej na początku 2011. W przypadku nowych zamówień w budownictwie te w Niemczech i Francji obecnie znajdują się na poziomie roku 2009.

Wskaźnik nastroju w budownictwie (lewa skala) oraz wskaźnik nowych zamówień w budownictwie (2000 = 100) (prawa skala)

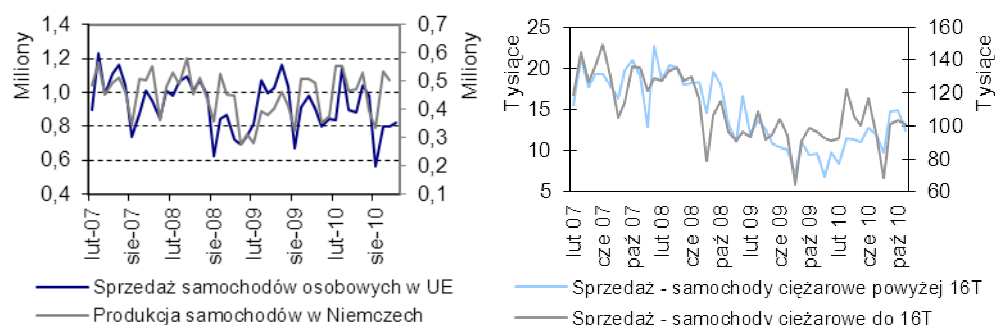


Źródło: Bloomberg

Koniunktura w branży samochodowej w Europie

Na tle przemysłu w Europie stosunkowo słabo prezentuje się branża samochodowa, co związane jest głównie ze słabą sprzedażą samochodów osobowych (liczba sprzedanych w styczniu i lutym samochodów w Europie była o 0,1% r/r wyższa po około 8,1% spadku w całym 2010 roku). Produkcja na terenie Niemiec w pierwszych dwóch miesiącach wprowadziła spadła o 1,6% r/r, ale za sprawą programów pomocowych dla motoryzacji ta w 2010 roku była już o 16,8% r/r wyższa. Znacznie lepiej kształtowała się sprzedaż samochodów do 3,5T, która w pierwszych dwóch miesiącach roku była o 9,5% r/r wyższa (po wzroście w 2010 roku o 4,7% r/r) oraz samochodów powyżej 16T, która w styczniu i lutym wzrosła o 57,9% r/r wobec wzrostu w 2010 roku o 2,7% r/r.

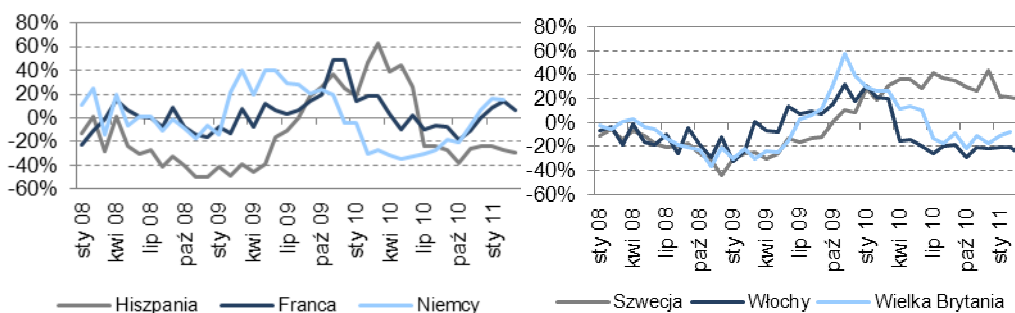
Sprzedaż samochodów osobowych w UE (lewa skala) produkcja samochodów w Niemczech (prawa skala) (mln sztuk) oraz sprzedaż samochodów ciężarowych w UE (tys. sztuk)



Źródło: Bloomberg

Analizując liczbę nowo zarejestrowanych samochodów w poszczególnych krajach Unii Europejskiej spostrzec można takie kraje jak Hiszpania, Francja, czy Włochy, gdzie w 3Q10 i 4Q10 można było zaobserwować dwucyfrową ujemną dynamikę rejestracji nowych aut. Szczególnie źle sytuacja przedstawia się we Włoszech i Hiszpanii, gdzie dynamika w grudniu nadal była o odpowiednio 21,7% i 23,9% niższa r/r (spadek w styczniu i lutym o odpowiednio 25,8% r/r i 20,6% r/r). We Francji dynamika w tym samym okresie sięgnęła 0% r/r, ale w styczniu i lutym sięgnęła +11,2% r/r. W Wielkiej Brytanii dynamika liczby nowo zarejestrowanych aut nadal w grudniu była o 17,9% niższa r/r, a styczniu i lutym wyhamowała do -10,2% r/r. Wśród krajów, które wyróżniają się pozytywnie można wymienić Niemcy i Szwecję. W pierwszym przypadku wprowadziła liczba nowo zarejestrowanych samochodów od początku 2010 roku była niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej (-23,4% r/r), ale różnica z każdym miesiącem była coraz mniejsza i w grudniu osiągnęła poziom 6,9% r/r, a w styczniu i lutym +15,8% r/r. Na terenie Szwecji, z kolei od początku 2010 roku liczba zarejestrowanych nowych aut była wyższa o ponad 10% r/r, a w grudniu osiągnęła poziom +48,6% r/r, z kolei w styczniu i lutym +22,1% r/r.

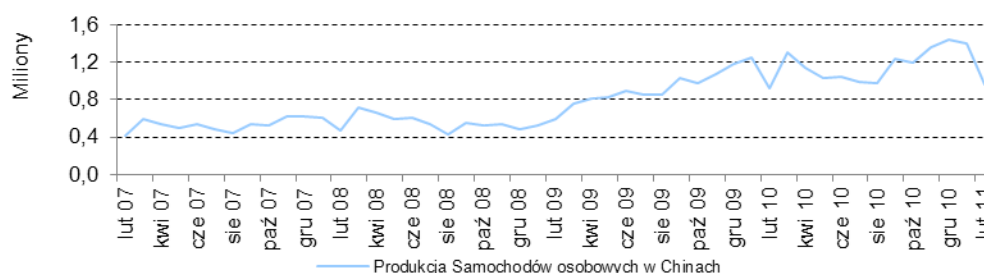
Dynamika zarejestrowanych nowych samochodów w Hiszpanii, Francji i Niemczech (l) oraz Szwecji, Włoszech i Wielkiej Brytanii (r/r)(%) (p)



Źródło: Bloomberg

Liczba nowych wyprodukowanych samochodów rośnie bardzo szybko w dalekowschodnich, szybko rozwijających się krajach jak Chiny czy Indie. W pierwszym z nich w 2010 roku liczba aut, które opuściły fabryki była wyższa o 26,8% r/r (w styczniu i lutym +13,1%). Rynek chiński i indyjski jest bardzo perspektywiczny również dla dostawców części samochodowych, którzy ze względu na niższe koszty wytworzenia coraz częściej podejmują decyzję na lokowanie tam swoich zakładów.

Produkcja samochodów osobowych w Chinach (mln sztuk)



Źródło: Bloomberg.

Rynek samochodowy w 2011 roku

Z badania przeprowadzonego przez Deloitte między 6 września, a 26 listopada 2010 roku wynika, że przedsiębiorcy z branży automotive spodziewają się wzrostu sprzedaży w 2011 roku (ponad 55% przedsiębiorców z branży przewiduje, że w najbliższych sześciu miesiącach rynki zbytu będą się powiększać, a wielkość sprzedaży wzrośnie). Dodatkowo około 1/3 respondentów twierdzi, że kolejnym roku będzie potrzebowała zwiększyć zatrudnienie, a tylko 11% jest zdania, że liczba pracowników będzie musiała zostać zmniejszona. Podobnie optymistycznie przedstawiciele z branży wypowiadają się na temat planowanych inwestycji. Około 47% ankietowanych wyraziło zdanie, że inwestycje w 2011 roku są bardzo prawdopodobne, a 28% że są możliwe.

