

24 lutego 2010

Aktualizacja raportu

**Metale**

Polska

Cena bieżąca	115,00 PLN
Cena docelowa	120,36 PLN
Kapitalizacja	1,1 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,85 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING OFE	17,91%
PZU Złota Jesień	9,49%
Aviva OFE	8,67%
Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG	5,74%
Amplico OFE	4,29%

Pozostali 53,90%

Strategia dotycząca sektora

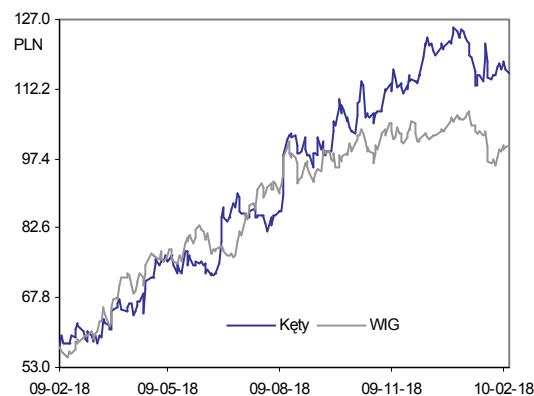
Spółki przemysłowe powinny skorzystać na tegorocznym ożywieniu gospodarczym dzięki wzrostowi wolumenów sprzedaży przy jednoczesnym pozytywnym wpływie efektów restrukturyzacji kosztowej zakończonej w okresie kryzysu.

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

08.04 publikacja raportu za 2009
27.04 publikacja raportu za Q1'10
12.08 publikacja raportu za IH'10
27.10 publikacja raportu 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 Trzymaj

KETY.WA; KTY.PW

(Niezmieniona)

Perspektywa na 2010 rok

Znacząca konkurencja w segmentach wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych oraz niższa chłonność rynku zmusiły Zarząd do konserwatywnego przedstawienia prognozy na 2010 rok. W obecnym roku spodziewana jest 6% r/r dynamika przychodów, mniejsza o 1,2pp marża zysku operacyjnego oraz zysk netto wyższy o 15% r/r. Zarząd konserwatywnie zakłada 1,5% r/r wzrost gospodarczy w 2010 roku oraz pozytywne warunki makro do prowadzenia działalności operacyjnej. Naszym zdaniem spodziewane w bieżącym roku powolne odrodzenie się popytu na rynkach zagranicznych oraz planowane nowe inwestycje w zakresie budownictwa komercyjnego w drugiej połowie roku pozytywnie wpływać będą na wyniki segmentów operacyjnych. Spodziewamy się również znacznie wyższej dynamiki wzrostu PKB w granicach 3%, co będzie się przekładało na większą chłonność rynku, a co za tym idzie szansę na utrzymanie przez Spółkę wysokich marży operacyjnych. Uważamy ponadto, że podobnie jak w 2009 tak i w kolejnych kwartałach bieżącego roku Zarząd będzie systematycznie korygował swoje prognozy w górę. Naszym zdaniem nieco gorsze wyniki za IV kwartał nie powinny stanowić drogowskazu na cały 2010 rok dlatego rekomendujemy trzymaj dla akcji Kęt, a cenę docelową ustalamy na 120,36 PLN.

Wyniki 4Q2009

W czwartym kwartale 2009 Spółka wypracowała przychody o 6,1% wyższe niż rok wcześniej. Wysoka dynamika przychodów została zanotowana w segmentach SUB (+96,0% r/r) i SOG (+14,0% r/r), niższa z kolei w SAB (-22,2% r/r), SWW (-8,4% r/r) i SSA (-8,4 r/r). Najbardziej rentowny był segment SOG (+0,3pp r/r), mniej z kolei SWW (-1,1pp r/r), SSA (-5,7pp r/r) i SUB (-16,4pp r/r). Zarząd skarży się, że przy większej konkurencji i mniejszej chłonności rynku nie jest w stanie przenieść premii producentów wlewk na klienta finalnego. W 4Q2009 zwiększona konkurencja na rynku związana była z wyprzedzającą zapasów przez zagranicznych konkurentów, oraz dekonjunkcją na lokalnych rynkach rywali. Naszym zdaniem IV kwartał był dla Spółki i całej branży specyficzny.

Prognoza 2010

Zarząd w bieżącym roku oczekuje 6% r/r wzrostu przychodów ze sprzedaży i zysku operacyjnego na poziomie 5% niższym niż rok wcześniej. Wysoka dynamika przychodów zakładana jest w segmentach SWW (+20% r/r), SSA (5% r/r) i SAB (+5,5% r/r). Niższa dynamika sprzedaży jest z kolei oczekiwana w SOG (-4,5% r/r) oraz SUB (-5,5% r/r). Zarząd spodziewa się nieco niższej rentowności w segmentach SOG (mniej sprzyjające warunki makroekonomiczne), SWW i SSA (brak możliwości przerzucenia premii producentów wlewk na klienta ostatecznego). Oczekiwana jest również niższa rentowność w SUB z uwagi na udział w projektach „prestizowych”. Spółka na bieżący rok zapowiada inwestycje na poziomie 115,4 mln PLN.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1 253,5	1 170,8	1 107,3	1 193,2	1 266,9
EBITDA	193,3	188,4	188,1	189,7	207,3
marża EBITDA	15,4%	16,1%	17,0%	15,9%	16,4%
EBIT	141,1	126,7	124,0	123,4	138,6
Zysk netto	98,0	61,2	71,1	88,4	100,8
P/E	10,8	17,3	14,9	12,0	10,5
P/CE	7,1	8,6	7,8	6,9	6,3
P/BV	1,5	1,5	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,4	7,6	6,8	6,8	6,1
DYield	3,9	3,9	0,0	3,4	4,6

Wyniki 4Q2009

Wyniki ze sprzedaży w czwartym kwartale 2009 były na poziomie 282,4 mln PLN i były o 6,1% wyższe niż rok wcześniej. Wysoka dynamika przychodów została zanotowana w segmentach usług budowlanych (96,0% r/r) i opakowań giętkich (14,0% r/r). Niższy jak rok wcześniej poziom przychodów zanotowany został w segmencie wyrobów wyciskanych (-8,4% r/r), oraz systemów aluminiowych (-5,4% r/r). Spadki miały związek z częściowym wyłączeniem zakładów w grudniu, co związane było z pracami nad utrzymaniem linii produkcyjnych. Niepokojącym jednak jest fakt, że spadek przychodów odbywał się przy średnio większych o 70,7% r/r cenach aluminium. Największe spadki zanotował segment akcesoriów budowlanych (-22,2% r/r) i związane to było z przeniesieniem produkcji do zakładu w Złotowie.

