

23 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu

**Metale**

Polska

Cena bieżąca	105,50 PLN
Cena docelowa	115,38 PLN
Kapitalizacja	1,0 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,81 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING OFE	17,86%
PZU Złota Jesień	7,59%
Aviva OFE	10,15%

Pozostali 64,40%

Strategia dotycząca sektora

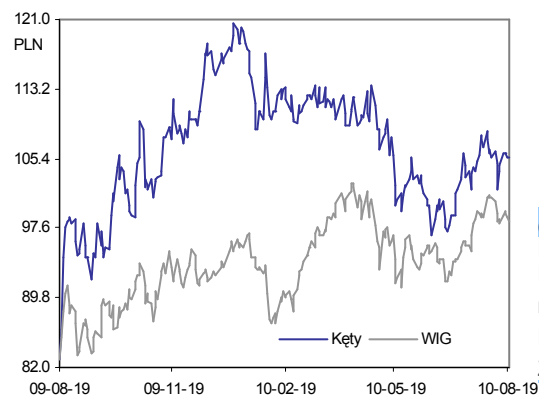
Przy niskiej chłonności rynku producentom profili trudno jest przenieść premię producentów wlewk na produkt finalny. Na rynku w drugiej połowie roku widać ożywienie w sprzedaży zarówno na rynku krajowym jak i za granicą. To z kolei powoduje, że producenci powoli decydują się na zwiększenie cen produktów, w związku z czym zwiększeniu ulec powinny marże.

Profil spółki

Spółka działa w pięciu obszarach: produkcja systemów aluminiowych, produkcja wyrobów wyciskanych, produkcja opakowań giętkich, świadczeniu usług budowlanych i produkcji akcesoriów budowlanych. Głównym obszarem działalności jest produkcja i sprzedaż profili aluminiowych dla odbiorców detalicznych, budownictwa i motoryzacji.

Ważne daty

27.10 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q3'10

Kurs akcji Grupy Kęty na tle WIG**Jakub Szkopek**

(48 22) 697 47 40

jakub.szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Grupa Kęty Akumuluj

KETY.WA; KTY.PW

(Podwyższona)

Niespodziewanie wysoki popyt...

Wyniki za 2Q10 dowodzą, że w branży spostrzec można ożywienie w zakresie sprzedaży kształtowników aluminiowych i stolarki budowlanej. W 2Q10 przychody SWW wzrosły o 43,7% r/r (+24% r/r wolumen sprzedaży), z czego sprzedaż eksportowa była o ponad 80% r/r wyższa. W SSA obroty zwiększyły się na terenie kraju (+6% r/r), natomiast zmniejszyły poza granicami (-9% r/r). Inaczej niż w latach wcześniejszych większe zamówienia pojawiły się już w czerwcu bieżącego roku, podczas gdy zwykle wysoki sezon rozpoczyna się dopiero po okresie wakacyjnym. Jest to wynikiem wysokiej dynamiki sprzedaży przemysłowej w Europie Zachodniej w 2Q10 (na terenie Niemiec dynamika sprzedaży przemysłowej w 2Q10 przekraczała 10% r/r), na co z opóźnieniem reaguje gospodarka Polska. W przypadku Grupy Kęty obserwowane od drugiej połowy czerwca wysokie wolumeny sprzedaży SWW i SSA będą szansą na zwiększenie średnich cen produktów i wzrost marży. Zarząd zmienił już cenniki produktów w SSA i SWW, które od września będą o 4-5% wyższe. To wraz z większymi wolumenami sprzedaży i faktem, że trzeci kwartał jest najlepszym pod względem obrotu i rentowności powoduje, że mimo niskiego wykonania prognozy Zarządu po pierwszym półroczu (35,8% pod względem EBIT i 42,1% pod względem zysku netto) jej wypracowanie wciąż jest osiągalne. Dodatkowo na wynik finansowy netto pozytywnie wpłyną negocjacje z bankami kredytującymi Spółkę, na skutek których obniżona została marża odsetkowa, a efektem tego koszt obsługi długu może się obniżyć w bieżącym roku nawet o 5,7 mln PLN r/r. Jeśli Spółce udałoby się utrzymać tegoroczne wolumeny sprzedaży przy zmienionych cennikach, to przy niższym koszcie obsługi długu w przyszłym (2011) roku Spółka mogłaby wypracować ponad 90 mln PLN zysku netto. To przy bieżącej wartości rynkowej implikowałoby wskaźnik P/E na poziomie poniżej 11 i wskazywałoby na atrakcyjność inwestycyjną Spółki. Rekomendujemy akumuluj dla akcji Kęt, a cenę docelową podwyższamy z 104,71 PLN do 115,38 PLN.

Wyniki 2Q10

W drugim kwartale bieżącego roku wyniki ze sprzedaży były o 2,5% wyższe r/r, a EBIT o 24,3% r/r niższy (uwzględniając wynik na transakcjach zabezpieczających ceny aluminium zysk operacyjny byłby o 7,2% r/r wyższy). Mimo wzrostu poziomu sprzedaży w SWW (+43,7% r/r) i SSA (+0,8% r/r), rentowność segmentów utrzymywała się na niskim poziomie (spadek marży EBITDA o odpowiednio 11,0pp i 1,6pp) w związku z utrzymującymi się na niskim poziomie cenami produktów gotowych. Nadal wysoka sprzedaż miała miejsce w SOG (+4,6% r/r), a droższe surowce nie wpłynęły istotnie na poziom rentowności (marża EBITDA w 2Q10 wyniosła 22,8% wobec 24,3% rok wcześniej).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 170,8	1 111,0	1 206,9	1 263,9	1 301,1
EBITDA	188,4	189,0	177,8	192,3	202,4
marża EBITDA	16,1%	17,0%	14,7%	15,2%	15,6%
EBIT	126,7	124,9	110,0	121,7	128,9
Zysk netto	61,2	70,6	81,5	92,4	98,9
Dywid	4,3%	0,0%	3,8%	4,6%	6,2%
P/E	15,9	13,8	11,9	10,5	9,8
P/CE	7,9	7,2	6,5	6,0	5,6
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,2	6,2	6,8	6,2	5,7