Według ostatniego opracowania PricewaterhouseCoopers z 2010 roku rynek automotive w Europie Wschodniej w kolejnym roku odnotuje ponad dziesięcioprocentowy wzrost (+11% r/r), a w Europie Zachodniej 3% r/r wzrost. Sytuacja konsekwentnie ma się poprawiać w Europie wschodniej dzięki powolnemu wychodzeniu z recesji oraz zwiększenie potrzeby wymiany samochodów w wyniku starzenia się floty pojazdów (w wielu państwach Europy Wschodniej średni wiek życia pojazdu wynosi ponad 10 lat). Dodatkowo istotnym efektem wzrostu sprzedaży w Europie wschodniej będzie zwiększenie ilości pojazdów przypadających na jednego mieszkańca, gdyż obecnie dla roku 2009 poziom ten wynosił 253,4 aut na 1000 mieszkańców, podczas gdy w Europie zachodniej 507,5 aut na 1000 mieszkańców.

W starej części Europy szacuje się, że mimo spadku ilość nowo zarejestrowanych samochodów do poziomów nie notowanych od 1990 roku rynek ten będzie się odradzał stosunkowo powoli, co związane jest z dużym nasyceniem aut na mieszkańca. Dodatkowo w kolejnym roku w Europie zachodniej nie będzie widzialny efekt programów pomocowych na jakie wiele gospodarek się zdecydowało w roku 2010. Istotny efekt zwiększenia liczby nowo zarejestrowanych aut będzie prawdopodobnie widoczny dopiero w roku 2013, co wiązać się będzie z wprowadzeniem do oferty nowych modeli (w latach 2009-2010 koncerny

samochodowe zdecydowały się na ograniczenie prac nad nowymi modelami skutkiem odnotowanych spadków sprzedaży). Nie bez znaczenia będzie zastosowanie coraz to nowszych rozwiązań w zakresie oszczędności spalania i ochrony środowiska (układy hybrydowe).

Liczba nowo zarejestrowanych samochodów w Europie zachodniej i wschodniej w latach 2005-2013P

Rok	Europa Zachodnia		Europa Wschodnia	
	Nowo zarejestrowane samochody osobowe (mln sztuk)	zmiana r/r	Nowo zarejestrowane samochody osobowe (mln sztuk)	zmiana r/r
2005	14,4		2,9	
2006	14,7	2%	3,3	14%
2007	14,7	0%	4,3	30%
2008	13,5	-8%	4,9	14%
2009	12,6	-7%	2,6	-47%
2010P	12,1	-4%	2,7	4%
2011P	12,5	3%	3,0	11%
2012P	12,9	3%	3,4	13%
2013P	14,2	10%	3,8	12%

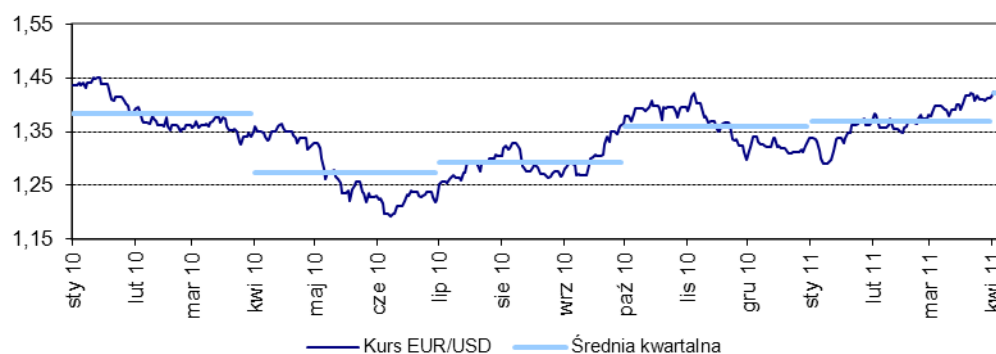
Źródło: PricewaterhouseCoopers 2010 Automotive Review

W przypadku producentów komponentów samochodowych przewiduje się, że w kolejnych latach branża nadal będzie poddawana istotnym zmianom, co powodowane będzie przez przenoszenie produkcji do lokalizacji zapewniających niższe koszty wytworzenia. Nie bez znaczenia będzie nadal postępujący proces identyfikowania nowych dostawców, którzy posiadającym know how i niskich kosztach produkcji zaoferują komponenty konkurencyjne do tych dostarczanych przez bieżących dostawców.

Sytuacja w przemyśle w 2011 roku

Dobra koniunktura w przemyśle w Europie Zachodniej w 2Q10 i 3Q10, to rezultat przede wszystkim sprzyjającego eksportowi kursu EUR/USD i odbudowie zapasów w strefie Euro. Obserwowane w 4Q10 umocnienie się EUR do USD powodować może, że w przyszłości ilość nowych zamówień w przemyśle powoli będzie wytracać swoją dynamikę. Wciąż jednak na dzień dzisiejszy nie ma wyraźnych sygnałów ze strony wskaźników PMI i nowych zamówień, aby wielkość produkcji przemysłowej w najbliższym czasie zmieniła swój wzrostowy trend.

Kurs EUR/USD w 2010 roku (USD)



Źródło: Bloomberg

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży grupy wzrosły o 51,7% r/r. Odkryło się to głównie za sprawą przychodów osiągniętych w segmencie Automotive (Maflow Polska) w wyniku nabycia aktywów produkcyjnych w 3Q10 i 4Q10 (aktywa polskie nabyte w sierpniu 2010 roku, aktywa włoskie na początku października 2010 roku, aktywa hiszpańskie w październiku 2010 roku, udziały w spółkach w Brazylii i Chinach w listopadzie 2010 roku oraz aktywa francuskie w grudniu 2010 roku). Wysoka dynamika przychodów miała również miejsce w segmentach handlu łożysk (o 41,3% r/r w wyniku wzrostu cen stali o 35,7% r/r), segmencie miedzi (o 38,1% r/r za sprawą wzrostu wolumenu sprzedaży w Hutmenie o 22,6% r/r i WM Dziedzice o 14,3% r/r oraz wzrostu cen miedzi o 33,4% r/r) oraz segmencie aluminium (+25,7% r/r za sprawą

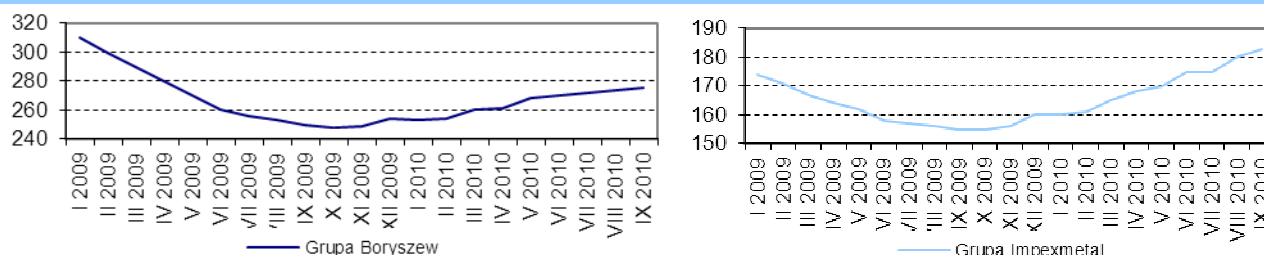
wzrostu wolumenu sprzedaży w HAK o 26,3% r/r i wzrostu cen aluminium o 19,7% r/r). Duży wzrost przychodów zanotowany został również w segmentach polimerów i poliestrów (+15,1% r/r – oddział Elana, Torlen, Elana Energetyka i Elana PET) pozostałych produktów chemicznych (+24,8% r/r - Boryszew ERG, Elimer i Nylonbor) i cynku i ołowiu (+21,9% r/r – ZM Silesia, Baterpol, Polski Cynk, Huta Oława) (W Baterpolu wolumen wzrósł o 12,9% r/r, a ZM Silesia +15,9% podczas gdy ceny ołowiu wzrosły o 7,6% r/r, a cynku o 7,4% r/r). Ogółem Spółki produkcyjne Grupy w 4Q10 sprzedały o 6% wolumenowo więcej produktów niż miało to miejsce w 4Q09.

