

czwartek, 11 czerwca 2015 | raport analityczny

UNIWHEELS: kupuj (nowa)

UNW PW; UNW.WA | Przemysł samochodowy, Niemcy

Biznes się kręci

UNIWHEELS to trzeci największy pod względem generowanych przychodów producent felg aluminiowych dla koncernów samochodowych w Europie oraz pierwszy pod względem wolumenu produkcji na rynku wtórnym (udział 13%; Aftermarket). Producentom kół aluminiowych sprzyja długoterminowy trend zastępowania kół stalowych aluminiowymi (chęć poprawy stylistyki, podniesienia wartości samochodu, redukcji wagi). Zakładając utrzymanie się bieżących trendów, w perspektywie 3 lat światowa produkcja felg aluminiowych wzrośnie o 25%, co przy zwiększaniu się rozmiaru kół doprowadzi do wyczerpania dostępnych mocy. Spółka po wyraźnym wzroście wolumenu sprzedaży w 3 ostatnich latach (CAGR 6%) kosztem 87 mln EUR planuje rozpocząć budowę 3-go zakładu w Stalowej Woli. Produkcja ma się rozpocząć w 2H'16, dzięki czemu docelowo moce produkcyjne zwiększą się o 24% (z 8,0 do 9,9 mln sztuk rocznie). UNIWHEELS obecnie notowany jest na wskaźnikach P/E'15 10,6x i EV/EBITDA'15 7,3x z odpowiednio 25% i 5% dyskontem do spółek porównywalnych. Rozpoczynamy rekomendowanie akcji UNIWHEELS z zaleceniem kupuj, a cenę docelową akcji ustalamy na 136,6 PLN.

Dynamicznie rosnący rynek felg z aluminium

Udział felg aluminiowych montowanych w samochodach osobowych wzrósł w latach 2009-2014 z 41,6% do 49,0%, a według rynkowych prognoz do 2018 roku wzrośnie do 51,5%. Dodatkowo wzrost rozmiaru felgi przekłada się na zwiększenie jej wartości. Jeszcze 10 lat temu nowe auta osobowe sprzedawane były na felgach 13-17", a obecnie przedział ten przesunął się do 15-19". Nie bez znaczenia jest wzrost udziału samochodów typu SUV, których udział w Europie do 2018 roku zwiększy się z 19% do 22%. Innym czynnikiem jest ciągle zwiększanie limitów na emisję CO₂.

Dobra lokalizacja zakładów produkcyjnych

Obecnie produkcja UNIWHEELS prowadzona jest w 3 zakładach (2 w Stalowej Woli + 1 w Werdohl w Niemczech). Ponad 80% sprzedawanego wolumenu wytwarzane jest w Polsce, gdzie średnio koszty pracownika są kilkakrotnie niższe niż w Niemczech (koszty osobowe to około 18% kosztów produkcji). Usytuowanie w kraju o niższych kosztach zatrudnienia stanowi przewagę nad konkurentami (m.in. Borbet numer 2 na rynku OEM, który posiada fabryki w Niemczech i Austrii). Dodatkowo bieżąca lokalizacja pozwala na dostawy do wszystkich klientów w Europie w ciągu 24-72 godzin.

Długoletnie relacje z klientami, wysokiej jakości produkty

Spółka posiada długoletnie relacje z producentami samochodów, przykładowo sięgające 43 lat w przypadku Porsche, 37 z Volvo, czy 34 lat z Mercedesem. UNIWHEELS jest bezpośrednim dostawcą części do produkcji nowych samochodów osobowych (Tier-1). Większość sprzedaży jest kierowane do marek klasy Premium (ponad 80% sprzedaży w ciągu trzech ostatnich lat).

Wyniki 1Q'15

W 1Q'15 UNIWHEELS zanotował 8,4% r/r wzrost wolumenów sprzedaży oraz 22,4% r/r wzrost przychodów ze sprzedaży. Spółka odnotowała wzrost średnich cen za felgę w segmencie OEM o 13,6% r/r, a aftermarket 5,9% r/r. EBITDA na felgę wzrosło w 1Q'15 do 6,99 EUR z 3,71 EUR w 1Q'14. Na poziomie działalności finansowej spółka zanotowała zysk na transakcjach zabezpieczających kursy walutowe (4,8 mln EUR).

(mln EUR)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	337,2	362,6	401,6	438,9	472,9
EBITDA	38,3	46,3	52,0	58,2	63,0
marża EBITDA	11,3%	12,8%	12,9%	13,3%	13,3%
EBIT	23,6	32,1	36,5	39,4	42,5
Zysk netto	13,2	22,2	33,3	35,2	38,3
Dywid	2,5%	0,0%	2,8%	3,3%	5,0%
P/E	21,3	12,7	10,6	10,0	9,2
P/CE	10,1	7,8	7,2	6,5	6,0
P/BV	3,3	3,4	1,8	1,5	1,4
EV/EBITDA	9,4	8,0	7,3	6,7	6,2

Cena bieżąca	115,05 PLN
Cena docelowa	136,60 PLN
Kapitalizacja	1,4 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót	9,20 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Uniwhheels Holding Ltd (Malta)	61,29%
Pozostali	38,71%

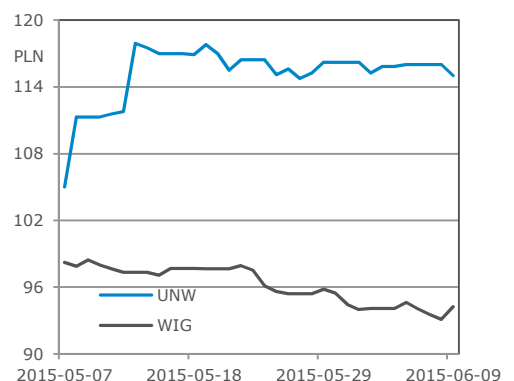
Strategia dotycząca sektora

Sprzedaż samochodów osobowych w UE nieustannie rośnie od IX'13 roku. Dodatkowo producentom felg aluminiowych sprzyja długoterminowy trend zastępowania kół stalowych aluminiowymi. W perspektywie trzech najbliższych lat światowa produkcja felg aluminiowych wzrośnie o 25%, co przy zwiększaniu się rozmiaru kół doprowadzi do wyczerpania dostępnych mocy produkcyjnych poddostawców Automotive. W dłuższej perspektywie dostawcy koncernów samochodowych, aby wzmocnić swoją pozycję konkurencyjną, będą musieli przenieść produkcję do krajów o niskich kosztach wytworzenia.

Profil spółki

UNIWHEELS jest czołowym producentem felg ze stopów aluminium dla samochodów osobowych na rynku europejskim. W 2014 roku spółka uplasowała się na trzecim miejscu w Europie pod względem obrotów sprzedaży (OEM) oraz na pierwszym miejscu pod względem produkcji na rynku wtórnym z udziałem 13% (Aftermarket). Produkcja spółki usytuowana jest w Polsce (80% produkcji; dwa zakłady – Stalowa Wola) oraz w Niemczech (jeden zakład – Werdohl). Sprzedaż na rynek wtórny odbywa się pod czterema markami (ATS, Rial, Alutec oraz Anzio). Około 80% sprzedaży generowane jest z dostaw felg do producentów nowych samochodów osobowych, natomiast około 20% na rynek wtórny.