Wyniki za 2Q2010

Wyniki sprzedaży w drugim kwartale bieżącego roku były o 2,5% wyższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Wysoką dynamikę przychodów osiągnął segment wyrobów wyciskanych (43,7%), co wynikało ze zwiększenia wolumenu sprzedaży do około 5,9 tys. ton wobec 5,6 tys. ton wcześniej (na zewnątrz grupy) oraz rosnących cen aluminium, które w ekwiwalencie złotówkowym, w tym samym czasie wzrosły o 43,6% r/r. Na wolumenową wielkość sprzedaży SWW (+24%) przede wszystkim pozytywny wpływ miało zwiększenie sprzedaży zagranicznej (około +80% r/r wartości sprzedaży eksportowej) głównie do Węgier, Niemiec, Czech i Słowenii. Dodatnia dynamika sprzedaży miała miejsce również w SOG (+4,6% r/r) oraz SSA (+0,8% r/r). Obrót segmentu systemów aluminiowych rósł znacznie wolniej niż ceny aluminium na światowych rynkach, co związane było z mniejszą sprzedażą systemów aluminiowych poza granicami (-9% r/r), i niską dodatnią dynamiką na terenie kraju (+6% r/r). Znacznie poniżej wyniku zeszłorocznego utrzymywała się sprzedaż segmentów usług budowlanych (-45,1% r/r) i akcesoriów budowlanych (-44,2% r/r). Spadek przychodów w segmencie SUB związany jest z wysoką bazą roku 2009 w związku z wykonywaniem kontraktu dla dewelopera amerykańskiego oraz innych kontraktów eksportowych (w sumie przychody ze sprzedaży eksportowej spadły o ponad 75% r/r). W SAB kluczowym czynnikiem dla wysokości obrotów miało zmniejszenie sprzedaży do Rosji, Litwy i Bułgarii. Na sprzedaż krajową z kolei negatywny wpływ miały warunki pogodowe oraz niskie zamówienia mniejszych producentów okien i drzwi, do jakich segment kieruje swoje produkty (na rynku okien i drzwi duzi producenci zeszli znacząco z ceną co spowodowało zmniejszenie sprzedaży i ograniczyło zamówienia mniejszych producentów).

Skrócony rachunek zysków i strat Grupy Kęty

(mln PLN)	2009	2010P	zmiana	IH2009	IH2010	zmiana	2Q2009	2Q2010	zmiana
Przychody	1 111,0	1 135,8	2,2%	525,9	532,9	1,3%	278,2	285,0	2,5%
SOG	291,8	306,3	5,0%	145,8	149,7	2,7%	70,4	73,6	4,6%
SWW	357,7	422,1	18,0%	160,1	224,7	40,3%	85,2	122,4	43,7%
SSA	388,2	353,2	-9,0%	180,7	170,9	-5,4%	98,2	99,0	0,8%
SAB	53,6	48,3	-10,0%	27,4	15,3	-44,1%	16,4	9,1	-44,2%
SUB	107,9	101,5	-6,0%	49,3	32,7	-33,7%	31,8	17,4	-45,1%
inne	55,7	52,0	-6,7%	25,9	15,0	-42,1%	13,2	7,4	-43,8%
EBIT	124,9	104,0	-16,7%	65,6	42,1	-35,9%	35,5	26,9	-24,3%
marża EBIT	11,2%	9,2%	-	12,5%	7,9%	-	12,8%	9,4%	-
EBITDA	189,0	171,7	-9,1%	97,6	76,2	-22,0%	51,5	44,1	-14,5%
marża EBITDA	17,0%	15,1%	-	18,6%	14,3%	-	18,5%	15,5%	-
Zysk netto	70,6	72,2	2,3%	23,4	34,3	46,6%	20,6	19,3	-6,4%

Źródło: DI BRE Banku

Zwiększenie wolumenów sprzedaży i obrotu w SWW nie przełożyło się na poprawę rentowności operacyjnej segmentu. Marża EBITDA segmentu spadła z 17,0% w analogicznym okresie rok wcześniej do 11,5% w 2Q10. Wpływ na to miały z pewnością wspomniane droższe ceny aluminium (+43,6% r/r) oraz nadal utrzymująca się duża konkurencja w branży, co nie pozwoliło na podwyżkę cen produktów. Wciąż w drugim kwartale na rynku miała miejsce duża presja na marże i jak na razie, o ile można było zaobserwować wzrost sprzedaży wolumenowej, to za tym nie nastąpiło jeszcze przełożenie kosztów produkcji na odbiorców produktów. W SSA, podobnie jak w SWW do problemów związanych z przeliczeniem wysokich cen produktów na klienta finalnego doszedł dodatkowy związek z obniżeniem się sprzedaży eksportowej. To z kolei prowadziło do spadku poziomu rentowności EBITDA z 13,7% w 2Q09 do 12,1% w 2Q10. W segmencie opakowań giętkich mimo wzrostu cen aluminium i papieru, Grupie udało się utrzymać marże na poziomie 22,8% wobec 24,3% w 2Q09. Marże EBITDA segmentów usług budowlanych i akcesoriów budowlanych wyniosły odpowiednio 15,8% i 9,3% wobec 14,4% i 2,6% rok wcześniej.