Skrócony rachunek zysków i strat w 4Q10

(mln PLN)	2009	2010	zmiana	4Q09	4Q10	zmiana
Przychody ze sprzedaży	2 288,7	3 133,8	40,7%	601,4	912,3	51,7%
Polimery i poliestry	178,1	177,8	-0,1%	40,8	47,0	15,1%
Pozostałe produkty chemiczne	170,2	195,3	14,8%	41,4	51,7	24,8%
Automotive	0,0	194,7	-	0,0	130,1	-
Działalność holdingowa	1,2	1,3	5,1%	0,4	0,3	-29,7%
Aluminium	808,9	1 102,9	36,3%	226,9	285,1	25,7%
Cynk i Ołów	341,9	523,7	53,2%	115,8	141,1	21,9%
Miedź	562,3	745,3	32,5%	141,2	194,9	38,1%
Łożyska	200,6	300,9	50,0%	57,4	81,2	41,3%
Pozostałe	153,1	113,2	-26,1%	27,3	28,6	4,9%
EBIT	139,9	192,3	39,4%	49,5	50,9	3,0%
marża EBIT	6,1%	6,1%	-0,9%	8,2%	5,6%	-32,1%
EBTIDA	215,9	272,0	27,1%	66,7	73,0	9,4%
marża EBITDA	9,4%	8,7%	-9,7%	11,1%	8,0%	-27,9%
Zysk netto	39,7	90,4	127,4%	7,9	29,4	269,6%

Źródło: Boryszew S.A.

Wolumen sprzedaż narastająco za 12 miesięcy w układzie ciągnionym (tys. ton)



Źródło: Boryszew S.A. DI BRE Banku

Na poziom wyników operacyjnych pozytywny efekt w 4Q10 miało wykazanie w polskich i zakładach Maflow w konsolidacji wartości 19,2 mln PLN z tytułu nadwyżki wartości godziwej przejętych aktywów nad wartością ich nabycia. Dodatkowo Elana Energetyka sprzedała prawa do emisji CO₂ z wynikiem +3,0 mln PLN. Po uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych wyraźną poprawę wyniku operacyjnego zaobserwowano w segmencie aluminium (HAK i NPA Skawina) (+47,6% r/r – wzrost z 11,1 mln PLN do 16,3 mln PLN) oraz segmencie handlu łożysk (+154,1% r/r – wzrost z 1,9 mln PLN do 4,8 mln PLN). Wynik operacyjny bez uwzględnienia pozostałej działalności operacyjnej w 4Q10 w segmencie polimerów i poliestrów (o. Elana, Torlen, Elana Energetyka i Elana PET) wyniósł -3,4 mln PLN wobec -2,7 mln PLN zanotowanych w 4Q09 natomiast w segmencie pozostałych produktów chemicznych 3,0 mln PLN wobec straty -1,1 mln PLN w 4Q09. W sumie bez uwzględnienia pozostałej działalności operacyjnej EBIT w 4Q10 wyniósł 27,7 mln PLN i był o 25,6% r/r wyższy (w sumie poziom salda pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych był o 4,2 mln PLN niższy w 4Q10 niż w analogicznym okresie roku ubiegłego) (w 4Q09 Boryszew rozwiązywał rezerwy związane ze sprzedażą majątku trwałego, oraz rozwiązał inne wcześniej zawiązane rezerwy (+21,2 mln PLN), Impexmetal rozwiązywał 6,5 mln PLN rezerw dotyczących likwidacji zakładu elektrolizy, oraz transakcje jednorazowe na 4,9 mln PLN miały miejsce w Hutmenie, na 2,5 mln PLN w ZM Silesia, na 2,4 mln PLN w WM Dziedzice, na 1,8 mln PLN w Elana Energetyka oraz inne zdarzenia jednorazowe na kwotę -3,8 mln PLN).

Saldo działalności finansowej wyniosło w 4Q10 -17,9 mln PLN wobec -36,3 mln PLN zanotowanych w 4Q09 (w 4Q09 Spółka zaksięgowała stratę wynikającą z wyceny prawa

wieczystego użytkownika gruntów w Elanie w wielkości ponad -24 mln PLN). W sumie na poziomie wyniku netto Spółka osiągnęła rezultat w wysokości 29,4 mln PLN wobec 7,9 mln PLN zanotowanych w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Nieruchomości w Grupie Boryszew

Dodatkową wartością w Grupie Boryszew stanowią należące do poszczególnych Spółek Grupy w tym:

- działka 5,7 m² w centrum Warszawy przy ulicy Łuckiej (obecnie siedziba Impexmetalu)
- 20,3 ha gruntów 4 km od centrum Wrocławia (obecnie zakłady produkcyjne Hutmen)
- około 80 ha terenów wraz zabudowaniami w Katowicach-Szopienicach (tereny poprodukcyjne) oraz działka 13,5 ha 3 km od centrum Katowic
- około 100 ha terenów wraz z zabudowaniami w Toruniu

W przypadku działki w centrum Warszawy planowana jest sprzedaż nieruchomości po uzyskaniu pozwolenia na zabudowę. Jeśli jednak odpowiedni kupiec by się nie znalazł, to wówczas istnieje możliwość przystąpienia do projektu deweloperskiego związanego z budową dwóch wieży (apartamentowiec i pomieszczenia biurowe) o łącznej powierzchni 50 tys. PUM. Preferowana jest jednak koncepcja sprzedaży działki.

Wycena nieruchomości w Grupie Boryszew przez DI BRE Bank

Nieruchomość	Powierzchnia ha	PLN / m ²	Wartość mln PLN
Warszawa ul. Łucka	0,57	13096	75,0
Wrocław	20,3	500	101,5
Katowice Szopienice	80,0	122	97,7
Katowice	13,5	200	27,0
Elana Toruń	100,0	150	150,0
Suma			451,2

Źródło: DI BRE Banku

Na wartość gruntów w Grupie Boryszew składają się: nieruchomość przy ulicy Łuckiej w Warszawie, którą wyceniamy na 75 mln PLN (nieruchomość z prawomocnymi warunkami zabudowy terenu 50 tys. PUM za 1,5 tys. PLN). Grunt we Wrocławiu po 500 PLN za m² w związku z koniecznością usunięcia zabudowań pod zabudowę oraz ryzyko usunięcia substancji szkodliwych z gruntów. Grunt w Katowicach-Szopienicach po 122 PLN za m² w związku z lokalizacją w dzielnicy przemysłowej (w wycenie nieruchomości nie uwzględniamy budynków). Grunt w Katowicach po 200 PLN za m² w związku z obowiązkiem usunięcia pozostałości po hucie Silesia i potencjalną potrzebą usunięcia podłoża z substancji szkodliwych. Nieruchomości w Toruniu, położonej około 10 km od centrum miasta wyceniamy po 150 PLN za m², ze względu na brak kosztów usunięcia substancji szkodliwych z gruntu (jak ma to miejsce we Wrocławiu i Katowicach Szopienicach), oraz bliskość budowanej autostrady A1.

W sumie nieruchomości będące w posiadaniu przez Spółkę wyceniamy na 451,2 mln PLN (0,40 PLN na akcję). Uwzględniając udziały w spółkach zależnych akcjonariuszom jednostki dominującej przypada 247,0 mln PLN, co daje 0,22 PLN na akcję.