Kurs akcji UNW na tle WIG



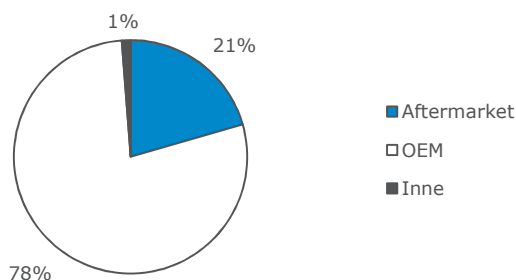
Analitik:

Jakub Szkopek
 +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

Profil działalności

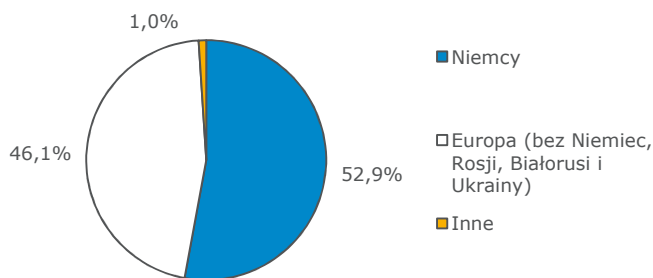
UNIWEELS jest czołowym producentem felg ze stopów aluminium dla samochodów osobowych na rynku europejskim i jednym z kilku technologicznych liderów w zakresie wytwarzania obręczy z aluminium. W 2014 roku Spółka uplasowała się na trzecim miejscu w Europie pod względem generowanych przychodów z koncernami samochodowymi (OEM) oraz na pierwszym miejscu pod względem produkcji na europejskim rynku wtórnym z udziałem 13% (Aftermarket). Produkcja Spółki usytuowana jest w Polsce (dwa zakłady – Stalowa Wola) oraz w Niemczech (jeden zakład – Werderohl). Sprzedaż, R&D oraz zarządzanie logistyką dla felg na rynek wtórny zlokalizowane są w Niemczech, natomiast zdecydowana większość produkcji (ponad 80% wolumenu) w lokalizacjach o niskich kosztach produkcji (Polska). Sprzedaż na rynek wtórny odbywa się pod czterema markami (ATS, RIAL, ALUTEC oraz ANZIO). Około 79,2% sprzedaży generowana jest z dostaw felg do producentów nowych samochodów osobowych, natomiast około 20,8% na rynek wtórny. Głównym rynkiem sprzedaży Grupy są Niemcy (52,9% sprzedaży), gdzie zlokalizowane są największe fabryki samochodów. Do pozostałych krajów Europy zachodniej trafia około 46,1% sprzedaży, a pozostałe rynki stanowią około 1% łącznych przychodów ze sprzedaży.

Wartość sprzedaży Grupy UNIWEELS w 2014 roku ze względu na docelowy rynek



Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWEELS

Wartość sprzedaży Grupy UNIWEELS w 2014 roku ze względu na kraj odbiorcy



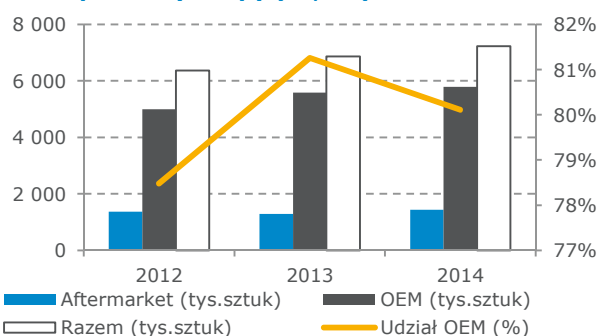
Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWEELS

Segmenty operacyjne

Głównym segmentem sprzedaży UNIWEELS jest produkcja felg aluminiowych dla producentów nowych samochodów osobowych (OEM - około 80% sprzedaży), drugim zaś sprzedaż felg na rynek wtórny (aftermarket - około 20% sprzedaży) pod własnymi markami.

W ciągu trzech ostatnich lat najdynamiczniej, bo aż o 15,9%, wzrosła sprzedaż felg do koncernów samochodowych (wzrost udziału w rynku OEM z 10,8% do 11,4%; efekt nowych obsługiwanych modeli aut oraz nowych modeli felg w ofercie koncernów). W tym samym czasie sprzedaż na rynek wtórny wzrosła o 5% (wzrost udziału w rynku wtórnym z 12,1% do 13,0%; efekt zwiększonej produkcji dla jednej z dużych sieci sprzedaży oraz reorganizacja działów sprzedaży marek ATS i ANZIO). Łączny wolumen sprzedaży UNIWEELS w tym samym czasie wzrósł o 13,1%.

Wolumen sprzedaży felg aluminiowych Grupy UNIWEELS w segmentach OEM i Aftermarket (tys. sztuk; LS) oraz udział sprzedaży do odbiorców OEM w sprzedaży Grupy (%; PS) w latach 2012-2014

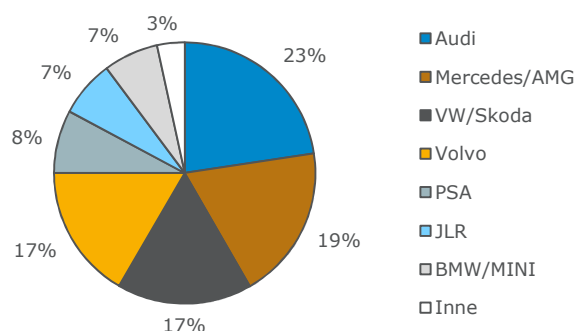


Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWEELS

Felgi do nowych samochodów (OEM)

UNIWEELS jest bezpośrednim dostawcą części do produkcji nowych samochodów osobowych (Tier-1). Siedmiu największych odbiorców segmentu (Audi, Mercedes/AMG, VW/Skoda, Volvo, PSA, Jaguar Landrover i BMW/MINI) generuje około 97% sprzedaży w segmencie OEM. Spółka posiada długoletnie relacje z producentami samochodów, przykładowo sięgające 43 lat w przypadku Porsche, 37 z Volvo, 34 lat z Mercedesem oraz 33 lat z Fordem.

Wartość sprzedaży w segmencie OEM ze względu na klienta końcowego (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWEELS

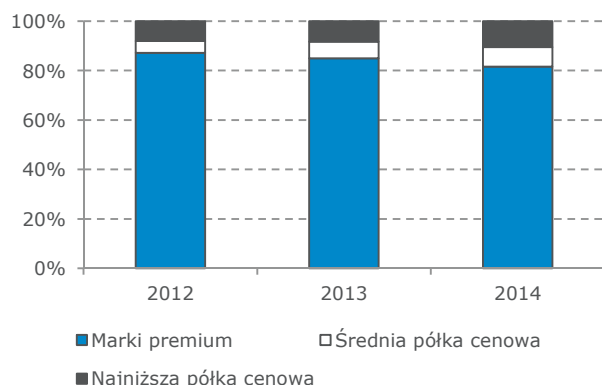
Większość sprzedaży jest kierowana do marek klasy Premium (ponad 80% sprzedaży w ciągu trzech ostatnich lat). Obroty generowane ze sprzedaży felg z średniej i najniższej półki cenowej w trzech ostatnich latach rosły szybciej niż marki Premium (+65% w ciągu trzech ostatnich lat wobec +8,5% marki Premium), co związane jest z coraz większą powszechnością stosowania felg aluminiowych w nowych pojazdach. W ciągu dwóch kolejnych lat UNIWEELS oczekuje istotnego wzrostu sprzedaży do koncernu BMW, co wynika z przyznawanych obecnie nominacji. W rezultacie oczekiwać można dalszego wzrostu sprzedaży do samochodów klasy Premium.