Rentowność EBITDA poszczególnych segmentów działalności Grupy Kęty (%)

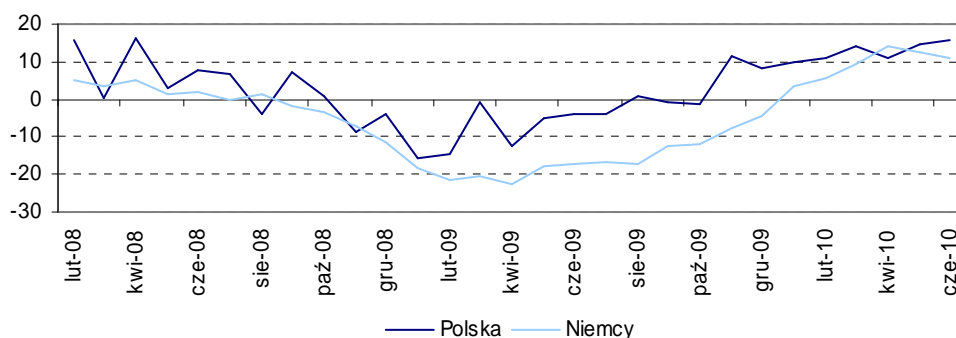
marża EBITDA	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
Segment opakowań giętkich	16,4%	14,9%	15,2%	16,4%	25,5%	24,3%	19,2%	15,5%	17,9%	22,8%
Segment wyrobów wyciskanych	19,8%	17,0%	15,4%	11,0%	15,3%	22,4%	18,5%	11,0%	10,9%	11,5%
Segment systemów aluminiowych	15,8%	13,2%	16,7%	19,3%	15,9%	13,7%	18,0%	11,8%	11,6%	12,1%
Segment akcesoriów budowlanych	7,5%	10,6%	16,9%	2,7%	11,0%	2,6%	14,8%	1,8%	12,7%	9,3%
Segment usług budowlanych	8,8%	8,3%	12,3%	15,0%	15,2%	14,4%	10,6%	-1,9%	1,8%	15,8%
Inne	-22,4%	-21,9%	-12,4%	-18,2%	34,9%	-64,4%	-25,6%	5,7%	-15,5%	-25,7%
Suma	16,3%	15,8%	17,1%	15,0%	18,6%	18,5%	18,2%	12,6%	13,0%	15,5%

Źródło: DI BRE Banku

Grupa Kęty w kolejnych kwartałach

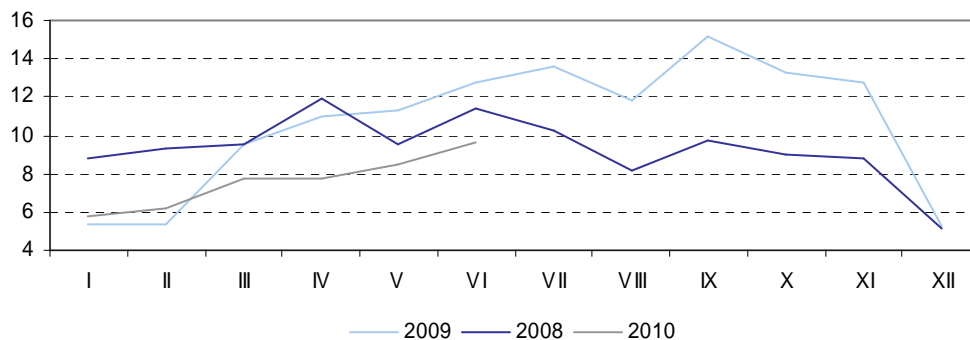
Zarząd Grupy Kęty pozytywnie spogląda w przyszłość i zapowiada poprawę marży operacyjnej w trzecim kwartale 2010 roku. Ma temu sprzyjać ożywienie wolumenów sprzedaży jakie Spółka miała okazję zauważyć w końcu czerwca bieżącego roku. Wzrost sprzedaży segmentu wyrobów wyciskanych obserwowany w lipcu bieżącego roku skłonił Zarząd do zwiększenia średniej ceny sprzedażowej od początku września bieżącego roku o 4-5% w segmentach wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych. Zarząd zapowiada, że obserwowane w pierwszej połowie trzeciego kwartału ożywienie sprzedaży w SWW i SSA oraz przeprowadzone podwyżki przyczynią się do zwiększenia marży operacyjnej o 1-2%. W przypadku SWW o ile zakład związany z produkcją profili w 2Q10 działał na 80% mocy przerobowych, to w 3Q10 Zarząd zapowiada zwiększenie obłożenia do 90%. W SWW decydujący wpływ na wzrost zamówień są zakupy zagranicznych kontrahentów, głównie z Europy Zachodniej, oraz mniejszych producentów na terenie kraju. Z kolei w SSA jak dotychczas większy popyt na produkty segmentu jest generowany głównie przez mniejsze podmioty lub nawet pojedynczych kupujących, co mogłoby sugerować zwiększenie się popytu na usługi wykończeniowe na terenie kraju. Utrzymanie takiego trendu w przyszłości byłoby dobrym sygnałem na kolejne kwartały i dawałoby szansę na dalsze podwyżki sprzedawanych dóbr, a co za tym idzie przetrzymanie kosztów związanych z wysokimi cenami aluminium na klienta ostatecznego i wzrost marży operacyjnej. Większa ilość zamówień głównych segmentów produkcyjnych Grupy Kęty jest związana z ożywieniem przemysłu, jakie w ostatnim czasie mieliśmy okazję obserwować na terenie Niemiec. To z kolei z opóźnieniem przeniosło się na kraje ościenne i głównych partnerów handlowych. O ile spodziewamy się spadku dynamiki produkcji przemysłowej na terenie starej Europy w końcówce trzeciego kwartału, to wciąż reagujące z opóźnieniem gospodarki ościenne Niemiec, powinny jeszcze do końca drugiego półrocza odczuwać dużą ilość napływających zamówień z zachodnich rynków eksportowych. To natomiast powodować będzie, że trzeci i czwarty kwartał będzie dla polskiego przemysłu udany.