Potencjalne przejęcia

Główny właściciel Boryszewa – Pan Roman Karkosik – wcześniej na łamach prasy zapowiadał możliwość zaangażowania się Spółki w kolejnych przejęciach w branży dostawców sprzętu automotive. Obecnie Spółka prowadzi 6 równoległych procesów związanych z zakupem aktywów przedsiębiorstw zajmujących się dostawami komponentów do branży automotive. Pierwszym celem akwizycyjnym jest Cablettra - Spółka produkująca zaawansowane systemy okablowania oraz akcesoria dla sektora automotive (wiązki elektryczne silnika, układu hamulcowego, kierowniczego, systemów kontroli trakcji). Spółka posiada 16 zakładów we Włoszech, Polsce (Mikołów), Chinach, Brazylii i Tunezji. Cablettra jest w upadłości od połowy 2009 roku, kiedy w poważne kłopoty wpadła część biznesu zajmującego się hotelarstwem. Grupa generuje przychody rzędu 600-800 mln PLN. Zyski są osiągane w Polskiej części Cablettra, współpracującej z Fiat Auto Poland, natomiast oddziały zagraniczne oscylują wokół zera. Z uwagi na fakt, że z przejęciem Cablettry zainteresowanych jest znacznie więcej podmiotów niż w przypadku zakładów Maflow (gdzie jedynym konkurującym w procesie akwizycyjnym był konkurent producenta przewodów klimatyzacyjnych i hamulcowych), to również minimalna kwota, jaką chce za wystawione na sprzedaż aktywa uzyskać syndyk (244 mln PLN) jest stosunkowo wysoka. Obecnie przejęcie Cablettry jest najmniej prawdopodobne z uwagi na wysokie zainteresowanie ofertą ze strony konkurentów, oraz

wysoką wymaganą ceną. Nie wykluczone w tym przypadku jest również przejęcie jednej z części oferowanego przez syndyka przedsiębiorstwa.

Kolejnym celem akwizycyjnym Boryszewa jest Grupa Saargummi - wiodący producent systemów uszczelnień pojazdów (automotive). Według doniesień prasowych Spółka w 2010 roku miała sprzedaż na poziomie 300 mln EUR, a chęć negocjacji wyraziło około 40 podmiotów. Boryszew został zakwalifikowany do drugiego etapu negocjacji.

Trzecim celem akwizycyjnym jest Sebro Auto - Spółki znajdującego się w okolicach miejscowości Pune w Indiach oraz części zakładu w Faridabad. Zakłady specjalizują się w produkcji przewodów do klimatyzacji sektora motoryzacyjnego. Na terenie Indii produkty zakładów mają być zakupywane przez największego obecnego klienta Maflow – koncern Volkswagen. Zamknięcie transakcji powinno nastąpić w przeciągu 4-5 tygodni od daty podpisania term sheet. Przejęcia dokona spółka celowa zależna od Boryszewa - Maflow India. Boryszew chciałby w dłuższym terminie szerzej zaznaczyć swoją obecność na terenie Indii w związku z dużym potencjałem tamtejszego rynku samochodowego. Prawdopodobne na początku będzie oferowanie asortymentu, który obecnie produkowany jest w ramach Grupy Maflow.

Czwartym celem inwestycyjnym są aktywa produkcyjne francuskiego przedsiębiorstwa Sealyx Automotive Transieres w upadłości, wraz ze spółkami zależnymi w Tunezji, Maroku i Rumuni. Spółka specjalizuje się w produkcji systemów uszczelniających dla przemysłu motoryzacyjnego. Spółka w końcu 2010 roku zatrudniała 1160 pracowników. Największymi klientami dostawcy są producenci aut - Grupa Renault i Peugeot - Citron PSA, jak również Grupa Volkswagen, Ford, Daimler - Mercedes i Opel.

Dwa ostatnie cele inwestycyjne dotyczą ofert na zakup aktywów europejskiego lidera w zakresie dostaw komponentów do branży motoryzacyjnej (Spółka o znaczącej pozycji na rynkach Europy i Ameryki Południowej zatrudniająca około 1000 pracowników w 5 zakładach) oraz bliżej nie znanego podmiotu z branży automotive (umowa o zachowaniu poufności z syndykiem masy upadłościowej kolejnej spółki z branży automotive, na podstawie której Spółka rozpocznie analizę ekonomiczną podmiotu).

Prawdopodobna emisja akcji

W związku z wydatkami akwizycyjnymi, jakie Spółka planuje w najbliższym czasie - NWZA zatwierdziło podwyższenie kapitału zakładowego z kwoty 112,8 mln PLN do 225,7 mln PLN w drodze emisji 1128,5 mln akcji serii G o wartości nominalnej 0,10 PLN. Emisja akcji nastąpi w formie subskrypcji zamkniętej przeprowadzonej w drodze oferty publicznej. Dotychczasowym akcjonariuszom przysługiwać będzie prawo poboru akcji serii G, z czego dniem określenia akcjonariuszy, którym przysługuje prawo poboru jest 15 kwietnia 2011 roku. Cenę emisyjną akcji serii G ustala się na poziomie 0,10 PLN. Przy takich parametrach możliwe jest do uzyskania 112,9 mln PLN środków pieniężnych. Spółka 25 marca złożyła wniosek o zatwierdzenie prospektu emisyjnego akcji serii G.

Prognoza Zarządu

Zarząd w oficjalnej prognozie na 2011 (poparta opinią biegłego rewidenta) spodziewa się, że przychody ze sprzedaży w bieżącym roku wyniosą 3.9 mld PLN, EBITDA 337 mln PLN, EBIT 240 mln PLN, a zysk netto 176 mln PLN. Nasze założenia odnośnie kształtowania się cen metali w ekwiwalencie złotowym znacząco odbiegają od tych przedstawionych przez Zarząd tylko dla miedzi (-14,2% vs prognoza DI BRE), z kolei dla pozostałych różnica mieści się w granicach 3%.

Prognoza Zarządu na 2011 rok i prognoza DI BRE

(mln PLN)	Prognoza Zarządu	Prognoza DI BRE
Przychody ze sprzedaży	3 936	4 110
EBITDA	337	334
EBIT	240	238
Zysk netto	176	177
EUR/PLN	3,9	3,9
USD/PLN	2,8	3,0
Aluminium (USD/T)	2 400	2 310
Miedź (USD/T)	8 400	9 180
Ołów (USD/T)	2 400	2 236
Cynk (USD/T)	2 450	2 251

Źródło: DI BRE Banku

Wycena

W oparciu o model DCF i wycenę porównawczą, wyceniamy 1 akcję Boryszew na 2,3 PLN. Wycena modelem DCF daje wartość jednej akcji na poziomie 2,2 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	10%	1,6
Wycena DCF (PLN)	90%	2,2
	cena wynikowa	2,2
	cena docelowa za 9 m-cy	2,3

W wycenie przyjmujemy 10% wagę dla analizy porównawczej i 90% dla wyceny DCF.

W analizie porównawczej porównujemy Boryszew do przetwórców metali, którzy swoim profilem działalności upodabniają się do Grupy Impexmetal oraz spółek zbliżonych do działalności pozostałych podmiotów Grupy Boryszew (Elana, PET, Torlen, Maflow, ERG). Przed wyznaczeniem ceny implikowanej wyniki korygujemy o zysk na transakcji sprzedaży nieruchomości (wartość ze sprzedaży nieruchomości powyżej wartości księgowej pomniejszona o udziały mniejszości i podatek). Do obliczonej ceny implikowanej dodajemy oszacowaną wartość nieruchomości przeznaczonych na sprzedaż (HMN Szopienice i Elana Toruń), w części, w jakiej przysługują one akcjonariuszom jednostki dominującej (0,18 PLN na akcję).

Wybrane przez nas podmioty to Aichi Steel Corp, AK Steel Holding Corp, Blue Scope LTD, Crane Group LTD, Grupa Kęty, Mitsui Mining & Smelting Co, Noranda Aluminum Holding Cor, Norsk Hydro ASA, Nyrstar, One Steel LTD, Reliance Steel & Aluminium Co, Sanyo Special Steel Co LTD, Sidenor Steel Products Manufacturing S.A, Steel Dynamics INC, Thai Metal Trade PCL, Denso Corp, Eaton Corp, Hexpol AB, Kongsberg Automotive Holding, Parker Hannifin Corp, Plastics Capital PLC, Rieter Holding AG-REG, Semperit AG Holding, Selamat Sempurna PT, Sterlite Industries LTD, Tokai Rubber Industries, Walsin Lihwa Corp., Visteon Corp.