Odbiorcy OEM felg produkowanych przez UNIWHEELS (czas współpracy z marką)

Marka	Przykładowe modele	Marka	Przykładowe modele
Audi (19 lat)		Mitsubishi (9 lat)	
Bentley (12 lat)		Nissan (3 lata)	
BMW (12 lat)		Opel (29 lat)	
Ford (33 lata)		Porsche (43 lata)	
Honda (6 lat)		PSA Peugeot Citroën (13 lat)	
Jaguar (14 lat)		Seat (11 lat)	
Land Rover (9 lat)		Skoda (12 lat)	
Mercedes (34 lata)		Smart (11 lat)	
		Suzuki (1 rok)	
Mercedes AMG (29 lat)		Volvo (37 lat)	
Mini (4 lata)		VW (22 lata)	

Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWHEELS

Wartość sprzedaży UNIWHEELS w segmencie OEM ze względu na klasę pojazdu, w jakim zamontowano produkt (%) w latach 2012-2014



Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWHEELS

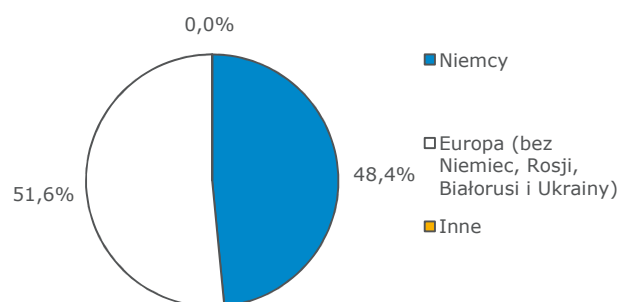
Dostawców felg do koncernów obowiązują wyrubowane normy jakości, technologii oraz współpracy z działami R&D. Dlatego też konkurencja ze strony nowych podmiotów jest bardzo ograniczona, a poddostawcy z odleglejszych lokalizacji nie są w stanie zapewnić terminowych dostaw (działalność na zasadach *just in time*).

Ustalanie cen z koncernami samochodowymi odbywa się na zasadzie platform produktowych, które wystawiane są na przetargach, gdzie oprócz ceny kryteriami są jakość i design. Dodatkowo warunkiem koniecznym jest terminowość i wolumeny dostaw. Umowy konstruowane są na kilka lat i z czasem obowiązywania przewidują spadek jednostkowej ceny nabywanych komponentów. Obecnie poddostawcy OEM internetowo zgłaszają możliwość wykonania określonej produkcji po określonej cenie (formule cenowej). Jeśli zgłoszenie jest konkurencyjne dany poddostawca zostanie nominowany do wykonania całego bądź części wolumenu. Koncerny samochodowe zwykle wysyłają zamówienia na zapotrzebowanie spodziewane w ciągu najbliższych 6-8 tygodni. Obecnie w przypadku UNIWHEELS Grupa otrzymała nominacje na dostawę 6,1 mln felg w 2015 roku oraz 5,5 mln sztuk na 2016 rok (88% spodziewanego obciążenia mocy dla klientów OEM).

W długim okresie marża na dostarczanych do koncernów motoryzacyjnych komponentach jest stabilna, co wynika z prowadzonej przez koncerny polityki dzielenia udziałów między dostawców w proporcjach 40:40:20. Dzięki temu 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 umiejętności 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 źródła części w przypadku, gdyby więcej z podmiotów upadło.

Zdecydowana większość sprzedaży w segmencie OEM kierowana jest do odbiorców znajdujących się na terenie Niemiec (48,4,0% w 2014 roku) oraz pozostałych krajów Europy Zachodniej (51,6% w 2014 roku).

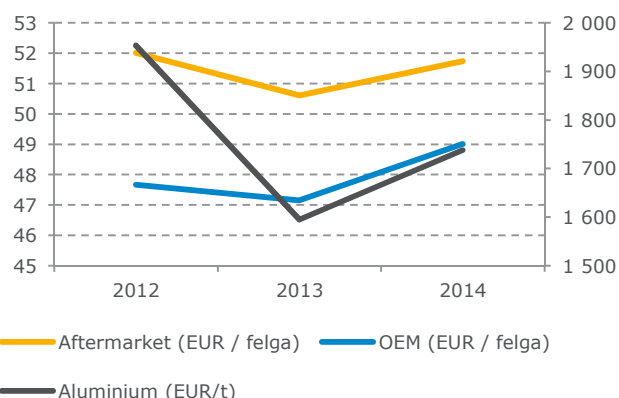
Wartość sprzedaży segmentu OEM Grupy UNIWHEELS w 2014 roku ze względu na kraj odbiorcy (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWHEELS

Istotnym czynnikiem z punktu widzenia rentowności produkcji felg aluminiowych jest zawarcie z ich odbiorcami formuł cenowych uniezależniających rentowności na produkcji od głównego kosztu produkcji, jakim jest cena aluminium. UNIWHEELS posiada ze wszystkimi koncernami umowy uwzględniające zarówno cenę aluminium (3-miesięczny kontrakt London Metal Exchange) powiększoną o koszt premii producenckiej (premia od wlewek i gąsek) za fizyczną dostawę surowca.

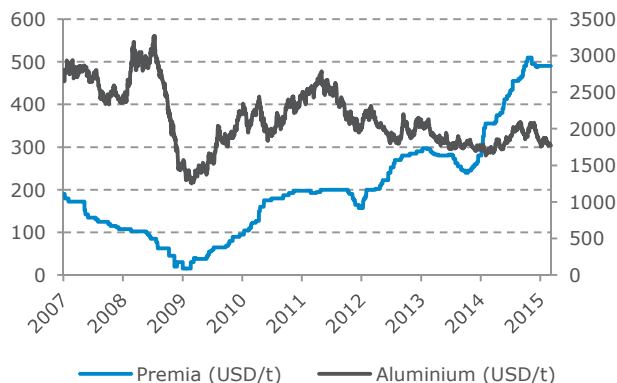
Średnia cena za felgę aluminiową w segmencie OEM i Aftermarket (LS) na tle średnich cen aluminium (PS) w latach 2012-2014



Źródło: Dom Maklerski mBanku, UNIWHEELS, Bloomberg

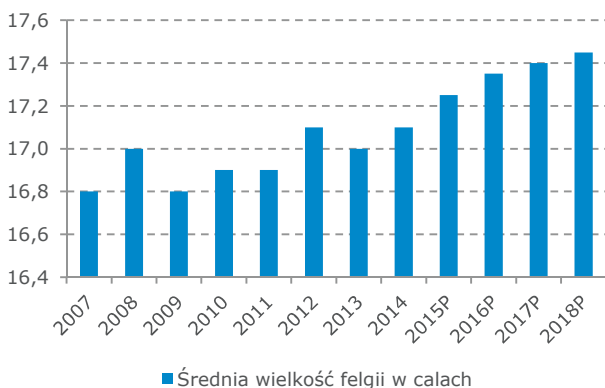
Premia za fizyczną dostawę metalu (premia wlewkowa) wynika z kosztu, jaki producenci aluminium naliczają sobie za dostarczenie surowca w określonym stopie i postaci (gąska bądź wlewek). Gdy cena aluminium na rynkach finansowych spada, wówczas producenci chcą sobie zrekomensować jej wpływ. Dzieje się tak w szczególności, gdy suma cen aluminium i premii producenckiej spada poniżej 2000 USD/t – poziomu uznawanego dla wielu producentów za marginalny koszt wytworzenia. Rosnąca premia producencka uderza w rentowność przetwórców aluminium, którzy w cennikach bazują jedynie na kontraktowej cenie na giełdzie w Londynie. Dlatego również wielu producentów w ostatnich dwóch latach wystąpiło do swoich klientów o ujęcie w formule cenowej wpływu premii producenckiej.