Produkcja przemysłowa w gospodarce niemieckiej i polskiej w latach 2008 - 2010 (%)



Źródło: DI BRE Banku

Produkcja płaskowników i kształtowników z aluminium w Polsce w latach 2008 -2010 (tys. ton)



Źródło: DI BRE Banku

Nowa prognoza DI BRE 2010P

Zwiększenie obłożenia mocy produkcyjnych w segmencie wyrobów wyciskanych z 80% w 2Q10 do 90% w 3Q10 pozwoli na wytworzenie i sprzedaż na zewnątrz Grupy w 3Q10 około 6,6 tys. ton produktów wobec 5,9 tys. ton w 2Q10. To z kolei po planowanej podwyżce o 4-5% średniej ceny sprzedaży we wrześniu powinno pozwolić Spółce na wypracowanie dodatkowej wartości EBIT 1,5 mln PLN w 2Q10, a po utrzymaniu tych samych cen w kolejnym kwartale powinno pozwolić na wypracowanie dodatkowych 4,3 mln PLN EBIT w 4Q10. W SSA spodziewamy się wzrostu wolumenów sprzedaży w znacznie mniejszym stopniu niż w SWW, natomiast szacujemy, że podwyżka średnich cen segmentu pozytywnie wpłynąć powinna na wartość przychodów (w 3Q +7,6% r/r), a co za tym idzie wzrost rentowności (+2,3pp m/m rentowności operacyjnej i +1,7pp m/m rentowności EBITDA). Spodziewamy się z kolei mniejszych niż wcześniej zakładaliśmy przychodów ze sprzedaży segmentów usług budowlanych i akcesoriów budowlanych (odpowiednio -17,3 mln PLN i -3,2 mln PLN). Jest to związane z mniejszą niż się spodziewaliśmy ilością prac zaplanowanych na pierwszą połowę roku w segmencie oraz w przypadku SAB ograniczonego popytu ze strony producentów okien i drzwi. W sumie decydujemy się na podwyższenie prognozy przychodów ze sprzedaży w bieżącym roku o 71,1 mln PLN w stosunku do ostatnio opublikowanej prognozy.

Prognoza przychodów ze sprzedaży poszczególnych segmentów działalności Grupy Kęty w 2010 roku (mln PLN)

Przychody ze sprzedaży	1Q2010	2Q2010	3Q2010P	4Q2010P	2010 Stara prognoza	2010 Nowa Prognoza	Zmiana
Segment opakowań giętkich	76,1	73,6	76,4	77,3	306,3	303,4	-2,9
Segment wyrobów wyciskanych	102,2	122,4	135,1	123,6	422,1	483,4	61,2
Segment systemów aluminiowych	71,9	99,0	116,6	101,7	353,2	389,2	35,9
Segment akcesoriów budowlanych	6,1	9,1	12,4	17,4	48,3	45,1	-3,2
Segment usług budowlanych	15,2	17,4	28,7	22,8	101,5	84,2	-17,3
Inne	7,6	7,4	14,3	22,6	52,0	52,0	0,0
Wyłączenia	-31,4	-43,9	-48,7	-26,3	-147,7	-150,3	-2,7
Suma	247,8	285,0	334,9	339,1	1 135,8	1 206,9	71,1

Źródło: DI BRE Banku

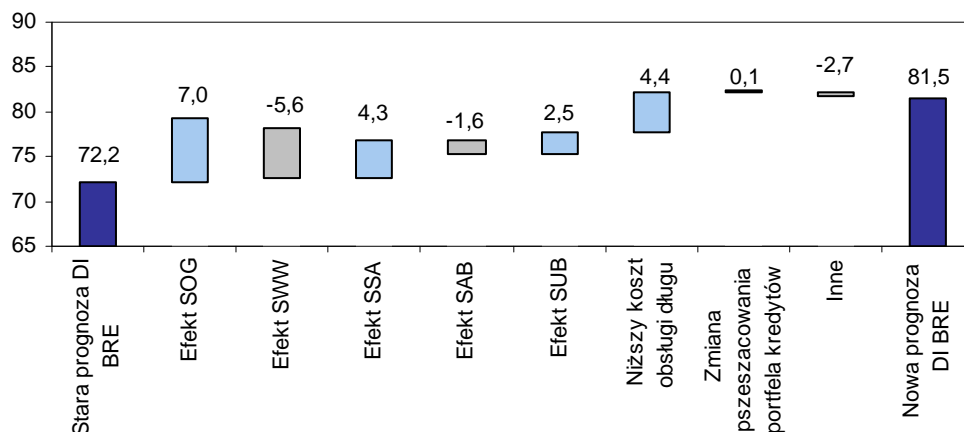
Spodziewany wzrost średniej ceny sprzedaży i wolumenów w dwóch głównych segmentach Spółki (SWW i SSA) naszym zdaniem pozytywnie przyczyni się do wyższej rentowności. Marża EBITDA w SWW naszym zdaniem ma szansę zwiększyć się z 11,5% w 2Q10 do 12,6% w 3Q10 i do 13,1% w 4Q10, z kolei w SSA wzrost rentowności EBITDA wzrośnie z 12,1% w 2Q10 do 13,8% w 3Q10 i 12,8% w 4Q10. Zmieniamy również nasze nastawienie odnośnie rentowności SOG, w związku z wysokimi wolumenami sprzedaży (w 2Q10 80% wykorzystania mocy) oraz rosnącej proporcji produktów o wyższej wartości dodanej. Dodatkowo wyniki drugiego kwartału pokazują, że Spółka nadal utrzymuje wysoką rentowność segmentu mimo znaczącego wzrostu cen papieru, aluminium i innych surowców. Na wszystkie segmenty związane ze sprzedażą eksportową dodatkowo pozytywnie wpływa utrzymująca się na niskim poziomie złotówka do EUR.