Aichi Steel, to producent stali oferujący profile stalowe i elementy kute. Wśród wyrobów są również produkty wykonane ze stali nierdzewnej. Producent działa głównie na terenie Japonii. Spółka współpracuje z branżą motoryzacyjną, do której kieruje część swojej oferty. AK Steel Holding zajmuje się wywarzaniem stali walcowanej, z której znaczna część kierowana jest do branży motoryzacyjnej. Sprzedaż kierowana jest głównie na rynek amerykański. Bluescope Steel przetwarza i dystrybuje stal walcowaną. Odbiorcami produktów jest branża budowlana, samochodowa i spożywcza (opakowania). Spółka działa na terenie Australii i Nowej Zelandii. Crane Group LTD produkuje miedziane rury, oraz stopy miedzi, a także produkty z aluminium zimno i gorącowalcowane. Grupa Kęty, to krajowy producent profili aluminiowych, aluminiowej stolarki budowlanej oraz opakowań giętkich. Około ¾ sprzedaży kierowane jest do branży budowlanej. Mitsui Mining and Smelting zajmuje się przetwarzaniem metali nieżelaznych. W ofercie znajdują się stopy ołowiu oraz miedzi. Spółka działa na terenie Japonii. Noranda Aluminium Holding jest przetwórcą aluminium. W ofercie znajduje się aluminium walcowane, wlewki i druty. Spółka produkuje również folię aluminiową. Sprzedaż kierowana jest na rynek Północno Amerykański. Norsk Hydro zajmuje się produkcją wyrobów aluminiowych dla branży samochodowej, budowlanej. Nyrstar przetwarza cynk i ołów w końcowy metal. Spółka jest producentem odlewów wytwarzanych pod ciśnieniem i odlewów poddanych cynkowaniu. Spółka prowadzi sprzedaż na całym świecie. One Steel LTD zajmuje się przetwarzaniem stali na produkty walcowane. W ofercie znajdują się również artykuły wykonane z aluminium. Sanyo Special Steel jest producentem łożysk i wałów. Dodatkowo w ofercie znajdują się produkty wykonane ze stali nierdzewnej (walcowane i rury). Spółka jest częścią Nippon Steel Group, a swoje produkty kieruje na rynek japoński. Sidenor Steel Products Manufacturing S.A. przetwarza i sprzedaje stalowe sztaby i produkty walcowane ze stali. Steel Dynamics jest producentem walcówki ze stali. Swoją działalność prowadzi na terenie USA. Thai Metal Trade zajmuje się dystrybucją oraz przetwarzaniem produktów ze stali. Odbiorcami Spółki są hurtownie, firmy budowlane, producenci walcówki oraz producenci części samochodowych. Głównym rynkiem zbytu jest Tajlandia.

Denso jest dostawcą części samochodowych, w tym kompleksowych układów klimatyzacyjnych, poduszek powietrznych, elementów zapłonu, alternatorów, czy układów sterujących. Eaton to producent sprzętu dla przemysłu samochodowego, budowlanego i kosmicznego. Podstawowym produktem są układy hydrauliczne, przewody do transportu płynów, elementu elektroniki i elementy silnika. Hexpol wytwarza gumowe, plastikowe i

poliuretanowe komponenty dla przemysłu samochodowego, farmaceutycznego, energetyki, rafinerii i budownictwa. Kongsberg Automotive Holding dostarcza dla koncernów samochodowych elementy siedzeń, układy skrzyni biegów, przewody różnego rodzaju, przewody elektroniczne, czy przekładnie. Parker Hannifin jest dostawcą podzespołów kontroli ruchu (systemy sterowania płynami, układy elektromechaniczne). Wśród oferowanych elementów są elementy klimatyzacji czy chłodzenia, w tym również kable do przesyłu cieczy. Plastics Capital produkuje plastikowe łożyska, opakowania plastikowe i gumowe przewody. Rieter Holding wytwarza włókna chemiczne i ciągłe oraz włókna do uszczelnień dźwiękowych. Znaczącym odbiorcą produktów jest przemysł samochodowy. Semperit Holding jest producentem wyrobów z gumy, w tym rękawiczek, czy przenośników taśmowych. Spółka wytwarza również elementy gumowe giętke, które kierowane są do branży automotive. Selamat Sempurna jest dostawcą podzespołów samochodowych, w tym filtrów, układy chłodzenia, przewody hamulcowe, przewody paliwowe, zbiorniki paliwa i układu tłumienia. Sterlite Industries jest producentem szerokiego asortymentu kabli elektrycznych i podobnych produktów wykonanych z miedzi i aluminium. Spółka wytwarza również produkty do zastosowania w elektryce wykonane z cynku i ołowiu. Tokai Rubber Industries produkuje elementy gumowe i z żywicy, w tym również przewody dla przemysłu samochodowego. Walsin Lihwa jest producentem przewodów elektrycznych i kabli wykonanych z miedzi i aluminium. Spółka sprzedaje swoje produkty do takich krajów jak Tajwan, Azja, Chiny, Korea czy Japonia. Visteon jest dostawcą branży automotive w zakresie systemów kontroli temperatury, elektroniki, wyposażenia wnętrza i oświetlenia.

Wycena porównawcza akcji Grupy Boryszew

	P/E 2010	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/ EBITDA 2010	EV/ EBITDA 2011P	EV/ EBITDA 2012P	EV/ EBITDA 2013P
AICHI STEEL CORP	-	5,7	9,8	8,0	6,7	4,3	3,8	3,5
AK STEEL HOLDING CORP	-	17,3	10,5	8,6	22,1	5,4	4,3	3,7
BLUESCOPE STEEL LTD	44,4	-	15,3	9,0	8,4	11,4	5,9	4,6
CRANE GROUP LTD	22,0	20,7	16,0	13,5	9,7	9,1	7,9	7,1
GRUPA KETY SA	13,0	12,3	11,2	10,6	8,1	7,2	6,6	6,3
MITSUMI MINING & SMELTING CO	15,4	7,5	8,8	8,1	6,1	6,1	5,8	5,4
NORANDA ALUMINUM HOLDING COR	19,3	10,2	9,5	9,2	7,9	5,1	4,8	4,6
NORSK HYDRO ASA	37,3	15,5	12,4	11,9	14,6	7,1	5,9	5,3
NYRSTAR	13,8	7,7	5,7	3,7	9,9	5,2	4,1	2,9
ONESTEEL LTD	13,2	10,3	6,9	5,9	8,6	6,7	5,0	4,6
RELIANCE STEEL & ALUMINUM	23,3	13,2	10,4	9,6	11,3	7,5	6,2	6,0
SANYO SPECIAL STEEL CO LTD	-	8,1	7,1	6,5	16,1	4,5	4,2	3,6
SIDENOR STEEL PRODUCTS MANU	-	32,4	8,3	-	13,2	8,6	6,3	-
STEEL DYNAMICS INC	28,4	11,0	8,8	8,3	10,5	6,0	5,1	4,9
THAI METAL TRADE PCL	9,0	8,0	7,7	-	7,5	6,3	5,8	-
KONGSBERG AUTOMOTIVE HOLDING	113,7	11,8	6,8	4,6	8,0	5,8	4,7	4,0
DENSO CORP	26,8	14,0	13,1	10,5	5,3	4,6	4,6	3,9
EATON CORP	19,5	14,6	12,4	11,1	11,7	9,3	8,2	7,9
HEXPOL AB	14,3	10,7	9,7	8,8	13,5	8,7	7,9	7,4
PARKER HANNIFIN CORP	30,8	15,6	13,5	11,8	13,5	8,8	7,7	7,2
PLASTICS CAPITAL PLC	11,4	8,9	7,4	-	7,7	6,9	6,1	-
RIETER HOLDING AG-REG	68,6	15,9	13,2	13,3	7,9	5,4	4,9	4,7
SELAMAT SEMPURNA PT	10,6	9,6	8,5	-	6,5	5,8	5,3	-
SEMPERIT AG HOLDING	18,9	15,8	14,0	13,0	6,3	5,3	4,8	4,5
STERLITE INDUSTRIES INDIA LT	15,4	12,0	7,8	7,0	9,3	7,4	4,5	3,7
TOKAI RUBBER INDUSTRIES	-	9,3	8,5	6,7	-	2,1	2,0	1,9
VISTEON CORP	20,0	22,6	13,2	10,6	-	-	-	-
WALSIN LIHWA CORP	12,0	12,2	13,7	-	11,7	11,3	-	-
Maksimum	113,7	32,4	16,0	13,5	22,1	11,4	8,2	7,9
Minimum	9,0	5,7	5,7	3,7	5,3	2,1	2,0	1,9
Mediana	19,3	12,0	9,7	9,0	8,9	6,3	5,2	4,6
Boryszew (skorygowany*)	27,3	18,7	14,7	12,4	13,0	10,1	8,1	6,9
Boryszew	27,3	18,7	14,6	12,3	13,0	10,1	8,1	6,9
Premia (dyskonto)	29,5%	36,1%	33,8%	27,3%	44,1%	50,5%	45,1%	39,4%
Implikowana wycena								
Mediana	19,3	12,0	9,7	9,0	8,9	6,3	5,2	4,6
Dyskonto		0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika				50%				50%
Waga roku		10%	40%	50%		10%	40%	50%
Wycena porównawcza	1,4							
Nieruchomości inwestycyjne	0,18							
Wartość firmy na akcję	1,6							