Cena aluminium (PS) oraz premia za fizyczną dostawę metalu (premia wlewkowa) (LS) w latach 2007-2015



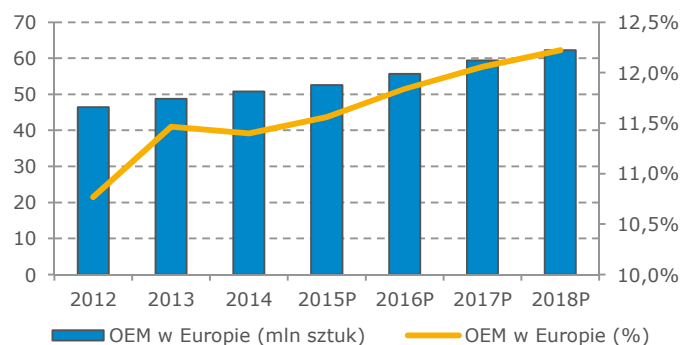
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Średnia wielkość kół aluminiowych produkowanych przez UNIWHEELS (cale)



Źródło: UNIWHEELS, prognozy Dom Maklerski mBanku

Wartość rynku felg aluminiowych przeznaczonych dla producentów nowych samochodów w latach 2012-2018P (LS) oraz udział UNIWHEELS w rynku OEM (PS)



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Czynnikami, które w najbliższych latach będą miały wpływ na producentów felg aluminiowych będzie rosnąca oferta sprzedawanych modeli oraz wzrost wielkości produkowanej felgi. Obecnie producenci samochodów chcąc zapewnić różnorodność konsumentowi wprowadzają do oferty coraz więcej dostępnych modeli kół. To z punktu widzenia dostawców kół skraca serie i powoduje wzrost krańcowych kosztów produkcji. Z drugiej strony rosnąca wielkość koła oraz konieczność stosowania coraz bardziej wyszukanych wzorów i powłok zwiększa wartość oferowanych kół. Innym czynnikiem wpływającym na rynek felg jest ciągle

zwiększanie limitów na emisyjność CO₂ w nowych samochodach (aby spełnić normy producenci muszą zmniejszać wagę aut).

W naszych prognozach dla UNIWHEELS zakładamy, że udział sprzedaży w rynku felg do producentów nowych samochodów w latach 2015-2018 roku będzie rósł (docelowo do ponad 12%). W szczególności będzie to miało miejsce po roku 2016, kiedy Spółka uruchomi produkcję w nowym zakładzie w Stalowej Woli. Łącznie prognozujemy, że wolumen sprzedaży felg do producentów aut (OEM) w 2018 roku wzrośnie do 7,6 mln sztuk (z 5,8 mln w 2014 roku).

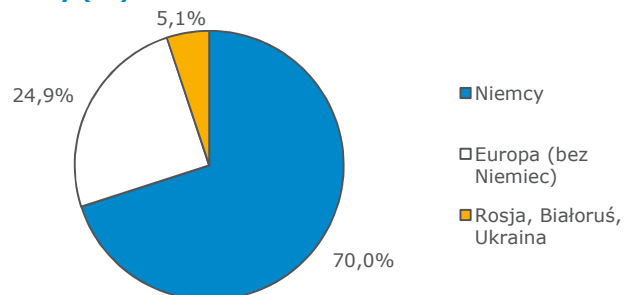
Felgi na rynek wtórny (Aftermarket)

UNIWHEELS jest drugim największym pod względem wolumenu europejskim dostawcą felg aluminiowych na rynek wtórny (13% udziału w rynku). Spółka posiada cztery marki ATS (najdroższa i najbardziej prestiżowa kierowana do samochodów wyścigowych oraz Premium), RIAL i ALUTEC (średnio-wyższa półka cenowa) oraz ANZIO (średnia półka cenowa – marka bardziej rozpoznawalna w Polsce).

Głównymi klientami UNIWHEELS na rynku wtórnym są dystrybutorzy opon i kół aluminiowych (około 160 klientów), lokalni dilerzy (około 3,5 tys. klientów) oraz sieci sprzedaży opon. Dużo mniejsze ilości kół sprzedawane są do zespołów wyścigowych. Ważną przewagą konkurencyjną na rynku wtórnym jest dobrze zorganizowana logistyka (szybka reakcja na zamówienia, optymalizacja kosztów transportu). Średnie ceny na rynku wtórnym są wyższe niż w przypadku sprzedaży do koncernów samochodowych (OEM). Jest to również bardziej rentowny rynek, ale ze względu na dużą sezonowość sprzedaży (sprzedaż na wiosnę i na jesień) producenci muszą się liczyć z wyższymi stanami zapasowymi przed okresami zakupowymi lub w przypadku słabego sezonu z dużą ilością niesprzedanych produktów.

Większość sprzedaży generowanej przez UNIWHEELS w segmencie Aftermarket jest plasowana na rynku niemieckim (70,0% w 2014 roku) oraz w Europie Zachodniej (24,9% w 2014 roku). Inne kraje odpowiadają za nieco ponad 5% łącznych przychodów Grupy.

Wartość sprzedaży segmentu aftermarket Grupy UNIWHEELS w 2014 roku ze względu na kraj odbiorcy (%)

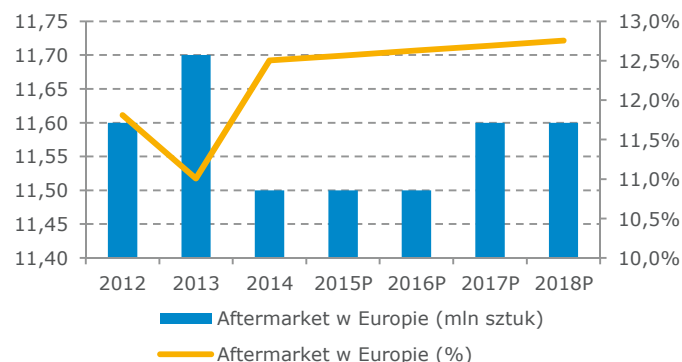


Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

W naszych prognozach dla UNIWHEELS zakładamy, że mimo stabilnego pod względem wolumenów sprzedaży rynku wtórnego udział UNIWHEELS będzie lekko rósł (do 12,8% w 2018 roku z 12,5% w 2014 roku). W strategii UNIWHEELS chce konsolidować wtórny rynek felg aluminiowych korzystając na słabości mniejszych graczy, którzy mają znacznie gorszą sytuację finansową. Spadek udziału UNIWHEELS w rynku wtórnym felg w 2012 i 2013 roku wynikał z reorganizacji działu sprzedaży,

uruchomienia nowego centrum logistycznego oraz wyjątkowo długiej zimy która trwała do maja. W 2014 roku Grupa odbudowała wielkość sprzedaży na rynku.

Wartość sprzedaży felg aluminiowych w Europie na rynku wtórnym (mln sztuk) oraz udział UNIWHEELS w rynku Aftermarket (%) w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Koszty produkcji

Produkcja w ramach Grupy Uniwhheels odbywa się w dwóch lokalizacjach - Stalowa Wola (Polska) oraz Werdohl (Niemcy). Łączny potencjał produkcyjny w Polsce wynosi obecnie 6,1-6,6 mln sztuk, natomiast w Niemczech 1,1-1,4 mln sztuk. Po budowie trzeciego zakładu w Stalowej Woli potencjał Grupy wzrośnie do 8,4-9,9 mln sztuk rocznie.