Spółka w czwartym kwartale wypracowała 19,7 mln PLN zysku operacyjnego, czyli o 17,9% mniej niż rok wcześniej. Marża operacyjna wyniosła 7,0%, wobec 9,0% w analogicznym okresie rok wcześniej i była ona jednocześnie niższa niż marża osiągnięta w trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku (12,6%). Niższą rentowność pokazał segment opakowań giętkich (spadek z 16,3% w trzech pierwszych kwartałach 2009 roku do 8,9% w czwartym kwartale 2009). Trzy pierwsze kwartały 2009 były dla omawianego segmentu szczególnie sprzyjające, niskie ceny aluminium, słaba złotówka i rosnące przychody ze sprzedaży pozytywnie wpływały na rentowność tego segmentu. W 4Q2009 rentowność segmentu SOG spadała przy rosnących o 14,0% r/r przychodach ze sprzedaży (+0,5% q/q) oraz przy spadającej amortyzacji (-2,2% r/r). W segmentach wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych marża operacyjna wyniosła odpowiednio 3,5% i 9,5%. Największy spadek rentowności miał miejsce w pierwszym segmencie, gdzie marże uległy obniżeniu o 8,5pp względem pierwszych trzech kwartałów 2009. W drugim z kolei spadły o 4,1pp. W obu przypadkach na wyniki segmentów swój wpływ miała duża konkurencja na krajowym rynku. Duża podaż ze strony zagranicznych konkurentów, przy mniejszej chłonności rynku sprawia, że Spółce trudno jest przerzucić premię producentów wlewek. W Europie funkcjonuje kilkunastu producentów wlewek, którzy dostarczają swoje produkty dla wytwórców profili. O ile ceny profili są ściśle związane z ceną aluminium na rynkach, to pomijają koszty związane z marżami jakie naliczają sobie producenci wspomnianych wlewek. To jednak przy bardzo konkurencyjnym rynku profili (w Europie ponad 500 dostawców) sprawia, że koszty w okresie słabszej chłonności rynku są w znaczącym stopniu ponoszone na producentów. Na wyniki segmentu systemów aluminiowych dodatkowo negatywnie wpływały odpisy aktualizujące na zapasach (2,9 mln PLN) i należnościach (4,0 mln PLN), które w znaczącej części obciążały wynik operacyjny. W segmencie usług budowlanych marża operacyjna w 4Q2009 wyniosła -3,1% r/r wobec 11,8% zanotowanych w trzech pierwszych kwartałach 2009 roku. Wpływ na to miało częściowe przesunięcie kosztów związanych z projektami oddawanymi w poprzednich kwartałach. Również na niekorzyść segmentów działała wyższa o 33,1% r/r amortyzacja. W przypadku segmentu akcesoriów budowlanych zanotowana została strata operacyjna (-0,8 mln PLN) związana z przeniesieniem produkcji do zakładu w Złotowie. W sumie amortyzacja segmentu spadła o 10,2% r/r, co w przyszłości powinno się przyczynić na większą rentowność tego segmentu.

W 4Q2009 wartość EBITDA była o 9,6% r/r niższa niż rok wcześniej, głównie za sprawą spadającego zysku operacyjnego (-17,9% r/r). Amortyzacja rok do roku wzrosła o 1,0%.

Skrócony rachunek zysków i strat Grupy Kęty za 4Q08 i 4Q09

(mln PLN)	2008	2009P	zmiana	4Q2008	4Q2009	zmiana
Przychody	1 170,8	1 107,3	-5,4%	266,0	282,4	6,1%
SOG	262,8	291,8	11,0%	64,2	73,2	14,0%
SWW	461,3	357,7	-22,4%	95,8	87,7	-8,4%
SSA	428,9	388,2	-9,5%	104,8	99,1	-5,4%
SAB	69,0	53,6	-22,3%	13,4	10,4	-22,2%
SUB	81,5	107,9	32,4%	16,5	32,3	96,0%
inne	55,8	55,7	-0,1%	14,7	16,8	14,3%
EBIT	126,7	124,0	-2,1%	23,9	19,7	-17,9%
marża EBIT	10,8%	11,2%	-	9,0%	7,0%	-
EBITDA	188,4	188,1	-0,1%	39,8	36,0	-9,6%
marża EBITDA	16,1%	17,0%	-	15,0%	12,7%	-
Zysk netto	61,2	71,1	16,2%	0,4	15,3	3524,9%

Źródło: DI BRE Banku

Zysk netto w 4Q2009 był o 14,9 mln PLN wyższy niż rok wcześniej, głównie za sprawą mniejszych kosztów finansowych. W sumie w czwartym kwartale negatywny wpływ działalności finansowej na zysk netto to 0,9 mln PLN. Wpłynął na to znaczący spadek odsetek

od kredytów (-39,6% r/r), dodatnia wycena kredytu (2,5 mln PLN) oraz 1,5 mln PLN zysku z transakcji zabezpieczających.