Prognoza rentowności w poszczególnych segmentach działalności Grupy Kęty w 2010 roku

EBIT	1Q2010	2Q2010	3Q2010P	4Q2010P	2010 Stara prognoza	2010 Nowa Prognoza	Zmiana
Segment opakowań giętkich	8,4	11,3	11,1	11,2	33,7	42,0	8,3
Segment wyrobów wyciskanych	4,5	7,2	10,3	9,4	39,7	31,6	-8,1
Segment systemów aluminiowych	6,0	9,4	13,8	10,7	34,3	39,5	5,3
Segment akcesoriów budowlanych	-0,3	0,0	0,1	0,2	2,0	0,0	-2,0
Segment usług budowlanych	-0,1	2,3	3,7	3,0	5,8	8,9	3,1
Inne	-2,5	-3,0	-2,6	-2,3	-11,4	-10,4	1,1
Wyłączenia	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	-1,6	-1,6
Suma	15,2	26,9	36,2	31,9	104,0	110,0	6,1
EBIT - marża	1Q2010	2Q2010	3Q2010P	4Q2010P	2010 Stara prognoza	2010 Nowa Prognoza	Zmiana
Segment opakowań giętkich	11,0%	15,3%	14,5%	14,5%	11,0%	13,8%	2,8%
Segment wyrobów wyciskanych	4,4%	5,9%	7,6%	7,6%	9,4%	6,5%	-2,9%
Segment systemów aluminiowych	8,4%	9,5%	11,8%	10,5%	9,7%	10,2%	0,5%
Segment akcesoriów budowlanych	-5,3%	0,1%	1,0%	1,0%	4,1%	0,0%	-4,1%
Segment usług budowlanych	-0,9%	13,3%	13,0%	13,0%	5,7%	10,6%	4,9%
Inne	-33,4%	-39,9%	-18,0%	-10,1%	-22,0%	-19,9%	2,1%
Wyłączenia	2,2%	1,0%	0,4%	0,9%	0,0%	1,0%	1,0%
Suma	6,1%	9,4%	10,8%	9,4%	9,2%	9,1%	0,0%
marża EBITDA	1Q2010	2Q2010	3Q2010P	4Q2010P	2010 Stara prognoza	2010 Nowa Prognoza	Zmiana
Segment opakowań giętkich	17,9%	22,8%	21,4%	21,4%	17,8%	20,7%	2,9%
Segment wyrobów wyciskanych	10,9%	11,5%	12,6%	13,1%	15,6%	12,0%	-3,7%
Segment systemów aluminiowych	11,6%	12,1%	13,8%	12,8%	12,3%	12,5%	0,2%
Segment akcesoriów budowlanych	12,7%	9,3%	10,0%	7,5%	13,2%	9,7%	-3,5%
Segment usług budowlanych	1,8%	15,8%	14,4%	14,8%	7,3%	12,5%	5,2%
Inne	-15,5%	-25,7%	-8,4%	-3,9%	-11,6%	-9,5%	2,1%
Suma	13,0%	15,5%	16,0%	14,5%	15,1%	14,7%	-0,4%

Źródło: DI BRE Banku

Na wynik netto pozytywny wpływ w kolejnych kwartałach powinno mieć obniżenie marży kredytowej banków udzielających kredyty Grupie Kęty. W 2Q10 koszty obsługi długu spadły do 2,2 mln PLN (3,2% wartości odsetek do średniego zadłużenia) z 3,5 mln PLN (4,9% wartości odsetek do średniego zadłużenia). W sumie oszczędności z tego tytułu w odniesieniu do wcześniejszych prognoz w bieżącym roku sięgnąć by mogły nawet 6 mln PLN.

Wpływ zmian na prognozę wyniku zysku netto Grupy Kęty na 2010 rok (mln PLN)


Źródło: DI BRE Banku

Zmiana założeń dotyczących wyników poszczególnych segmentów oraz innych czynników w sumie działa pozytywnie na wynik finansowy netto 2010 roku, zwiększając jego wartość z 72,2 mln PLN w poprzedniej prognozie do 81,5 mln PLN w nowej prognozie. Wzrost wyniku w SOG (7,0 mln PLN) jest związany z wyższą niż wcześniej zakładaliśmy rentownością segmentu, a SSA w związku z wyższą niż się spodziewaliśmy sprzedażą, oraz oczekiwaną poprawą rentowności (4,3 mln PLN). Spadek wyniku w SWW (-5,6 mln PLN) jest związany z niższą niż

się wcześniej spodziewaliśmy rentownością, która w dużej części jest rekompensowana wzrostem poziomu sprzedaży. W przypadku SUB i SAB całkowity efekt netto obu segmentów na wyniki jest mały i wynosi +0,9 mln PLN. Prognoza zostaje zwiększona na skutek efektu spadku wielkości odsetek od kredytów, w wyniku czego cały zysk netto rośnie o 4,4 mln PLN względem wcześniejszej prognozy.

Wycena

Wartość Spółki Kęty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 115,38 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	100,43
Wycena DCF (PLN)	50%	113,83
	cena wynikowa	107,13
	cena docelowa za 9 m-cy	115,38

W analizie porównawczej wycenę Spółki Kęty odnosimy do światowych producentów profili aluminiowych oraz opakowań giętkich.

Wycena porównawcza

	Kraj	P/E 2009	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/ EBITDA 2009	EV/ EBITDA 2010P	EV/ EBITDA 2011P	EV/ EBITDA 2012P
ALCOA INC	USA	-	23,1	9,9	8,0	30,4	8,4	6,0	5,2
AMCOR LTD	Australia	16,5	19,1	14,0	11,8	8,4	7,4	5,4	4,9
MIDAS HOLDINGS LTD	Singapur	22,1	17,4	12,5	11,2	15,7	12,5	8,9	7,9
NIPPON LIGHT METAL CO LTD	Japonia	-	14,3	10,6	9,8	-	8,0	6,6	5,7
NORSK HYDRO ASA	Norwegia	-	19,1	10,1	8,4	21,1	7,2	4,4	4,0
PROFILGRUPPEN AB-B SHS	Szwecja	-	12,5	8,6	6,8	15,5	6,0	5,2	4,6
REXAM PLC	W. Brytania	11,9	9,6	9,1	8,5	6,7	6,1	5,8	5,5
VIOHALCO	Grecja	-	-	21,0	9,5	13,2	16,5	8,6	6,3
VSMPO-AVISMA CORP-CLS	Rosja	15,7	18,4	11,9	7,7	6,9	7,6	6,2	4,7
Maksimum		22,1	23,1	21,0	11,8	30,4	16,5	8,9	7,9
Minimum		11,9	9,6	8,6	6,8	6,7	6,0	4,4	4,0
Mediana		16,1	17,9	10,6	8,5	14,4	7,6	6,0	5,2
Kęty		13,8	11,9	10,5	9,8	6,2	6,8	6,2	5,7
premia (dyskonto)		-14,3%	-23,3%	-0,3%	15,3%	-61,3%	-12,0%	4,2%	13,4%
Implikowana wycena									
Mediana		16,1	17,9	10,6	8,5	14,4	7,6	6,0	5,2
Dyskonto		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika			50%				50%		
Waga roku			10%	40%	50%		10%	40%	50%
Wartość firmy na akcję (PLN)		100,43							