Zdolności produkcyjne fabryk UNIWHEELS

	Polska		Niemcy
Fabryka	Stalowa Wola 1	Stalowa Wola 2	Werdohl
Zdolności produkcyjne	1,7-1,9 mln sztuk	4,4-4,7 mln sztuk	1,1-1,4 mln sztuk
Wielkość felg	14"-20"	14"-21"	15"-20"
Pracownicy	1,8 tys. pracowników		368
Przewagi	Niskie koszty pracy połączone z automatyzacją Tarcza podatkowa wynikająca ze specjalnej strefy ekonomicznej Nowa fabryka w najnowszej dostępnej technologii		Produkcja zaawansowanych felg o dużych rozmiarach Innowacja, blisko działu R&D

Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

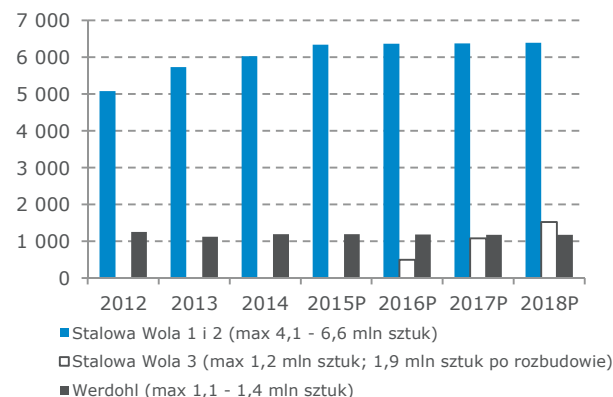
Zakłady w Polsce są nakierowane głównie na produkcję mniejszych i standardowych felg (większe ilości w serii), co w połączeniu z niskimi kosztami pracy oraz dostępną tarczą podatkową daje wysoką stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału. Z kolei zakład w Niemczech nakierowany jest na produkcję wyrobów o wyższej wartości dodanej (bardziej przetworzonych oraz droższych) oraz produktów, jakie można w większym stopniu poddać procesowi automatyzacji.

W ciągu trzech ostatnich lat ponad 80% wolumenu produkcji było wytwarzane w fabrykach zlokalizowanych w Polsce (tendencja wzrostowa).

Docelowo nowy zakład w Stalowej Woli ma produkować 1,2-1,9 mln sztuk felg rocznie w rozmiarach 14-24 cali, z czego docelowe zdolności zostaną osiągnięte w 2018 roku. Spółka zatrudniać będzie co najmniej 250 osób (wymóg strefy ekonomicznej) oraz kosztować będzie około 86 mln EUR. Budynki fabryki powstaną na przylegającej działce do obecnie użytkowanej fabryki (własność Spółki). UNIWHEELS po zakończeniu inwestycji w strefie będzie

mogło skorzystać z ulgi podatkowej w wysokości maksymalnie 50% łącznych kosztów kwalifikowanych projektu.

Produkcja w podziale na poszczególne fabryki UNIWHEELS w latach 2012-2018P (tys. sztuk)



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

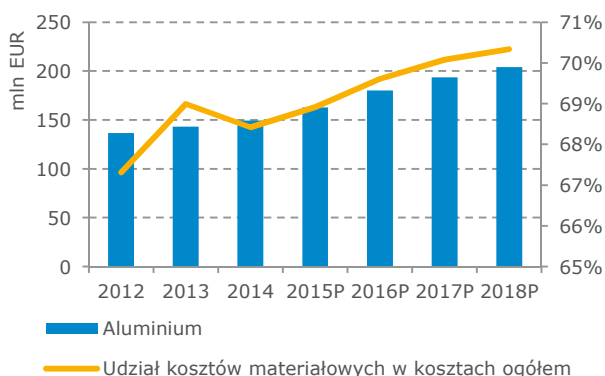
Proces produkcji

Produkcja felg rozpoczyna się od aluminium, które jest sprowadzane w postaci wlewk i gąsek do fabryk. UNIWHEELS używa do produkcji stopu aluminium z krzemem na poziomie 7% i 11%. Aluminium jest topione do postaci ciekłej, odgazowywane oraz odlewane w kształty felg w technice niskiego ciśnienia. Schłodzone odlewy poddawane są prześwietlaniu rentgenem (na obecność załamań, pęknięć, ciał obcych) oraz w kolejnym etapie obróbce cieplnej. Brak przejścia testu X-RAY powoduje, że odlew po raz kolejny będzie przetopiony (ryzyko dla trwałości produktu, na które na rynku Aftermarket UNIWHEELS daje pięcioletnią gwarancję). W następnym etapie odlewy są poddawane obróbce mechanicznej (zautomatyzowanej oraz ręcznej w zależności od skomplikowania). Później weryfikowane są wymiary oraz zbieżność felgi. W rezultacie odłuszczenia powłoka koła jest przygotowywana do malowania na profesjonalnej zautomatyzowanej malarni. Na końcowym etapie wybrane felgi są badane na wytrzymałość oraz na odporność na związki chemiczne i pakowane do klienta. Obecna lokalizacja pozwala na dostawę produktu w czasie 24-72 godzin w całej Europie (Aftermarket). Spółka posiada własne centrum logistyczne w Niemczech oraz koordynuje dostawę produktów w oparciu o najtańszą w stosunku do jakości logistykę (głównie w oparciu o polskich spedytatorów-w przypadku Aftermarket).

Głównym czynnikiem kosztów produkcji UNIWHEELS jest aluminium (nieco ponad 65% łącznych kosztów materiałowych), które zakupywane jest od 6-ściu dostawców w zależności od oferty cenowej.

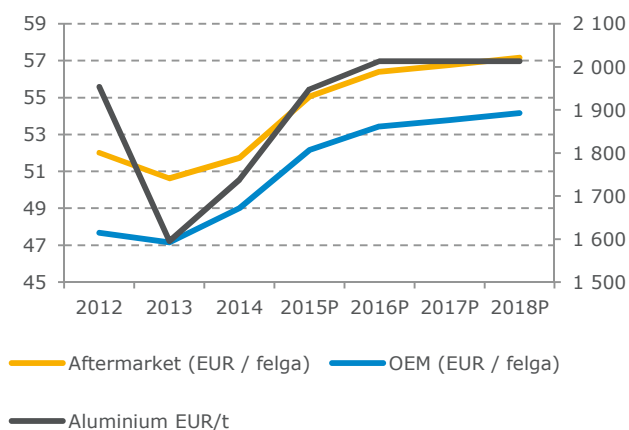
Ceny felg aluminiowych w przeszłości w pełni podążały za cenami aluminium zarówno w przypadku tych produktów kierowanych do koncernów samochodowych jak i na rynek wtórny. Ilość aluminium, jakie średnio należy użyć na felgę nie jest wprost proporcjonalna do wielkości obręczy, czego przykładem może być rok 2013 (mimo spadku średniego rozmiaru felgi, średnia waga aluminium na felgę wzrosła). Waga felgi zależy w większym stopniu od jej kształtu. W naszych prognozach zakładamy jednak, że waga felgi w kolejnych latach lekko wzrośnie wraz ze wzrostem wielkości produkowanych kół.