Przychody ze sprzedaży i marża zysku operacyjnego w poszczególnych segmentach (mln PLN)

Dynamika przychodów	2008	2009	zmiana	4Q2008	4Q2009	zmiana
SOG	262,8	291,8	11,0%	64,2	73,2	14,0%
SWW	461,3	357,7	-22,4%	95,8	87,7	-8,4%
SSA	428,9	388,2	-9,5%	104,8	99,1	-5,4%
SAB	69,0	53,6	-22,3%	13,4	10,4	-22,2%
SUB	81,5	107,9	32,4%	16,5	32,3	96,0%
inne	55,8	55,7	-0,1%	14,7	16,8	14,3%
marża EBIT	2008	2009	zmiana	4Q2008	4Q2009	zmiana
SOG	8,5%	14,4%	+5,9pp	8,6%	8,9%	+0,3pp
SWW	10,8%	10,0%	-0,8pp	4,6%	3,5%	-1,1pp
SSA	14,4%	12,6%	-1,8pp	15,2%	9,5%	-5,7pp
SAB	4,4%	0,0%	-4,4pp	-5,2%	-7,4%	-2,2pp
SUB	9,4%	7,3%	-2,1pp	13,2%	-3,1%	-16,4pp
inne	-28,2%	-20,7%	+7,5pp	-27,5%	-1,6%	25,8pp

Źródło: DI BRE Banku

W 4Q2009 nastąpił spadek kapitału pracującego o 15% r/r przy spadku sprzedaży o 5% r/r. Poziom zapasów spadł o 16% r/r, należności o 7% r/r, a zobowiązań handlowych o 2%. W przypadku należności, niższy poziom w porównaniu do wartości rok wcześniej nastąpił mimo wyższej wyceny należności walutowych, a w przypadku zobowiązań handlowych spadek nastąpił ze względu na mniejszy jak rok wcześniej poziom zakupów. Obecny poziom kapitału pracującego znajduje się na dnie i Zarząd raczej nie widzi możliwości dalszego jego obniżania. Operacyjnie grupa wygenerowała rekordowo wysoki strumień gotówki na poziomie 53 mln PLN w 4Q2009 i 226 mln PLN w całym 2009 roku.

Na koniec 4Q2009 dług spadł do poziomu 304 mln PLN czyli o około 25,1% r/r. Dług netto osiągnął poziom 195 mln PLN. Zamieniono również kredyty denominowane w CHF na EUR, w związku z faktem, iż Spółka nie uzyskuje znaczących przepływów w tejże walucie.

Sytuacja w poszczególnych segmentach

Segment Wyrobów Wyciskanych

W SWW wyższy o 6% r/r wolumen sprzedaży następował głównie za sprawą wzmoczonych zamówień w branżach budownictwo i transport. Na rynku krajowym obserwowano wzmoczoną konkurencję krajowych spółek oraz zagranicznych producentów niskokosztowych (Chiny, Turcja). W większym stopniu dało się odczuć konkurencję producentów z krajów unii europejskiej i rynków wschodnich. Systematyczny wzrost premii producentów wlewek, większa konkurencja i mniejsza chłonność rynku negatywnie wpływała na możliwość przerzucenia części ceny na odbiorców. To znalazło swoje odzwierciedlenie w wynikach operacyjnych segmentu. Na rynku zagranicznym z kolei zaobserwowano wzrost wolumenu sprzedaży o 9% w porównaniu do 4Q2008. Największa dynamika miała miejsce na rynkach eksportowych Austrii i Wielkiej Brytanii. W 4Q2009 Spółka zdołała pozyskać nowych klientów w kraju i zagranicą o łącznym potencjale 250 – 500 ton rocznie. W sumie w 4Q2009 wykorzystanie mocy produkcyjnych znajdowało się na poziomie 75-80%.

Segment Systemów Aluminiowych

W SSA na rynku krajowym z bardzo przyzwoitą dynamiką przychodów sprzedawały się elementy stolarki aluminiowej (+4% r/r) i rolet (+4% r/r). Wejście na rynek krajowy zagranicznych producentów rolet okazało się nieskuteczne. Ich produkty wciąż są stosunkowo drogie i przegrywają konkurencje z Grupą Kęty. Spółka brała udział w realizacji biurów Ericpol i Quattro Krakowie, New City Mokotów i Poleczki Business Park w Warszawie, Oxygen w Szczecinie, Reinhold Center w Katowicach oraz Wojdyła Park we Wrocławiu. Na rynku eksportowym wciąż trudna sytuacja ma miejsce na rynkach wschodnich.

Segment Opakowań Giętkich

Na rynku krajowym Spółce udało się osiągnąć około 15% r/r dynamikę sprzedaży. Zarząd uważa, że Spółka osiągnęła już klarowną pozycję na rynku, o czym świadczy współpraca z dużymi koncernami. W 4Q2009 uruchomiono linię w technologii druku i laminacji materiału na opakowania dla przemysłu mleczarskiego. Na zagranicznych rynkach w 4Q2009 Spółka

systematycznie poszerzała ofertę linii produktowych i kolejnych wzorów. Obecne moce produkcyjne wykorzystywane są na poziomie 80-85%.

Segment Usług Budowlanych

W SUB w 4Q2009 odnotowano znaczny wzrost przychodów ze sprzedaży (+96% r/r).

Segment Akcesoriów Budowlanych

W SAB pomijając sprzedaż realizowaną wewnątrz grupy kapitałowej (dla SSA) sprzedaż krajowa wzrosła o ponad 25% r/r. W minionym kwartale wdrożono nowe produkty, które mają umożliwić większy poziom sprzedaży (osłonki wspornika, nowego skrzydełka zawiasy narożnej, nowe zaczepy tworzywowe). Pozytywnie zakończono również badania systemu Alu Karo dostosowanego do podstawowego systemu okiennego oferowanego przez Aluprof. Uruchomiono również produkcję akcesoriów do nowego systemu przeciwogniowego z uszczelką ceramiczną. Na rynkach zagranicznych udało się odbudować poziomy sprzed 2007 roku. W obrębie segmentu prowadzone są prace związane z wdrożeniem nowej kultury organizacyjnej. Zakłady Metalplast Złotów przeszły w obecnym roku znaczące zmiany. Przeniesiono do nich również dużą część produkcji, co w przyszłości powinno skutkować znacznie lepszymi wynikami operacyjnymi.

Nowa prognoza na 2010 rok

Przy okazji wyników za 4Q2009 Zarząd podał swoją prognozę wyników na 2010 rok. Oczekuje się że przychody ze sprzedaży sięgną 1176,0 mln PLN (+6% r/r), a marża operacyjna spadnie z 11,2% w 2009 roku do 10,0%. Spodziewana jest również marża EBITDA na poziomie 15,7%, czyli o 1,2pp mniej niż rok wcześniej.