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg *Bez uwzględnienia sprzedaży nieruchomości w Szopienicach



Wycena DCF

Założenia wyceny DCF

- Wzrost po 2020 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wartość przyszłych przepływów pieniężnych dyskontujemy na początek kwietnia 2011 roku.
- Zakładamy, że w latach 2011-2013 sprzedany zostanie majątek likwidowanej HMN Szopienice, w wyniku czego zysk netto z transakcji dołoży do wyniku odpowiednio 0,5 mln PLN w 2011 roku i 0,8 mln PLN w 2012 roku i 1,2 mln PLN w roku 2013 (zysk po opodatkowaniu i uwzględnieniu udziałów akcjonariuszy mniejszościowych). W wyniku sprzedaży bilansowa wartość aktywów przeznaczonych do zbycia zmniejszy się o 15,3 mln PLN w roku 2011, o 44,3 mln PLN w roku 2012 i o 88,9 mln PLN w roku 2013.
- W latach 2011 i 2012 zakładamy wydatki inwestycyjne Grupy Impexmetal na poziomie 35-36 mln PLN oraz Grupy Boryszew na poziomie 15-16 mln PLN. Strumień wydatków inwestycyjnych zostaje pomniejszony w wyniku wpływów ze sprzedaży aktywów likwidowanej HMN Szopienice (wartość pomniejszona o część przypadająca akcjonariuszom mniejszościowym). W wycenie uwzględniamy tylko tą część z dezinvestycji przypadającą akcjonariuszom jednostki dominującej.
- W modelu uwzględniamy tarczę podatkową, jaką dysponuje Boryszew w wyniku poniesionych strat z 2008 roku. W sumie do wykorzystania na koniec 2009 roku było 26,6 mln PLN zwolnień podatkowych, które dotyczyły przede wszystkim jednostki dominującej, w której funkcjonuje Maflow – oddział Boryszew (zakładamy niższy podatek o kwotę 13,3 mln PLN w roku 2011 oraz 13,3 mln PLN w roku 2012). Ponadto uwzględniamy 28,4 ulgi podatkowej przysługującej Maflow Polska z tytułu prowadzonej działalności na terenie Specjalnej Strefy Ekonomicznej w wysokości 28,4 mln PLN. Zakładamy, że ulga zostanie wykorzystana w latach 2013 - 2017 średnio po 5,7 mln PLN zwolnienia na każdy rok.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2010 roku. Do długu netto dodajemy 110 mln PLN zobowiązań, jakie w formie obligacji Boryszew jest winien Impexmetalowi.
- W wycenie uwzględniamy wartość aktywów nieoperacyjnych czyli nieruchomości przy ulicy Łuckiej (38 mln PLN – wartość przypadająca akcjonariuszom Boryszewa) oraz grunty Elany Toruń (150 mln PLN).
- Zakładamy wypłatę dywidendy począwszy od podziału zysku za 2012 rok Spółce Boryszew.

Założenia dodatkowe

Karłowina dodatkowa														
Wolumen (tys. T)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+
Boryszew	65,2	27,2	26,1*	26,6	27,2	27,7	28,3	28,8	29,4	30,0	30,6	31,2	31,8	32,5
Elana PET	6,8	6,8	6,5*	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,8	7,9	8,1
Torlen	-	3,5	3,7*	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,5	4,6
NPA Skawina	0,0	20,1	21,7*	22,8	23,9	26,3	37,3	37,7	38,1	38,5	38,9	39,2	39,6	40,0
Boryszew ERG	30,3	33,0	33,4*	34,2	35,1	36,0	36,9	37,8	38,7	39,7	40,7	41,7	42,8	43,6
Grupa Impexmetal	161,1	147,6	190,7	197,0	201,0	205,0	209,1	213,3	217,5	221,9	226,3	230,8	235,5	238,4
Suma	275,7	248,8	282,1	291,1	297,7	305,8	322,6	328,8	335,2	341,8	348,4	355,2	362,1	367,2
Ceny metali	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	
Aluminium (3M) USD	1 705	2 200	2 310	2 390	2 474	2 561	2 650	2 743	2 839	2 939	3 041	3 148	3 242	
Aluminium (3M) PLN	5 313	6 635	6 897	7 067	7 241	7 420	7 602	7 829	8 063	8 303	8 551	8 806	9 070	
Ołów (3M) USD	1 738	2 171	2 236	2 315	2 396	2 480	2 566	2 656	2 749	2 845	2 945	3 048	3 139	
Ołów (3M) PLN	5 415	6 549	6 678	6 843	7 011	7 184	7 361	7 581	7 807	8 040	8 280	8 527	8 782	
Cynk (3M) USD	1 688	2 186	2 251	2 330	2 411	2 496	2 583	2 674	2 767	2 864	2 964	3 068	3 160	
Cynk (3M) PLN	5 260	6 592	6 722	6 888	7 058	7 232	7 410	7 631	7 858	8 093	8 334	8 583	8 840	
Miedź (3M) USD	5 180	7 554	9 180	7 515	7 200	7 200	7 200	7 200	7 200	7 200	7 200	7 200	7 200	
Miedź (3M) PLN	16 143	22 785	27 412	22 215	21 072	20 861	20 653	20 549	20 447	20 344	20 243	20 142	20 142	
Stal (3M) USD	361	486	565	585	605	627	649	671	695	719	744	770	782	
Stal (3M) PLN	1 126	1 467	1 688	1 729	1 772	1 816	1 860	1 916	1 973	2 032	2 092	2 155	2 187	
Mosiądz (3M) USD	3 783	5 407	6 408	5 441	5 285	5 318	5 353	5 389	5 427	5 466	5 506	5 547	5 584	
Mosiądz (3M) PLN	11 790	16 308	19 136	16 084	15 466	15 409	15 356	15 382	15 411	15 444	15 479	15 518	15 621	
USD / PLN	3,12	3,02	2,99	2,96	2,93	2,90	2,87	2,85	2,84	2,83	2,81	2,80	2,80	
zmiana	29,3%	-3,2%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	0,0%	
Aluminium (3M) USD	1 705	2 200	2 310	2 390	2 474	2 561	2 650	2 743	2 839	2 939	3 041	3 148	3 242	