Do analizy porównawczej zdecydowaliśmy się zastosować wskaźnik ceny do zysku (P/E) oraz wartości ekonomicznej do EBITDA (EV/EBITDA). Uwzględniając wskaźnik P/E Spółka Kęty jest notowana z dyskontem do konkurentów z branży w 2009, 2010 i 2011, a z premią dla 2012 roku. Uwzględniając wskaźnik EV/EBITDA Kęty są notowane z dyskontem do konkurentów z branży w 2009 i 2010 natomiast z premią w 2011 i 2012 roku. Spółki uwzględnione w analizie to: Alcoa, Amcor, Midas Holdings, Nippon Licht Metal, Norsk Hydro, Profilgruppen, Rexam, Viohalco i Vsmo-Avisma. Alcoa to zintegrowany producent aluminy, aluminium i gotowych profili. Spółka działa również w branży opakowań aluminiowych. Amcor to międzynarodowy koncern oferujący opakowania i związane z tym usługi. Oferta obejmuje pudełka tekturowe, kartony, aluminiowe i stalowe puszki, opakowania plastikowe, czy słoiki. Midas Holdings z kolei, to przede wszystkim producent rur polietylenowych, ale również

aluminiowych wyrobów wyciskanych. Nippon Licht Metal jest zintegrowanym producentem wyrobów aluminiowych. Swoje produkty kieruje na rynek budowlany i elektroniki. Norsk Hydro zajmuje się produkcją wyrobów aluminiowych dla branży samochodowej, budowlanej. Profilgruppen, to wydobywca, przetwórcza i producent aluminium oraz gotowych produktów aluminiowych. Swoją asortyment kieruje na różne rynki przemysłowe, w tym znacząco do producentów samochodów. Rexam jest producentem i dystrybutorem materiałów do pakowania. Swoje produkty kieruje do takich branż jak kosmetyki, żywność, napoje, czy ochrona zdrowia. Viohalco jest producentem wyrobów z miedzi i aluminium, Spółka działa poprzez trzy podmioty zależne: Viohalco, Hellenic Copper I Aluminium Industry SA. Vsm-po-Avisma, to z kolei dostawca półproduktów wykonanych z tytanu, aluminium i stali szlachetnej.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 5,40% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2019 = 3%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy dług netto na poziomie z 2009 roku. Dodatkowo do długu netto dodajemy wartość dywidendy za zysk obrotowy z 2009 roku (dzień prawa do dywidendy upłynął 14 lipca bieżącego roku).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na początek sierpnia 2010.
- Zakładamy, że Spółka na inwestycje w 2010 roku wyda 115,4 mln PLN (wraz z dotacjami 147,0 mln PLN), a w kolejnym 73 mln PLN.
- Wycenę portfela kredytów na koniec 2010 roku szacujemy przy kursach EUR/PLN na poziomie 4,10 i USD/PLN 3,10. Dodatnia wycena portfela zagranicznych kredytów wpływa na rachunek zysków i strat w kwocie -1,3 mln PLN (w pozycji koszty finansowe).

Założenia dotyczące cen aluminium i kursu USD/PLN

Ceny aluminium	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
Aluminium LME (USD)	1 499,2	2 060,9	2 122,7	2 197,0	2 273,9	2 353,4	2 435,8	2 521,1	2 609,3	2 700,6	2 795,2	2 879,0
zmiana (r/r)	-34,6%	37,5%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%
Aluminium LME (PLN)	4 671,7	6 326,8	6 451,4	6 610,5	6 773,4	6 940,4	7 111,5	7 323,6	7 542,0	7 766,9	7 998,6	8 238,5
zmiana (r/r)	-15,4%	35,4%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
USD / PLN	3,12	3,07	3,04	3,01	2,98	2,95	2,92	2,90	2,89	2,88	2,86	2,86
zmiana (r/r)	29,3%	-1,5%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	0,0%
Użyte aluminium (tys. Ton)	47,0	44,7	44,7	45,5	46,5	47,4	48,3	49,3	50,3	51,3	52,3	52,8
zmiana (r/r)	-4,1%	-5,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
Przychody ze sprzedaży	1 206,9	1 263,9	1 301,1	1 337,9	1 376,1	1 415,7	1 462,1	1 510,5	1 560,9	1 613,4	1 660,9
zmiana	8,6%	4,7%	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	2,9%
EBITDA	177,8	192,3	202,4	208,5	214,1	220,1	227,6	235,0	243,1	250,8	255,4
marża EBITDA	14,7%	15,2%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,4%
Amortyzacja	67,8	70,6	73,5	76,3	79,2	73,3	76,2	76,9	79,8	75,7	73,3
EBIT	110,0	121,7	128,9	132,2	134,9	146,8	151,4	158,1	163,3	175,1	182,1
marża EBIT	9,1%	9,6%	9,9%	9,9%	9,8%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,9%	11,0%
Opodatkowane EBIT	19,4	21,7	23,2	24,0	24,7	27,1	28,1	29,5	30,6	33,0	34,5
NOPLAT	90,6	100,0	105,6	108,2	110,2	119,7	123,4	128,6	132,7	142,1	147,6
CAPEX	-115,4	-73,0	-73,0	-73,1	-73,1	-73,1	-73,2	-73,2	-73,3	-73,3	-73,3
Kapitał obrotowy	-44,3	-18,3	-11,3	-11,6	-12,0	-12,4	-14,4	-14,9	-15,5	-16,1	-15,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-1,3	79,3	94,9	99,8	104,3	107,5	112,0	117,4	123,8	128,4	132,3
WACC	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%
współczynnik dyskonta	0,96	0,88	0,80	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36
PV FCF	-1,2	69,7	76,0	72,8	69,1	64,5	60,9	57,6	54,6	50,8	47,2
WACC	9,40%	9,49%	9,59%	9,69%	9,77%	9,87%	9,96%	10,07%	10,20%	10,35%	10,40%
Koszt długu	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%
Stopa wolna od ryzyka	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Premia za ryzyko	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	19,9%	18,0%	16,0%	14,2%	12,5%	10,5%	8,7%	6,5%	4,0%	1,1%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
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%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