Prognoza Zarządu na 2010 rok

(mln PLN)	2009P	2010P	zmiana
Sprzedaż	1 107,0	1 176,0	6%
EBIT	123,9	117,6	-5%
marża EBIT	11,2%	10,0%	-
EBITDA	188,1	185,2	-1%
marża EBITDA	17,0%	15,7%	-
Zysk netto	71,0	81,5	15%
EPS	7,7	8,8	16%
Wydatki Inwestycyjne	50,0	115,4	-

Źródło: DI BRE Banku

Założenia do prognozy Zarządu na 2010 rok

Założenia do prognozy	
Cena aluminium (3M)	2000 USD/tona
Inflacja roczna	2,40%
Koszt kredytu	5,50%
USD/PLN	2,90 PLN
EUR/PLN	4,10 PLN
EUR/USD	1,41
Wzrost PKB	1,50%
Cło na aluminium	3,0%
Wzrost cen gazu	5,0%

Źródło: DI BRE Banku

Spółka, po konsultacjach z głównymi kontrahentami zdecydowała się na bardziej ostrożne podejście do szacowania tegorocznej dynamiki produktu krajowego brutto. Zakładany jest również niski kurs polskiej Złotówki z racji na znaczący poziom deficytu budżetowego i rok wyborczy. Z kolei ceny aluminium szacowane są powyżej mediany październikowych prognoz 8 instytucji, które zostały założone jako benchmark.

Naszym zdaniem warunki makro jakie zakłada Spółka są całkiem dobre dla działalności operacyjnej jaką prowadzi. Ceny aluminium znajdują się poniżej średnich cen z początku obecnego roku. Mocna złotówka w stosunku do dolara pozytywnie wpływa na koszty zakupywanego aluminium. A słaba złotówka wobec euro sprzyja sprzedaży eksportowej. Dosić konserwatywnie z kolei Spółka podchodzi do dynamiki PKB.

Naszym zdaniem takie założenia powinny się przekładać na znacznie wyższą

rentowność poszczególnych segmentów. Uważamy tym samym prognozę za konserwatywną.

Segment Wyrobów Wyciskanych

W SWW zakłada się sprzedaż o 20% wyższą w porównaniu do roku 2009 (przy cenach aluminium w USD wyższych o 33,4% r/r). Spółka zamierza zwiększyć swoje obroty w sprzedaży do budownictwa i transportu. Większą wartość przychodów Zarząd zamierza osiągnąć poprzez oferowanie wysoko przetworzonych detali aluminiowych o wyższej wartości dodanej. Już w 4Q2009 Spółka prowadziła rozmowy z kilkoma producentami działających w branży motoryzacyjnej. Ich łączny potencjał to 100 tys. ton miesięcznie. Umowy te są zawierane na długie okresy (5 lat) i dotyczą wysokomarżowych produktów. Duże szanse upatrywane są w działalności podmiotu Alupol LLC (Ukraina). Obecny kryzys sprawił, że wiele podmiotów zakończyło swoją działalność na tamtym rynku. Rok 2009 Spółka zależna na Ukrainie zakończyła wynikiem finansowym netto na poziomie bliskim zero. Niebezpieczeństwem dla rentowności systemu jest wspomniana wcześniej znacząca konkurencja na rynku profili aluminiowych. Jeśli nie będzie możliwe przeniesienie premii producentów wlewek na ostatecznego klienta, to wówczas Grupa będzie musiała ponosić zwiększone koszty, a to znajdzie swoje miejsce w realizowanych marżach operacyjnych.

Segment Systemów Aluminiowych

W SSA planowane jest zwiększenie poziomu sprzedaży na rynku krajowym o 3% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu produkcji budowlanej ma być sektor budowy dróg, energetyczny i ochrony środowiska. Spółka będzie uczestniczyła w budowie stadionu narodowego (16-20 mln PLN) oraz Baltic Arena w Gdańsku (24 mln PLN). Również zamierza powalczyć o stadion w Poznaniu, oraz odzyskać podwykonawstwo w budowie stadionu we Wrocławiu. Zarząd zapowiedział również, że w zasięgu ręki jest Stadion w Kijowie. W przypadku sprzedaży eksportowej planowany jest wzrost na poziomie 10%. Spółka zamierza reorganizację komórek koordynujących sprzedaż eksportową oraz oddziałów handlowych (największe wzmocnienie potencjału handlowego na rynku niemieckim i rumuńskim). W kolejnym roku w obrębie segmentu zakłada się zwiększenie nakładów na B&R. Dotyczyć one będą certyfikacji nowych produktów, w kraju i na rynkach eksportowych, a także pracy projektowych zmierzających do poprawy konkurencyjności systemów. Pewnym zagrożeniem dla rentowności segmentu jest obawa o przyszłe marże realizowane na kontraktach stadionowych. Są to oferty „prestżowe” które Spółka traktować będzie jako przepustka do kolejnych podobnych projektów. Wiązać to się niestety będzie z mniejszymi realizowanymi marżami.

Segment Opakowań Giętkich

W segmencie SOG planowany jest spadek wartości sprzedaży o około 4,5% r/r. Zarząd zapowiada dalszy rozwój współpracy z koncernami oraz wiodącymi polskimi klientami. Również zamierza się pozyskać nowych klientów w branżach koncentratów, cukrownictwa i chemii. Planowane jest wdrożenie projektów inwestycyjnych związanych z większą wydajnością. W sprzedaży eksportowej z kolei prognozowany jest spadek o około 9,3% r/r. Zarząd dostrzega szansę na poszerzenie obecnej bazy klientów w wyniku fuzji Amcora z Alcan Packaging. Wiele z przedsiębiorstw nie chce się uzależniać wyłącznie od pojedynczego dostawcy, w związku z czym Zarząd spodziewa się, że przyszłe działania dywersyfikacyjne powinny się pozytywnie przełożyć na możliwość pozyskania nowych kontrahentów.

Segment Usług Budowlanych

W segmencie SUB Zarząd spodziewa się zmniejszenia sprzedaży o 5,5% r/r. Obecnie około 60% budżetu jest pokryte kontraktami (około 50 mln PLN), ale analogicznie do SSA spodziewany jest raczej trudny rok dla branży. Inwestycje oczekiwane są w sektorach drogownictwa, energetyce, i ochronie środowiska. Z kolei nowe projekty w zakresie budownictwa komercyjnego (biura, centra handlowe) spodziewane są dopiero w 2011 roku. Zarząd spodziewa się również spadku sprzedaży eksportowej, głównie ze względu na zakończone kontrakty na rynku czeskim i w Stanach Zjednoczonych. Pewnym zagrożeniem dla rentowności omawianego segmentu są spodziewane niższe marże na realizacji projektów SkyTower i Baltic Arena (projekty „prestżowe”).