Udział wydatków na aluminium w całkowitych kosztach produkcji UNIWHEELS w latach 2012-2018P



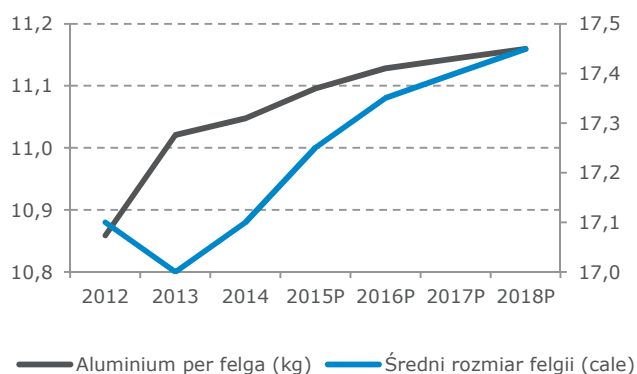
Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Średnia cena za felgę aluminiową w segmencie OEM i Aftermarket (LS) oraz średnie ceny aluminium (PS) w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

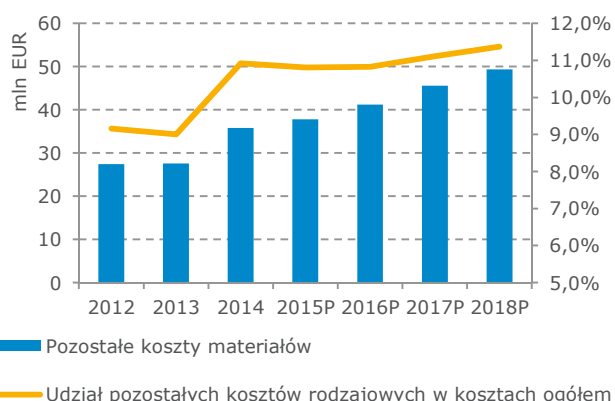
Średnia waga aluminium w feldze (kg; LS) oraz średni rozmiar obręczy (cale; PS) w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Udział pozostałych kosztów materiałów i surowców nie przekraczał w latach 2012-2014 11% łącznych kosztów rodzajowych. W skład tej pozycji wchodziły koszty farb, rozpuszczalników i innych powłok lakierniczych, jakie wykorzystywane są w końcowych etapach produkcji felg. W przyszłości wartość powłok lakierniczych na felgę będzie prawdopodobnie rosła, jako że konsument oczekuje coraz bardziej wyszukanych modeli.

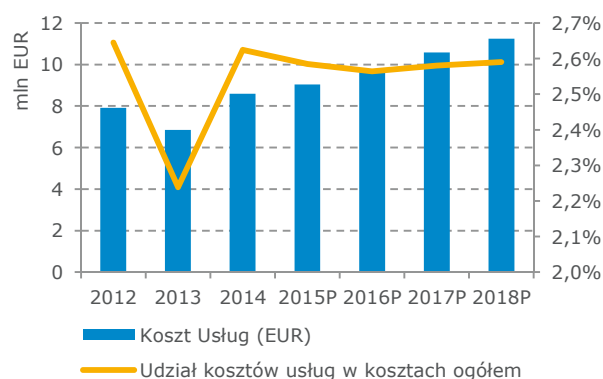
Udział wydatków na pozostałe materiały w całkowitych kosztach produkcji w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Koszt usług zewnętrznych związanych z produkcją był w latach 2012-2014 marginalny i nie przekraczał 3% łącznych kosztów rodzajowych. W naszych prognozach nie oczekujemy wzrostu udziału tego czynnika w przyszłości.

Udział wydatków związanych z usługami zewnętrznymi w całkowitych kosztach produkcji UNIWHEELS w latach 2012-2018P

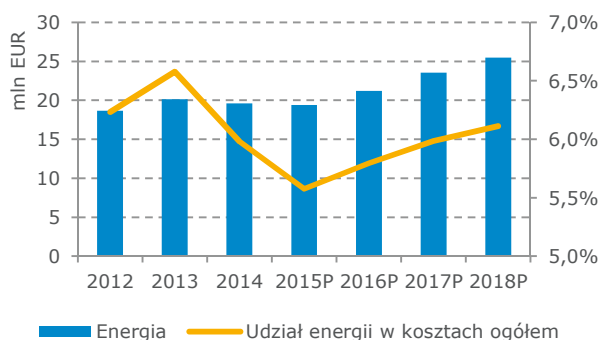


Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Koszt energii w latach 2012-2014 nie przekraczał 6,7% łącznych kosztów produkcji UNIWHEELS. Energia w przeważającej mierze zakupywana jest na rynku polskim (w PLN), gdzie wytwarzane jest ponad 80% sprzedawanych felg. Około połowa kosztów energii związana jest z zakupem energii elektrycznej, a połowa z zakupami cen gazu ziemnego.

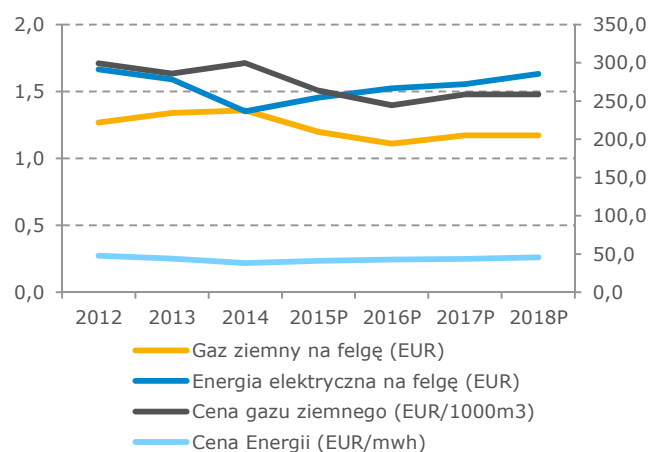
W naszych prognozach zakładamy, że udział kosztów energii w sumie kosztów rodzajowych będzie spadał w 2015 roku wraz z niższymi cenami gazu ziemnego (efekt spadku cen ropy i jego wpływ na taryfy).

Średni koszt energii UNIWHEELS w latach 2012-2018P (mln EUR)



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Średni koszt gazu ziemnego na felgę oraz energii elektrycznej na felgę w Grupie Unihweels (EUR/felga; LS) oraz zakładane ceny gazu i energii (EUR; PS) w latach 2012-2018P

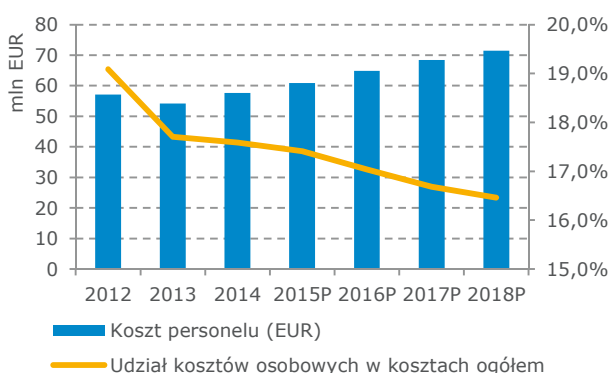


Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Koszty wynagrodzeń w Grupie UNIWHEELS miały największy udział w kosztach wytworzenia zaraz po kosztach związanych z wydatkami na aluminium. W latach 2012-2014 udział ten utrzymywał się na poziomie 17,6-18,7% łącznych kosztów rodzajowych.

Ponad 77% pracowników zatrudniona jest w Polsce (kraj o niższych kosztach pracy) oraz około 85% jest pracownikami fizycznymi.