1 788,3

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

707,7

0,0% 1,0% 3,0% 4,0% 5,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

574,9

WACC +1,0pp 86,22 90,96 103,82 112,85 124,71

Wartość firmy (EV)

1 282,6

WACC +0,5pp 92,20 97,63 112,61 123,36 137,75

Dług netto

232,4

WACC 98,77 105,02 **122,60** 135,51 153,20

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 106,03 113,27 134,05 149,72 171,80

Udziałowcy mniejszościowi

0,0

WACC 1,0pp 114,08 122,51 147,29 166,57 194,60

Wartość firmy

1 050,2

Liczba akcji (mln)

9,2

Wartość firmy na akcję (PLN)

113,8

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,7%

Cena docelowa

122,60

EV/EBITDA dla ceny docelowej

7,7

P/E (*10) dla ceny docelowej

13,9

Udział TV w EV

55,2%

**Rachunek Wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	1 253,5	1 170,8	1 111,0	1 206,9	1 263,9	1 301,1	1 337,9	1 376,1	1 415,7	1 462,1
zmiana	16,3%	-6,6%	-5,1%	8,6%	4,7%	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%	3,3%
Segment opakowań giętkich	259,9	262,8	291,8	303,4	312,4	320,1	328,0	336,0	344,3	354,6
Segment wyrobów wyciskanych	601,4	461,3	357,7	483,4	507,4	530,1	553,7	578,5	604,3	634,4
Segment systemów aluminiowych	417,1	428,9	388,2	389,2	418,0	421,4	424,9	428,4	431,9	436,2
Segment akcesoriów budowlanych	61,2	69,0	53,6	45,1	49,7	51,2	52,7	54,3	56,0	57,6
Segment usług budowlanych	79,0	81,5	107,9	84,2	92,5	105,5	108,2	110,9	113,7	116,5
Inne	42,6	55,8	55,7	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
Wyłączenia	-207,6	-188,4	-147,6	-150,3	-168,1	-179,2	-181,6	-184,0	-186,5	-189,2
Koszty wytworzenia	1 139,6	1 040,5	974,4	1 105,2	1 148,0	1 181,1	1 215,3	1 250,5	1 278,1	1 318,8
EBIT	141,1	126,7	124,9	110,0	121,7	128,9	132,2	134,9	146,8	151,4
zmiana	28,7%	-10,2%	-1,4%	-11,9%	10,6%	5,9%	2,6%	2,1%	8,8%	3,2%
marża EBIT	11,3%	10,8%	11,2%	9,1%	9,6%	9,9%	9,9%	9,8%	10,4%	10,4%
Wynik na działalności finansowej	-19,3	-55,5	-33,0	-9,2	-7,4	-6,6	-5,8	-5,1	-4,4	-3,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	121,8	71,2	91,9	100,9	114,3	122,3	126,4	129,8	142,4	147,7
Podatek dochodowy	23,5	9,9	21,1	19,2	21,7	23,2	24,0	24,7	27,1	28,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk netto	98,0	61,2	70,6	81,5	92,4	98,9	102,2	105,0	115,1	119,5
zmiana	11,6%	-37,5%	15,4%	15,5%	13,3%	7,0%	3,4%	2,7%	9,7%	3,8%
marża	7,8%	5,2%	6,4%	6,8%	7,3%	7,6%	7,6%	7,6%	8,1%	8,2%
Amortyzacja	52,2	61,7	64,1	67,8	70,6	73,5	76,3	79,2	73,3	76,2
EBITDA	193,3	188,4	189,0	177,8	192,3	202,4	208,5	214,1	220,1	227,6
zmiana	25,4%	-2,6%	0,3%	-5,9%	8,2%	5,2%	3,0%	2,7%	2,8%	3,4%
marża EBITDA	15,4%	16,1%	17,0%	14,7%	15,2%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
EPS	10,6	6,6	7,7	8,8	10,0	10,7	11,1	11,4	12,5	13,0
CEPS	16,3	13,3	14,6	16,2	17,7	18,7	19,4	20,0	20,4	21,2
ROAE	13,8%	8,6%	8,8%	9,2%	9,9%	10,2%	10,1%	10,1%	10,6%	10,7%
ROAA	7,5%	4,7%	5,5%	5,9%	6,4%	6,7%	6,7%	6,8%	7,2%	7,3%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	1 313,7	1 314,8	1 289,8	1 377,5	1 433,7	1 478,7	1 518,8	1 554,9	1 600,1	1 643,4
Majątek trwały	847,0	859,2	820,5	905,7	911,0	913,7	914,3	912,8	918,0	921,3
Wartość niematerialne i prawne	74,0	70,7	66,4	67,1	67,7	68,4	69,1	69,8	70,4	71,1
Rzeczowe aktywa trwałe	705,7	721,5	694,5	773,7	776,9	777,9	776,9	773,8	777,3	778,8
Wartość firmy	17,8	20,8	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
Należności długoterminowe	10,1	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Inwestycje długoterminowe	16,4	13,3	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Długoterminowe RM	23,1	30,0	28,3	30,8	32,2	33,2	34,1	35,1	36,1	37,3
Majątek obrotowy	466,7	455,7	469,3	471,7	522,7	565,1	604,5	642,1	682,0	722,1
Zapasy	220,7	178,9	147,6	171,4	181,9	188,4	195,2	202,2	209,4	217,8
Należności krótkoterminowe	227,6	220,1	210,0	243,9	257,2	264,7	272,4	280,3	288,5	298,1
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,7	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	16,8	46,1	108,2	52,7	79,7	107,9	132,8	155,4	179,7	201,7
Krótkoterminowe RM	0,9	2,6	3,4	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
PASYWA	1 313,7	1 314,8	1 289,8	1 377,5	1 433,7	1 478,7	1 518,8	1 554,9	1 600,1	1 643,4
Kapitał własny	708,2	714,6	801,2	882,5	931,7	972,9	1 009,0	1 041,2	1 082,2	1 120,6
Kapitał akcyjny	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0
Kapitał zapasowy	-5,9	-9,4	4,4	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Zysk z lat ubiegłych	658,2	677,9	748,5	793,1	840,6	879,5	912,5	940,8	977,2	1 010,3
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	206,6	207,3	139,9	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5
Dług	145,7	147,9	81,7	81,7	81,7	81,7	81,7	81,7	81,7	81,7
Zobowiązania krótkoterminowe	398,9	392,9	333,0	335,7	342,0	345,3	348,7	352,3	355,9	360,2
Zobowiązania handlowe	142,2	106,4	111,0	123,4	129,7	133,1	136,5	140,0	143,6	147,9
Dług	232,5	273,9	222,0	212,3	212,3	212,3	212,3	212,3	212,3	212,3
Rezerwy na zobowiązania	1,8	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe	61,6	49,5	14,3	15,6	16,3	16,8	17,3	17,8	18,3	18,9
Dług	378,2	421,8	303,7	294,0	294,0	294,0	294,0	294,0	294,0	294,0
Dług netto	361,4	375,7	195,5	241,3	214,3	186,1	161,2	138,6	114,3	92,3
(Dług netto / Kapitał własny)	51,0%	52,6%	24,4%	27,3%	23,0%	19,1%	16,0%	13,3%	10,6%	8,2%
(Dług netto / EBITDA)	1,9	2,0	1,0	1,4	1,1	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4
BVPS	76,8	77,5	86,8	95,7	101,0	105,5	109,4	112,9	117,3	121,5