Segment Akcesoriów Budowlanych

W SAB planowany jest wzrost wartości sprzedaży o 5,5% r/r. Ma to się odbywać za sprawą większej produkcji na rynek krajowy, dalszego rozwoju kanałów sprzedaży na rynkach obecnie obsługiwanych oraz wprowadzeniu nowych produktów. Planowane jest także zwiększenie sprzedaży eksportowej o 13,7% r/r.

Wydatki inwestycyjne 2010

Spółka zamierza przeznaczyć na inwestycje razem 147 mln PLN z czego 31,6 mln PLN ma zostać sfinansowane z funduszy UE. Około 20 mln PLN wydatków zaplanowanych na 2010 rok jest efektem przesunięcia inwestycji z roku 2009.

Wydatki inwestycyjne netto po uwzględnieniu dotacji UE (mln PLN)

Projekty inwestycyjne	
SWW	41,3
Centrum Laboratoryjne - projekt UE	5,8
Hala z linią prasy - projekt UE	19,8
Rozwój obróbki mechanicznej	3,5
SOG	29,9
Drukarka z laminacją w linii	22,0
Rozwój produkcji rożków do lodów	1,0
SAA	36,0
Linia do lakierowania	2,7
Rozwój rolety zewnętrzne - projekt UE	15,2
Rozwój produkcji systemów fasadowych	2,6
Rozwój produkcji systemów roletowych	2,0
Pozostałe	8,8
Metalplast Stolarka	0,8
SAB	2,8
Centrum	3,8
Rezerwa inwestycyjna	2,0
IT	1,8

Źródło: DI BRE Banku

Na sfinansowanie programu Spółka zamierza zwiększyć zadłużenie o 30 mln PLN. Poziom gotówki na koniec 2010 roku planowany jest z kolei na poziomie 30-40 mln PLN. Naszym zdaniem zaplanowany na obecny rok program inwestycyjny jest stosunkowo ambitny. Sądzymy, że Spółka może być zmuszona do częściowego przełożenia części nakładów na kolejny rok na skutek niezależnych opóźnień w realizacji.

Konkurencja w branży

Zarząd Spółki narzeka na znaczącą konkurencję w branży. Wiele zagranicznych producentów działających w segmentach operacyjnych Spółki ma obecnie spore problemy ze sprzedażą swoich produktów. Wyniki ze sprzedaży pięciu przykładowych spółek z branży są w roku 2009 roku znacznie niższe niż w roku 2008. Malejąca dynamika przychodów przyczynia się przy tym do niższych wartości zysku operacyjnego, EBITDA i zysku netto. Spółki te zmagając się ze zmniejszoną chłonnością lokalnych rynków i próbując szukać rynków zbytu w gospodarkach, które w znacznie mniejszym stopniu odczuły ostatnie osłabienie koniunktury gospodarczej. A to sprawia, że na terenie Polski pojawia się spora gama asortymentu, który przy niższej chłonności rynku wzmaga presję na obniżenie cen. W 4Q2009 Spółka zmagająca się ze znaczną konkurencją Spółek, które na co dzień nie operują na rynku polskim. Sprzyjała temu ograniczona ilość podejmowanych projektów związanych z budownictwem komercyjnym, oraz powolne odradzanie się branży automotive.

Wyniki wybranych konkurentów z branży w 1-3Q2008 i 1-3Q2009

(mln USD)	Norsk Hydro ASA (Norwegia)			Crown Hellas Can SA (Grecja)			Paperpack Tsoukaridis SA (Grecja)		
	1-3Q2008	1-3Q2009	zmiana	1-3Q2008	1-3Q2009	zmiana	1-3Q2008	1-3Q2009	zmiana
Przychody	12 828,0	7 762,5	-39,5%	421,3	365,4	-13,3%	15,8	14,2	-10,3%
EBIT	764,3	16,9	-97,8%	40,1	34,9	-12,9%	-	-	-
EBITDA	1 228,2	437,3	-64,4%	51,5	46,4	-9,8%	-	-	-
Zysk netto	399,9	146,2	-63,4%	29,8	23,8	-20,2%	-0,5	0,0	-

Źródło: DI BRE Banku

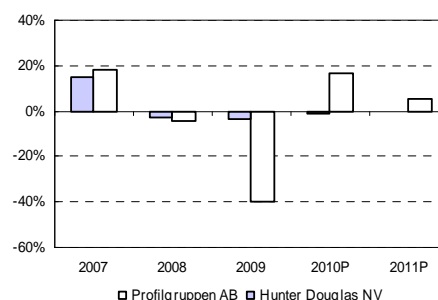
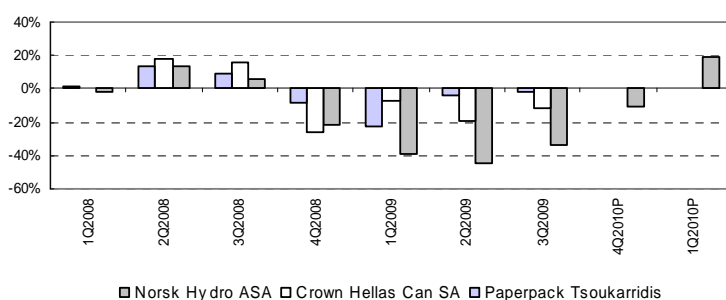
Wyniki wybranych konkurentów z branży w 2008 i 2009 roku

(mln USD)	Profilgruppen AB (Szwecja)			Hunter Douglas NV (Holandia)		
	2008	2009P	zmiana	2008	2009P	zmiana
Przychody	166,5	100,6	-39,6%	2942,0	2826,5	-3,9%
EBIT	2,5	-1,4	-	-	-	-
EBITDA	3,9	2,9	-26,1%	216,0	178,0	-17,6%
Zysk netto	1,4	-1,8	-	-35,0	49,3	-

Źródło: DI BRE Banku

Naszym zdaniem z największą presją cenową zagranicznych dostawców mieliśmy do czynienia w 4Q2009. Wówczas producenci przed zamknięciem roku obrotowego za wszelką cenę pozbywali się zalegających w magazynach zapasów. Uważamy, że sytuacja w kolejnych kwartałach powinna ulegać stopniowemu polepszeniu, tym bardziej, że powoli powinny odżywać rynki zagraniczne. To naszym zdaniem przyczynić się będzie do poprawy rentowności głównych segmentów Grupy Kęty i stopniowego podnoszenia prognoz podawanych przez Zarząd.