Udział wydatków związanych z kosztami personelu w całkowitych kosztach produkcji w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Średnioroczna liczba pracowników UNIWHEELS w zależności od podmiotu w Grupie 2012-2014

Spółka	Średnioroczna liczba pracowników		
	2012	2013	2014
UNIWHEELS AG	67	53	56
UNIWHEELS Automotive (Germany) GmbH	38	38	38
UNIWHEELS Leichtmetallräder (Germany) GmbH	48	53	53
ATS Leichtmetallräder GmbH	27	15	15
UNIWHEELS Investment (Germany) GmbH	0	0	0
UNIWHEELS Production (Germany) GmbH	413	389	368
UNIWHEELS Production (Poland) Sp. z o. o.	1 439	1 591	1 834
UNIWHEELS Trading (Sweedon) AB	2	2	2
Razem	2 034	2 141	2 366

Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

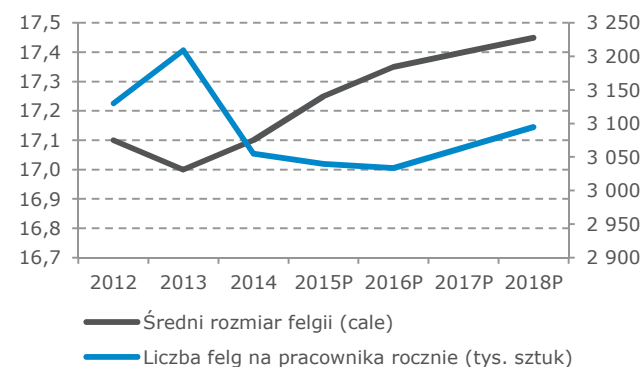
Średnioroczna liczba pracowników Grupy UNIWHEELS w zależności od powierzonej funkcji w latach 2012-2014

Kategoria pracownika	Średnioroczna liczba pracowników		
	2012	2013	2014
Zarząd i administracja	248	232	240
Sprzedaż	60	62	63
Pracownicy fizyczni	1 691	1 813	2 026
R&D	34	35	36
Razem	2 034	2 141	2 366

Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

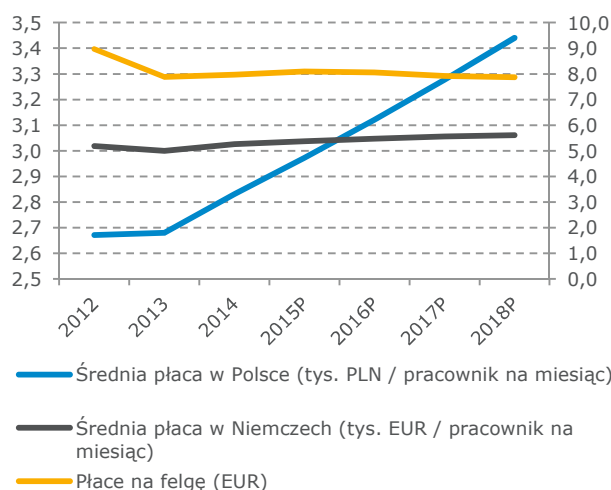
Efektywność pracy pracowników w Grupie ściśle zależy od stopnia zaawansowania konstrukcji felg. Większe i bardziej skomplikowane modele wymagają większego wysiłku nad jej obróbką i zmniejszają ilość możliwych do wyprodukowania kół. Dodatkowo spodziewane krótsze serie produkcyjne przekładają się będą na gorsze efektywności. Spółka mimo zwiększenia zaawansowania felg chciałaby w przyszłości zwiększać efektywność po stronie procesów produkcyjnych, co wynikać będzie z większego zastosowania automatyzacji.

Średni rozmiar felgi (cale; LS) oraz liczba wyprodukowanych felg na pracownika (tys. szt.; PS) w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

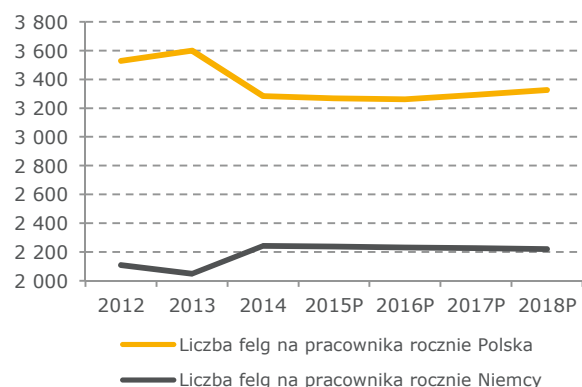
Średnia miesięczna płaca na pracownika (tys. PLN/tys. EUR; LS) oraz wartość kosztów osobowych na felgę (EUR/felga; PS) w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2018P



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Jako że większość kosztów osobowych ponoszona jest na terenie Polski, a sprzedaż realizowana jest głównie w Europie Zachodniej – Spółka korzysta ze słabej wartości PLN do EUR. Umocnienie PLN do EUR powodować będzie zwiększenie kosztów osobowych w ujęciu EUR i zmniejszenie marży na produkcji felg. Aby zminimalizować to ryzyko UNIWHEELS zabezpiecza kurs EUR/PLN na najbliższe 1-2 lata. Spółka w przyszłości ma możliwość zwiększenia automatyzacji polskich zakładów, co prowadzić będzie do większej ilości produkowanych felg na pracownika.

Liczba produkowanych felg na pracownika rocznie w Niemczech oraz w Polsce (sztuk/rok) w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

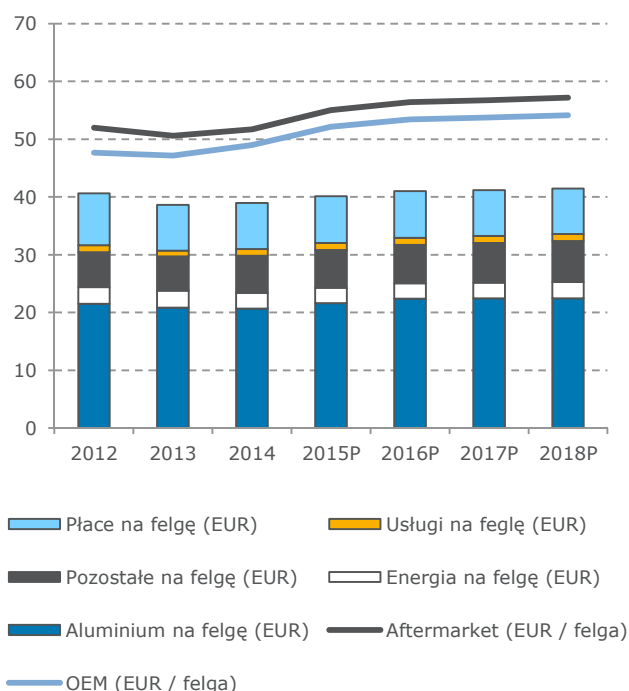
Obecnie liczba felg wytwarzanych przez pojedynczego pracownika jest wyższa w Polsce niż w Niemczech, co wynika z bardziej zaawansowanych kół i wyższych średnich produkowanych w fabryce niemieckiej. W naszych prognozach zakładamy, że efektywność produkcji felg na pracownika w Polsce uda się w kolejnych latach nieznacznie poprawić (efekt automatyzacji). W Niemczech oczekujemy natomiast lekkiego spadku w przyszłości ze względu na zwiększenie średniego rozmiaru felg. Dzięki zwiększeniu średniej produkcji na pracownika w Grupie w dłuższym terminie uda się prawdopodobnie zrekomensować efekt rosnących płac na terenie Polski i średni koszt pracowników na felgę pozostanie na stabilnym poziomie.

Pracownicy w Grupie UNIWHEELS mają z góry sprecyzowane cele (MBO). Każdy pracownik ma wyznaczone podstawowe wynagrodzenie, które powiększane jest w zależności od spełnienia określonych kryteriów (bonus za sprzedaż, za efektywność, za brak wykorzystania urlopu chorobowego).

Średnia wielkość kosztów rodzajowych na felgę w 2012 roku wyniosła 40,6 EUR/felga. Dzięki zwiększeniu wolumenu sprzedaży w 2013 i 2014 roku (o odpowiednio 7,9% i 5,2% r/r) średnia wartość jednostkowych kosztów rodzajowych spadła w 2013 roku do 38,6 EUR/felga i w 2014 roku do 39,0 EUR/felga. W naszych prognozach zakładamy, że średni koszt rodzajowy produkcji felgi wyniesie w 2015 roku 40,1 EUR/felga. W długim okresie oczekujemy, że koszt produkcji felgi wzrośnie w ramach Grupy do ponad 44,4 EUR/felga.