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	137,9	161,7	223,9	114,4	152,3	167,9	172,9	177,4	180,6	185,2
Zysk netto	98,0	61,2	70,6	81,5	92,4	98,9	102,2	105,0	115,1	119,5
Amortyzacja	52,2	61,7	64,1	67,8	70,6	73,5	76,3	79,2	73,3	76,2
Kapitał obrotowy	-40,4	19,1	48,7	-44,3	-18,3	-11,3	-11,6	-12,0	-12,4	-14,4
Pozostałe	28,2	19,7	40,5	9,4	7,6	6,8	6,0	5,3	4,6	3,9
Przepływy inwestycyjne	-177,55	-81,28	-50,21	-115,40	-73,00	-73,04	-73,07	-73,11	-73,15	-73,18
CAPEX	-1,95	3,30	-29,83	-115,40	-73,00	-73,04	-73,07	-73,11	-73,15	-73,18
Inwestycje kapitałowe	-173,73	-80,51	7,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	27,1	-44,4	-111,6	-54,5	-52,3	-66,6	-75,0	-81,7	-83,1	-90,0
Dług	110,9	91,6	-118,1	-9,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-36,9	-41,5	0,0	-36,9	-44,8	-60,0	-69,2	-76,6	-78,7	-86,4
Pozostałe	-46,9	-94,5	6,4	-7,9	-7,4	-6,6	-5,8	-5,1	-4,4	-3,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	-18,9	29,5	62,1	-55,5	27,0	28,2	24,8	22,6	24,4	21,9
Środki pieniężne na koniec okresu	16,8	46,1	108,2	52,7	79,7	107,9	132,8	155,4	179,7	201,7
DPS (PLN)	4,5	4,5	0,0	4,0	4,9	6,5	7,5	8,3	8,5	9,4
FCF	124,1	186,7	186,7	-1,3	79,3	94,9	99,8	104,3	107,5	112,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,2%	0,3%	-2,7%	-9,6%	-5,8%	-5,6%	-5,5%	-5,3%	-5,2%	-5,0%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	9,9	15,9	13,8	11,9	10,5	9,8	9,5	9,3	8,5	8,1
P/CE	6,5	7,9	7,2	6,5	6,0	5,6	5,5	5,3	5,2	5,0
P/BV	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
FCF/EV	9,3%	13,8%	16,0%	-0,1%	6,7%	8,2%	8,8%	9,4%	9,9%	10,5%
EV/EBITDA	6,9	7,2	6,2	6,8	6,2	5,7	5,4	5,2	4,9	4,7
EV/EBIT	9,5	10,6	9,4	11,0	9,8	9,0	8,6	8,2	7,4	7,0
EV/S	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
Dywid	4,3%	4,3%	0,0%	3,8%	4,6%	6,2%	7,1%	7,9%	8,1%	8,9%
Cena (PLN)	105,50	105,50	105,50	105,50	105,50	105,50	105,50	105,50	105,50	105,50
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
MC (mln PLN)	973,3	973,3	973,3	973,3	973,3	973,3	973,3	973,3	973,3	973,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 334,7	1 349,0	1 168,8	1 214,6	1 187,6	1 159,4	1 134,5	1 111,9	1 087,6	1 065,6



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

Departament Analiz:

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
micchal.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
micchal.stepkowski@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
micchal.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
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej 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 księgową

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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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 nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Grupy Kęty

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-02-24	2010-07-06
kurs z dnia rekomendacji	115,00	103,00
WIG w dniu rekomendacji	38533,89	39685,67