*szacunki DI BRE

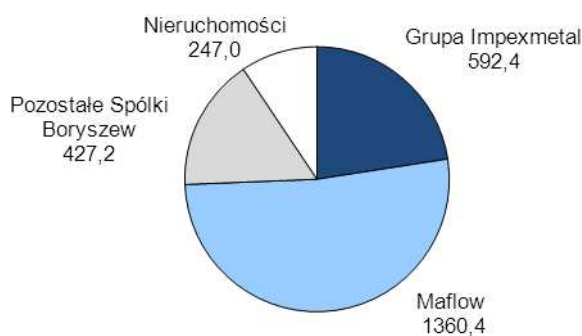
Liczba osób w Grupie	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+
Grupa Impexmetal	2 103*	2 187	2 242	2 298	2 356	2 414	2 475	2 537	2 600	2 665	2 732	2 786
Pozostałe Spółki Boryszew	3 126*	3 189	3 252	3 317	3 384	3 451	3 520	3 591	3 663	3 736	3 811	3 887
Razem	5 229*	5 376	5 494	5 615	5 739	5 866	5 995	6 127	6 263	6 401	6 542	6 673
Średnia płaca w Grupie	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+
Średnia płaca w Grupie Impexmetal	4,2*	4,4	4,5	4,7	4,9	5,0	5,2	5,4	5,6	5,8	6,0	6,2
Średnia płaca w pozostałych spółkach Boryszew	3,0*	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,8	4,8
Średnia płaca w Grupie (tys. PLN / miesiąc)	2,9*	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	5,3	5,4

*Szacunki DI BRE

Wycena składników aktywów

Wycenę Grupy Boryszew uzupełniamy analizą wartości poszczególnych składników aktywów. Całą Grupę Boryszew wyceniamy na 2626,0 mln PLN, co przy prognozowanym wyniku netto na 2011 rok daje P/E na poziomie 19,8. Grupę Impexmetal, po uwzględnieniu udziałowców mniejszościowych wyceniamy na 592,4 mln PLN, byłe zakłady Grupy Maflow na 1360,4 mln PLN, a pozostałe Spółki Boryszew na 427,2 mln PLN. Wartość nieruchomości będących w posiadaniu Grupy Boryszew przypadających akcjonariuszom podmiotu dominującego wyceniamy na 247,0 mln PLN.

Wycena poszczególnych składników aktywów Grupy Boryszew



Źródło: DI BRE Banku

Wycena składników aktywów Grupy Boryszew

		Zysk netto 2011P	Zysk netto 2012P	Zysk netto 2013P	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P
Grupa Impexmetal	592,4	45,4	54,9	57,3	13,0	10,8	10,3
Maflow	1 360,4	60,3	83,7	98,4	22,6	16,3	13,8
Pozostałe Spółki Boryszew	426,2	26,2	29,9	43,8	16,3	14,3	9,7
Nieruchomości	247,0	0,5	0,8	1,2			
Suma	2 626,0	132,4	169,2	200,7	19,8	15,5	13,1

Źródło: DI BRE Banku S.A



Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+
Przychody ze sprzedaży	4 110,0	4 174,7	4 414,8	4 683,0	4 846,4	5 030,2	5 222,1	5 422,1	5 630,6	5 848,0	6 026,6
zmiana	31,2%	1,6%	5,8%	6,1%	3,5%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,1%
EBITDA	334,4	382,0	422,4	462,0	474,4	490,2	504,1	517,3	530,8	544,3	581,3
marża EBITDA	8,1%	9,1%	9,6%	9,9%	9,8%	9,7%	9,7%	9,5%	9,4%	9,3%	9,6%
Amortyzacja	96,1	93,7	90,5	88,3	87,2	85,9	84,1	85,2	86,9	87,4	77,2
EBIT	238,2	288,3	331,9	373,7	387,2	404,3	419,9	432,1	443,9	456,9	504,1
marża EBIT	5,8%	6,9%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,8%	8,4%
Opodatkowane EBIT	24,9	35,7	52,9	61,5	64,3	67,8	71,0	79,2	81,7	84,4	93,6
NOPLAT	213,3	252,7	279,1	312,3	322,9	336,5	348,9	352,9	362,2	372,5	410,5
CAPEX*	-46,7	-44,7	-43,0	-51,5	-52,0	-52,6	-53,1	-53,6	-54,1	-54,7	-77,2
w tym dezinwestycje*	2,4	4,3	6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	-66,9	-9,0	-33,4	-37,3	-22,7	-25,6	-26,7	-27,8	-29,0	-30,2	-24,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	195,9	292,7	293,1	311,7	335,3	344,3	353,3	356,7	365,9	375,0	385,7
WACC	10,5%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
współczynnik dyskonta	0,93	0,83	0,75	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,39	0,36	0,32
PV FCF	181,8	244,0	218,9	209,4	202,5	187,0	172,6	156,7	144,5	133,2	123,2
WACC	10,45%	10,96%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%
Koszt długu	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
Stopa wolna od ryzyka	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
Premia za ryzyko	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%
Efektywna stopa podatkowa	12,38%	13,84%	17,16%	17,39%	17,46%	17,53%	17,59%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Dług netto / EV	13,3%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	4 703,5										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 670,7										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 850,4										
Wartość firmy (EV)	3 521,2										
Dług netto	646,2										
Inne aktywa nieoperacyjne	188,0										
Udziałowcy mniejszościowi	563,4										
Wartość firmy	2 499,5										
Liczba akcji (mln.)	1 128,4										
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,2										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%										
Cena docelowa	2,4										
EV/EBITDA dla ceny docelowej	10,0										
P/E ('11) dla ceny docelowej	20,4										
Udział TV w EV	47,4%										

* Po uwzględnieniu udziałów akcjonariuszy mniejszościowych



Rachunek Wyników

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	2 288,7	3 133,8	4 110,0	4 174,7	4 414,8	4 683,0	4 846,4	5 030,2	5 222,1
zmiana	-28,8%	36,9%	31,2%	1,6%	5,8%	6,1%	3,5%	3,8%	3,8%
Boryszew	89,9	81,1*	83,5	86,0	88,6	91,3	94,1	96,9	99,8
Maflow	0,0	194,7*	780,3	858,4	987,1	1 016,8	1 047,3	1 078,7	1 111,0
Elana Energetyka	36,2	33,7*	34,4	35,1	35,8	36,5	37,2	38,0	38,7
Elana PET	25,0	25,4*	26,2	27,0	27,8	28,6	29,5	30,4	31,3
Torlen	28,1	31,0*	31,9	32,9	33,9	34,9	35,9	37,0	38,1
NPA Skawina	149,4	201,0*	221,6	240,8	274,1	402,6	420,8	442,0	464,4
Boryszew ERG	162,0	183,4*	189,9	196,6	203,5	210,7	218,1	225,8	233,7
Izolacja Matizol	59,4	0,0*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ZTiF Złoty Stok	27,4	0,0*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grupa Impexmetal	1 717,5	2 417,6	2 733,7	2 689,4	2 755,3	2 853,0	2 954,8	3 072,5	3 196,0
Koszty wytworzenia	2 065,0	2 810,6	3 619,5	3 628,2	3 816,7	4 035,8	4 181,6	4 344,0	4 515,9
Koszty zarządu	132,7	145,3	185,6	190,0	196,0	201,6	204,6	207,6	210,7
Koszty sprzedaży	53,7	56,2	66,7	68,2	70,1	71,9	73,1	74,3	75,5
Pozostała działalność operacyjna netto	99,0	70,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	139,9	192,3	238,2	288,3	331,9	373,7	387,2	404,3	419,9
zmiana	-298,1%	37,5%	23,9%	21,0%	15,1%	12,6%	3,6%	4,4%	3,9%
marża EBIT	6,1%	6,1%	5,8%	6,9%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Wynik na działalności finansowej	-68,9	-40,7	-37,2	-30,7	-23,7	-20,4	-19,1	-17,7	-16,3
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	71,0	151,6	201,0	257,6	308,2	353,4	368,1	386,6	403,6
Podatek dochodowy	6,2	19,2	24,9	35,7	52,9	61,5	64,3	67,8	71,0
Udziałowcy mniejszościowi	12,0	34,3	44,2	53,5	55,9	57,3	59,8	63,4	66,2
Wynik na sprzedaży nieruchomości (po opodatkowaniu)	0,0	-7,7	0,5	0,8	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	39,7	90,4	132,4	169,3	200,7	234,6	244,0	255,4	266,4
zmiana	-123,9%	127,4%	46,5%	27,8%	18,6%	16,9%	4,0%	4,7%	4,3%
marża	1,7%	2,9%	3,2%	4,1%	4,5%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
Amortyzacja	76,1	79,7	96,1	93,7	90,5	88,3	87,2	85,9	84,1
EBITDA	215,9	272,0	334,4	382,0	422,4	462,0	474,4	490,2	504,1
zmiana	471,6%	26,0%	22,9%	14,2%	10,6%	9,4%	2,7%	3,3%	2,8%
marża EBITDA	9,4%	8,7%	8,1%	9,1%	9,6%	9,9%	9,8%	9,7%	9,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	62,7	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4
EPS	0,6	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	1,8	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
ROAE	9,5%	14,6%	17,0%	17,2%	17,8%	20,2%	20,4%	20,6%	20,9%
ROAA	1,9%	3,9%	5,1%	6,1%	6,8%	7,7%	7,9%	8,1%	8,3%