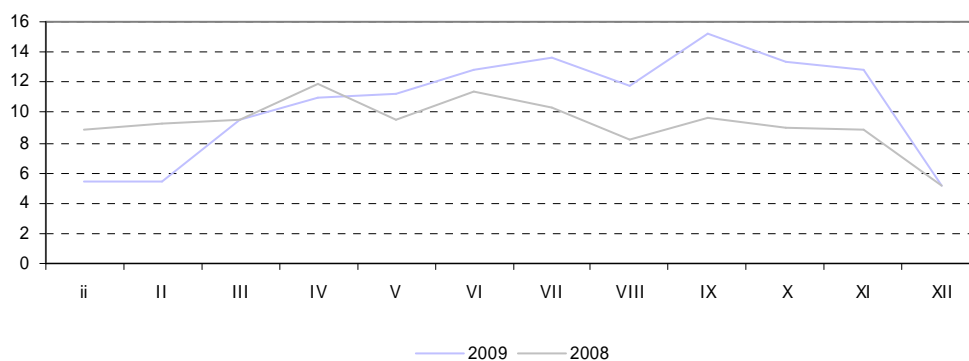
Dynamika przychodów ze sprzedaży u zagranicznych konkurentów z branży Kęt (r/r)



Źródło: DI BRE Banku

Uważamy, że ostatni kwartał tego roku był specyficzny dla poszczególnych segmentów. W drugiej połowie roku produkcja różnych profili aluminiowych utrzymywała się na wyższym niż w 2008 roku poziomie. Sytuacja uległa zmianie w grudniu zeszłego roku, kiedy to produkcja kształtowników zmalała do poziomu z 2008 roku. Spodziewamy się, że kolejne kwartały będą znacznie lepsze.

Krajowa produkcja płaskowników, walcówki, prętów i kształtowników z aluminium i stopów aluminium w 2008 i 2009 roku (tys. ton)



Źródło: GUS

Wycena

Wartość Spółki Kęty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 120,36 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	114,15
Wycena DCF (PLN)	50%	108,24
		cena wynikowa 111,20
		cena docelowa za 9 m-cy 120,36

W analizie porównawczej wycenę Spółki Kęty odnosimy do światowych producentów profili aluminiowych oraz opakowań giętkich. Ze względu jednak na znaczące obniżenie koniunktury na rynkach na jakich działają światowi konkurenci oraz znaczący spadek ich wyników operacyjnych decydujemy się na zwiększenie wag lat 2011 i 2012. Uważamy że w tych latach poziomy sprzedaży i wyniki operacyjne nie będą już zniekształcone przez dekonunkturę na światowych rynkach i stanowią znacznie precyzyjniejszy punkt odniesienia.

Wycena porównawcza

	Kraj	P/E 2008	P/E 2009P	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
ALCOA	USA	9,9	-	14,7	10,4	8,3	7,1	33,9	7,2	6,3	5,7
AMCOR	Australia	15,3	15,1	16,4	12,2	10,3	7,9	7,8	6,8	5,1	4,6
CONSTANTIA PACKAGING	Austria	14,1	-	-	-	-	5,1	-	-	-	-
MIDAS HOLDINGS	Singapur	24,6	25,3	18,0	13,8	14,4	18,3	16,3	11,4	8,8	9,3
NIPPON LIGHT METAL	Japonia	-	-	-	-	20,1	5,9	-	8,3	7,9	7,2
NORSK HYDRO	Norwegia	10,9	-	24,2	11,0	9,8	5,4	20,6	7,6	5,3	4,7
PROFILGRUPPEN	Szwecja	11,4	-	29,1	9,7	8,0	5,2	14,8	7,0	5,0	4,6
REXAM	W Brytania	8,9	11,0	10,1	8,9	8,0	6,9	6,5	6,2	5,9	5,7
VIOHALCO	Grecja	11,9	-	26,1	10,9	-	6,5	12,6	9,5	7,4	-
VSMPO-AVISMA	Rosja	10,1	18,2	19,2	14,0	8,8	6,0	7,4	7,7	6,7	5,2
Maksimum		24,6	25,3	29,1	14,0	20,1	18,3	33,9	11,4	8,8	9,3
Minimum		8,9	11,0	10,1	8,9	8,0	5,1	6,5	6,2	5,0	4,6
Mediana		11,4	16,6	18,6	11,0	9,3	6,2	13,7	7,6	6,3	5,4
Kęty		17,3	14,9	12,0	10,5	9,6	7,6	6,8	6,8	6,1	5,7
premia (dyskonto)			11,5%	55,3%	-4,1%	4,0%		-123,3%	-13,7%	-2,4%	5,4%
Implikowana wycena											
Mediana		11,4	16,6	18,6	11,0	9,3	6,2	13,7	7,6	6,3	5,4
Dyskonto			0%	0%	0%	0%		0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika				50%					50%		
Waga roku			0%	0%	50%	50%		0%	0%	50%	50%
Wartość firmy na akcję (PLN)		114,15									

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 we wszystkich badanych latach za wyjątkiem roku 2012. Z kolei uwzględniając wskaźnik EV/EBITDA Kęty są notowane z dyskontem do konkurentów z branży w 2009, 2010 i 2011 roku, natomiast z premią w 2012 roku. Spółki uwzględnione w analizie, to Alcoa, Amcor, Constantia Packaging, 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. Constantia Packaging to międzynarodowy koncern



produkujący elastyczne opakowania do przechowywania żywności, farmaceutyków itp. Spółka wytwarza również opakowania plastikowe i papierowe. 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 Aluminum Industry SA. Vsmo-Avisma, to z kolei dostawca półproduktów wykonanych z tytanu, aluminium i stali szlachetnej.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,14% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2018 = 3%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy dług netto na prognozowanym poziomie z 2009 roku.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na koniec lutego 2010.
- Zakładamy, że Spółka na inwestycje w 2010 roku wyda 113,7 mln PLN, wobec prognozowanych przez Zarząd 115,4 mln PLN.

Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
Przychody ze sprzedaży	1 193,2	1 266,9	1 310,2	1 355,2	1 400,3	1 445,4	1 490,7	1 548,5	1 608,5	1 671,0	1 721,0
zmiana	7,8%	6,2%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,9%	3,9%	3,9%	3,0%
EBITDA	189,7	207,3	218,8	224,9	230,9	236,9	243,1	250,6	258,4	266,4	273,1
marża EBITDA	15,9%	16,4%	16,7%	16,6%	16,5%	16,4%	16,3%	16,2%	16,1%	15,9%	15,9%
Amortyzacja	66,3	68,7	69,7	70,6	71,5	72,3	73,1	73,8	74,4	75,0	75,6
EBIT	123,4	138,6	149,1	154,3	159,5	164,6	170,0	176,8	184,0	191,4	197,5
marża EBIT	10,3%	10,9%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%
Opodatkowane EBIT	20,8	23,7	25,8	27,1	28,2	29,4	30,5	32,0	33,6	35,2	36,6
NOPLAT	102,6	114,9	123,2	127,2	131,2	135,3	139,4	144,8	150,4	156,2	160,9
CAPEX	-113,7	-81,5	-80,2	-81,2	-81,4	-81,6	-81,7	-81,3	-82,0	-81,9	-81,7
Kapitał obrotowy	-27,2	-17,6	-10,4	-10,8	-10,8	-10,8	-10,9	-13,8	-14,4	-15,0	-12,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,5
FCF	27,9	84,4	102,4	105,8	110,5	115,2	119,9	123,5	128,5	134,4	139,3
WACC	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,9%	11,0%	11,1%
współczynnik dyskonta	0,92	0,84	0,76	0,69	0,62	0,56	0,50	0,45	0,40	0,36	0,32
PV FCF	25,8	70,7	77,6	72,5	68,4	64,3	60,2	55,6	51,7	48,2	44,4

WACC

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	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%
Premia za ryzyko	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
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	17,9%	16,5%	14,9%	13,7%	12,4%	10,8%	9,1%	7,1%	5,0%	2,5%	0
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
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)	1 711,4	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	613,6	0,0%	1,0%	3,0%	4,0%	5,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	594,9	WACC +1,0pp	86,16	90,13	100,67	107,88	117,11
Wartość firmy (EV)	1 208,6	WACC +0,5pp	91,71	96,24	108,44	116,93	127,98
Dług netto	209,9	WACC	97,78	102,97	117,17	127,25	140,62
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	104,44	110,41	127,05	139,13	155,49
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC 1,0PP	111,78	118,70	138,33	152,94	173,24
Wartość firmy	998,6						
Liczba akcji (mln.)	9,2						
Wartość firmy na akcję (PLN)	108,2						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%						
Cena docelowa	117,17						
EV/EBITDA dla ceny docelowej	6,8						
P/E (*10) dla ceny docelowej	12,2						
Udział TV w EV	50,8%						

Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	1 253,5	1 170,8	1 107,3	1 193,2	1 266,9	1 310,2	1 355,2	1 400,3	1 445,4	1 490,7
zmiana	16,3%	-6,6%	-5,4%	7,8%	6,2%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Segment opakowań giętkich	259,9	262,8	291,8	288,8	314,4	330,0	346,3	361,8	376,1	391,0
Segment wyrobów wyciskanych	601,4	461,3	357,7	422,1	451,0	464,4	478,1	492,3	506,8	521,8
Segment systemów aluminiowych	417,1	428,9	388,2	415,3	443,7	456,9	470,4	484,3	498,7	513,4
Segment akcesoriów budowlanych	61,2	69,0	53,6	56,9	60,8	62,7	64,5	66,5	68,5	70,5
Segment usług budowlanych	79,0	81,5	107,9	102,5	107,7	110,9	114,2	117,6	121,2	124,8
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	-144,5	-162,8	-166,6	-170,4	-174,2	-177,9	-182,9
Koszty wytworzenia	1 113,9	1 016,2	929,5	1 050,2	1 114,2	1 148,5	1 183,8	1 218,8	1 254,7	1 292,3
EBIT	141,1	126,7	124,0	123,4	138,6	149,1	154,3	159,5	164,6	170,0
zmiana	28,7%	-10,2%	-2,1%	-0,5%	12,4%	7,6%	3,5%	3,4%	3,2%	3,3%
marża EBIT	11,3%	10,8%	11,2%	10,3%	10,9%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Wynik na działalności finansowej	-19,3	-55,5	-32,5	-14,0	-14,0	-13,1	-11,6	-10,9	-10,1	-9,2
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	91,5	109,4	124,6	136,0	142,6	148,5	154,5	160,8
Podatek dochodowy	23,5	9,9	20,3	20,8	23,7	25,8	27,1	28,2	29,4	30,5
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	71,1	88,4	100,8	110,0	115,3	120,1	125,0	130,0
zmiana	11,6%	-37,5%	16,2%	24,4%	14,0%	9,2%	4,9%	4,1%	4,0%	4,0%
marża	7,8%	5,2%	6,4%	7,4%	8,0%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%
Amortyzacja	52,2	61,7	64,1	66,3	68,7	69,7	70,6	71,5	72,3	73,1
EBITDA	193,3	188,4	188,1	189,7	207,3	218,8	224,9	230,9	236,9	243,1
zmiana	25,4%	-2,6%	-0,1%	0,8%	9,3%	5,6%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%
marża EBITDA	15,4%	16,1%	17,0%	15,9%	16,4%	16,7%	16,6%	16,5%	16,4%	16,3%
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	9,6	10,9	11,9	12,5	13,0	13,5	14,1
CEPS	16,3	13,3	14,7	16,8	18,4	19,5	20,2	20,8	21,4	22,0
ROAE	13,8%	8,6%	9,0%	10,5%	11,3%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
ROAA	7,5%	4,7%	5,6%	6,6%	7,2%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	1 313,7	1 314,8	1 276,1	1 336,9	1 397,5	1 447,1	1 490,7	1 535,4	1 581,6	1 629,5
Majątek trwały	847,0	859,2	825,4	875,1	889,9	901,4	913,2	924,4	934,8	944,6
Wartość niematerialne i prawne	74,0	70,7	66,4	66,7	67,0	67,4	67,7	68,1	68,4	68,7
Rzeczowe aktywa trwałe	705,7	721,5	696,1	743,1	755,5	765,5	775,7	785,2	794,0	802,3
Wartość firmy	17,8	20,8	17,6	17,7	17,8	17,8	17,9	18,0	18,1	18,2
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	29,0	31,3	33,2	34,3	35,5	36,7	37,9	39,1
Majątek obrotowy	466,7	455,7	450,6	461,8	507,6	545,7	577,5	611,1	646,8	684,8
Zapasy	220,7	178,9	149,9	164,5	174,7	180,7	186,9	193,1	199,3	205,6
Należności krótkoterminowe	227,6	220,1	204,7	222,7	236,4	244,5	252,9	261,3	269,7	278,2
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	93,8	72,2	94,0	117,9	135,1	153,9	174,9	198,1
Krótkoterminowe RM	0,9	2,6	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
PASYWA	1 313,7	1 314,8	1 276,1	1 336,9	1 397,6	1 447,2	1 490,8	1 535,5	1 581,7	1 629,6
Kapitał własny	708,2	714,6	785,9	839,0	891,3	936,0	974,5	1 014,1	1 055,2	1 098,0
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	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Zysk z lat ubiegłych	658,2	677,9	749,0	801,8	854,0	898,5	936,8	976,2	1 017,1	1 059,6
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	143,4	143,4	143,4	143,4	143,4	143,4	143,4	143,4
Dług	145,7	147,9	85,5	85,5	85,5	85,5	85,5	85,5	85,5	85,5
Zobowiązania krótkoterminowe	398,9	392,9	323,9	330,0	336,9	340,9	345,1	349,4	353,6	357,8
Zobowiązania handlowe	142,2	106,4	105,7	111,7	118,6	122,7	126,9	131,1	135,4	139,6
Dług	232,5	273,9	218,2	218,2	218,2	218,2	218,2	218,2	218,2	218,2
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	21,6	23,3	24,8	25,6	26,5	27,4	28,2	29,1
Dług	378,2	421,8	303,7	303,7	303,7	303,7	303,7	303,7	303,7	303,7
Dług netto	361,4	375,7	209,9	231,5	209,7	185,8	168,7	149,8	128,8	105,6
(Dług netto / Kapitał własny)	51,0%	52,6%	26,7%	27,6%	23,5%	19,9%	17,3%	14,8%	12,2%	9,6%
(Dług netto / EBITDA)	1,9	2,0	1,1	1,2	1,0	0,8	0,8	0,6	0,5	0,4
BVPS	76,8	77,5	85,2	90,9	96,6	101,5	105,6	109,9	114,4	119,0