*Szacunki DI BRE



Bilans

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
AKTYWA	2 043,7	2 344,0	2 572,1	2 787,1	2 959,3	3 032,5	3 091,1	3 155,2	3 221,2
Majątek trwały	1 090,6	1 246,0	1 184,9	1 113,2	1 029,7	993,5	959,2	926,8	896,7
Wartość niematerialne i prawne	56,7	57,9	55,0	52,2	49,3	46,4	43,6	40,8	38,0
Rzeczowe aktywa trwałe	815,4	986,3	928,2	859,4	778,7	745,4	713,9	684,3	657,1
Wartość firmy	23,5	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9
Należności długoterminowe	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inwestycje długoterminowe	148,0	134,9	134,9	134,9	134,9	134,9	134,9	134,9	134,9
Długoterminowe RM	46,2	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5
Majątek obrotowy	953,2	1 098,0	1 387,1	1 673,9	1 929,6	2 039,0	2 131,9	2 228,4	2 324,5
Zapasy	341,1	409,1	463,4	470,7	497,8	528,1	546,5	567,2	588,8
Należności krótkoterminowe	441,5	588,0	666,2	676,6	715,6	759,0	785,5	815,3	846,4
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	117,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
Środki pieniężne	51,5	82,1	238,5	507,5	697,1	732,6	780,6	826,5	869,8
Krótkoterminowe RM	1,7	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
PASYWA	2 043,7	2 344,0	2 572,1	2 787,1	2 959,3	3 032,5	3 091,1	3 155,2	3 221,2
Kapitał własny	417,9	617,3	779,6	985,9	1 125,4	1 162,1	1 198,4	1 237,5	1 277,4
Kapitał akcyjny	15,4	122,0	225,7	225,7	225,7	225,7	225,7	225,7	225,7
Kapitał zapasowy	2,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Zysk z lat ubiegłych	369,4	466,5	598,9	768,2	888,6	912,0	936,4	962,0	988,6
Udziały mniejszości	477,7	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8
Zobowiązania długoterminowe	122,1	153,6	153,6	153,6	153,6	153,6	153,6	153,6	153,6
Dług	113,7	146,5	146,5	146,5	146,5	146,5	146,5	146,5	146,5
Zobowiązania krótkoterminowe	923,0	964,8	1 030,3	1 039,1	1 071,7	1 108,2	1 130,4	1 155,4	1 181,5
Zobowiązania handlowe	280,6	403,8	457,5	464,7	491,4	521,3	539,5	559,9	581,3
Dług	534,2	471,7	471,7	471,7	471,7	471,7	471,7	471,7	471,7
Rezerwy na zobowiązania	90,8	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7
Pozostałe	0,0	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2
Dług	647,9	618,3	618,3	618,3	618,3	618,3	618,3	618,3	618,3
Dług netto	596,4	536,2	379,7	110,8	-78,8	-114,4	-162,4	-208,2	-251,5
(Dług netto / Kapitał własny)	142,7%	86,9%	48,7%	11,2%	-7,0%	-9,8%	-13,5%	-16,8%	-19,7%
(Dług netto / EBITDA)	2,8	2,0	1,1	0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
BVPS	6,7	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy operacyjne	263,5	71,0	227,3	319,6	298,7	318,6	338,7	346,0	352,4
Zysk netto	39,7	90,4	132,4	169,3	200,7	234,6	244,0	255,4	266,4
Amortyzacja	76,1	79,7	96,1	93,7	90,5	88,3	87,2	85,9	84,1
Kapitał obrotowy	20,0	-89,6	-66,9	-9,0	-33,4	-37,3	-22,7	-25,6	-26,7
Dywidendy akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	-15,2	-17,7	-37,4	-44,7	-48,7	-50,9	-53,9
Pozostałe	127,7	-9,5	80,9	83,4	78,4	77,6	78,9	81,1	82,6
Przepływy inwestycyjne	91,48	-1,53	-33,67	-20,02	-5,05	-51,52	-52,03	-52,55	-53,08
CAPEX	77,61	-60,26	-33,67	-20,02	-5,05	-51,52	-52,03	-52,55	-53,08
w tym dezinwestycje	0,00	7,34	10,49	19,40	30,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Inwestycje kapitałowe	13,60	58,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	-371,2	-39,8	-37,2	-30,7	-104,0	-231,5	-238,7	-247,5	-256,1
Dług	-201,6	-59,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od długu	-47,7	-49,5	-42,0	-42,0	-42,0	-42,0	-42,0	-42,0	-42,0
Dywidendy/buy-back/emisja akcji	0,1	106,6	0,0	0,0	-80,3	-211,2	-219,6	-229,8	-239,7
Pozostałe	-169,7	-86,6	-37,2	-30,7	-23,7	-20,4	-19,1	-17,7	-16,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	-16,2	30,6	156,5	268,9	189,6	35,5	48,0	45,9	43,3
Środki pieniężne na koniec okresu	51,5	82,1	238,5	507,5	697,1	732,6	780,6	826,5	869,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF	295,0	102,8	195,9	292,7	293,1	311,7	335,3	344,3	353,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,4%	-1,9%	-1,1%	-1,1%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1,0%	-1,0%

Wskaźniki rynkowe

	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
P/E	3,5	27,3	18,7	14,6	12,3	10,5	10,1	9,7	9,3
P/CE	1,2	14,5	10,8	9,4	8,5	7,7	7,5	7,2	7,1
P/BV	0,3	4,0	3,2	2,5	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9
P/S	0,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	40,2%	3,4%	6,9%	11,3%	12,3%	13,2%	14,5%	15,2%	15,9%
EV/EBITDA	5,6	13,0	10,1	8,1	6,9	6,2	6,0	5,7	5,4
EV/EBIT	8,7	18,3	14,1	10,8	8,8	7,7	7,3	6,9	6,5
EV/S	0,5	1,1	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
Dyld	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,25%	8,55%	8,89%	9,30%	9,70%
Cena (PLN)	2,19	2,19	2,19	2,19	2,19	2,19	2,19	2,19	2,19
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	62,7	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4	1 128,4
MC (mln PLN)	137,3	2 471,1	2 471,1	2 471,1	2 471,1	2 471,1	2 471,1	2 471,1	2 471,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	477,7	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8	517,8
EV (mln PLN)	1 211,4	3 525,1	3 368,7	3 099,7	2 910,1	2 874,5	2 826,6	2 780,7	2 737,4



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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

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

Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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. Oczekiwanie 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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Boryszew S.A.