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	137,9	161,7	204,2	141,7	166,0	182,6	187,0	191,9	196,8	201,7
Zysk netto	98,0	61,2	71,1	88,4	100,8	110,0	115,3	120,1	125,0	130,0
Amortyzacja	52,2	61,7	64,1	66,3	68,7	69,7	70,6	71,5	72,3	73,1
Kapitał obrotowy	-40,4	19,1	53,8	-27,2	-17,6	-10,4	-10,8	-10,8	-10,8	-10,9
Pozostałe	28,2	19,7	15,2	14,2	14,2	13,2	11,8	11,1	10,3	9,4
Przepływy inwestycyjne	-177,55	-81,28	-23,50	-113,73	-81,54	-80,15	-81,23	-81,45	-81,56	-81,75
CAPEX	-1,95	3,30	-31,16	-113,73	-81,54	-80,15	-81,23	-81,45	-81,56	-81,75
Inwestycje kapitałowe	-173,73	-80,51	7,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	27,1	-44,4	-133,1	-49,5	-62,6	-78,6	-88,6	-91,7	-94,2	-96,7
Dług	57,3	-1,3	-136,2	-17,3	-17,3	-17,3	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7
Dywidendy/buy-back	-36,9	-41,5	0,0	-35,5	-48,6	-65,5	-77,0	-80,7	-84,1	-87,5
Pozostałe	6,7	-1,6	3,2	3,3	3,3	4,3	5,1	5,8	6,6	7,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-18,9	29,5	47,7	-21,6	21,8	23,9	17,2	18,8	21,0	23,2
Środki pieniężne na koniec okresu	16,8	46,1	93,8	72,2	94,0	117,9	135,1	153,9	174,9	198,1
DPS (PLN)	4,5	4,5	0,0	3,9	5,3	7,1	8,3	8,8	9,1	9,5
FCF	124,1	186,7	170,5	27,9	84,4	102,4	105,8	110,5	115,2	119,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,2%	0,3%	-2,8%	-9,5%	-6,4%	-6,1%	-6,0%	-5,8%	-5,6%	-5,5%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	10,8	17,3	14,9	12,0	10,5	9,6	9,2	8,8	8,5	8,2
P/CE	7,1	8,6	7,8	6,9	6,3	5,9	5,7	5,5	5,4	5,2
P/BV	1,5	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
P/S	0,8	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
FCF/EV	8,7%	13,0%	13,4%	2,2%	6,6%	8,2%	8,6%	9,1%	9,7%	10,3%
EV/EBITDA	7,4	7,6	6,8	6,8	6,1	5,7	5,5	5,2	5,0	4,8
EV/EBIT	10,1	11,3	10,2	10,5	9,2	8,4	8,0	7,6	7,2	6,9
EV/S	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
Dywid	3,9%	3,9%	0,0%	3,3%	4,6%	6,2%	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%
Cena (PLN)	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00
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)	1 061,0	1 061,0	1 061,0	1 061,0	1 061,0	1 061,0	1 061,0	1 061,0	1 061,0	1 061,0
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)	1 422,4	1 436,6	1 270,9	1 292,5	1 270,7	1 246,8	1 229,6	1 210,8	1 189,8	1 166,6



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:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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

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

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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	2009-11-04	2009-11-05
kurs z dnia rekomendacji	105,00	106,80
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	38148,50