W naszych projekcjach zakładamy również wzrost średnich cen felg aluminiowych w segmencie Aftermarket (z 51,7 EUR/sztuka w 2014 roku do 55,0 EUR/sztuka w 2015 roku) i OEM (z 49,0 EUR/sztuka w 2014 roku do 52,2 EUR/sztuka w 2015 roku), w efekcie lekkiego wzrostu cen aluminium (cena aluminium + premia) oraz wzrostu średniej wielkości felgi oraz użytego aluminium na felgę.

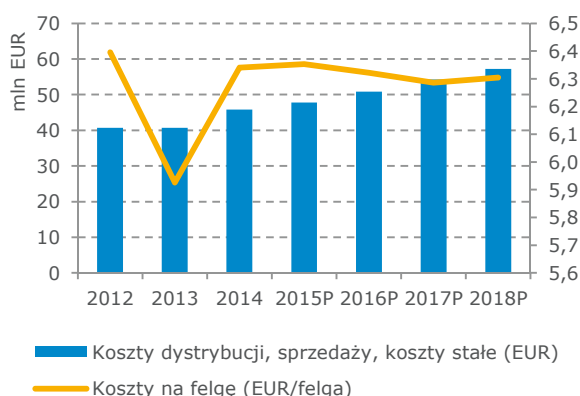
Średnie koszty płac, energii, usług, aluminium oraz pozostałych kosztów rodzajowych na felgę oraz średnie ceny felg w segmencie Aftermarket i OEM w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2018P



Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Koszty sprzedaży i zarządu w latach 2012-2014 nie przekraczały 12-13% łącznych przychodów ze sprzedaży. W ujęciu per sztuka sprzedanego towaru koszty te w latach 2012-2014 wahały się między 6,0-6,5 EUR/felga. W naszych prognozach oczekujemy w przyszłości wzrostu tych kosztów w związku ze wzrostem wolumenu sprzedaży Grupy.

Koszty dystrybucji, zarządu i inne koszty stałe (mln EUR; LS) oraz wartość tych kosztów na pojedynczą felgę (EUR/felga; PS) w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2018P

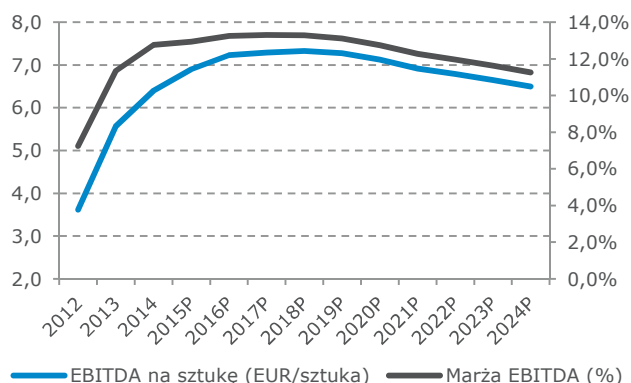


Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

W naszych prognozach zakładamy, że średnia wartość EBITDA na felgę w 2015 roku wzrośnie do poziomu 6,91 EUR/felga, a w 2016 roku do 7,23 EUR/felga (nowy zakład w najnowocześniejszych technologiach połączony z niskimi kosztami pracy). W długim terminie oczekujemy, że wartość EBITDA na felgę spadnie do poziomu 6,41 EUR/felga, co wynikać będzie z konwergencji kosztów pracy w Polsce do tych osiągniętych w Europie.

Prognozujemy, że marża EBITDA w 2015 będzie na nieco wyższym niż w zeszłym roku poziomie (12,9%), a w dłuższym okresie spadnie do 11,0%.

Wartość EBITDA na felgę (EUR/felga; LS) oraz marża EBITDA (%; PS) w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2024P



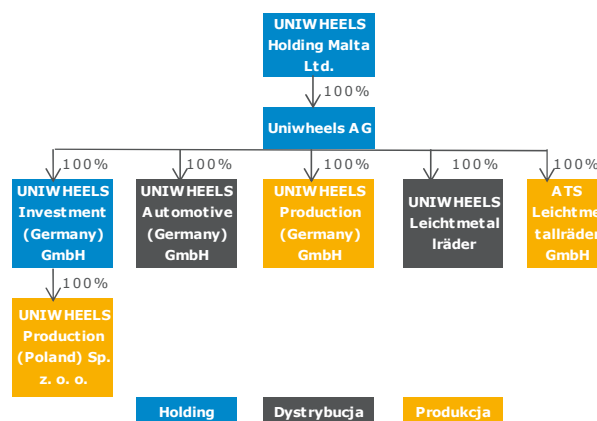
Źródło: UNIWHEELS (dane historyczne), Dom Maklerski mBanku

Historia i Struktura Grupy

Historia Grupy UNIWHEELS rozpoczyna się w 1996 roku, kiedy obecny główny akcjonariusz - Pan Ralf Schmid - zakłada firmę ALUTEC, zajmującą się produkcją felg aluminiowych na rynek wtórny. Wcześniej rodzina Schmid przez wiele lat związana była z wyścigami Formuła 1. Poszukiwanie nowych rozwiązań technicznych przyczyniło się do zaangażowania się w produkcję kół ze stopów lekkich, co z kolei stało się przyczółkiem do powstania wielkiej europejskiej firmy. W 1998 roku Grupa przejmuje markę RIAL (założona w 1978 roku), a w 2000 Grupa rozpoczyna produkcję w Stalowej Woli. W 2001 roku ALUTEC/RIAL rozpoczyna pierwsze dostawy do koncernów motoryzacyjnych (VW / Votex), a w 2003/2004 roku zwiększa moce produkcyjne w Stalowej Woli. W 2005 roku

po raz pierwszy firma zostaje zarejestrowana pod marką UNIWHEELS (United Wheels Group). W 2008 roku Grupa przejmuje markę ATS, która historycznie również przynależała do rodziny (w 1969 roku ojciec Ralfa Schmidy wraz z partnerem założył ATS, później nastąpiły zmiany właścicielskie i podział spółki na część dostarczającą felgi do OEM i Aftremarket; część OEM upadła w 2008 roku, a w 2008 roku Ralf Schmid odkupił ATS od ojca). W 2009 i 2012 roku miały miejsce liczne inwestycje mające na celu uzupełnienie dotychczasowych technologii (lightforming, flowforming), budowy nowej malarni w Polsce oraz budowy centrum logistycznego dla segmentu rynku wtórnego w Niemczech. W 2014 roku Spółka przekształcona została w spółkę akcyjną, a struktura Grupy znacząco uproszczona.

Schemat Grupy UNIWHEELS



Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Właścicielem Grupy Uniwehels jest UNIWHEELS Holding Malta Ltd. zarejestrowany na Malcie (Spółka rodzinna). Produkcja prowadzona jest w UNIWHEELS Production Sp. z o.o. (Polska), UNIWHEELS Production GmbH (Niemcy) oraz ATS Leichtmetallräder GmbH. Pozostałe spółki mają charakter handlowo-holdingowy. Wszystkie podmioty są w 100% kontrolowane przez UNIWHEELS AG.

Ważne aspekty korporacyjne

Zarząd UNIWHEELS AG ma prawo do przeprowadzenia podwyższenia kapitału w ramach kapitału docelowego w wysokości 50% bieżącego kapitału zakładowego. Prawo obowiązuje do 2020 roku. Formuła kapitału docelowego jest powszechnym rozwiązaniem wśród spółek w Niemczech, jako ochrona przed wrogimi przejęciami oraz forma zabezpieczenia się przed blokowaniem uchwał walnych zgromadzeń przez akcjonariuszy mniejszościowych w złej wierze.

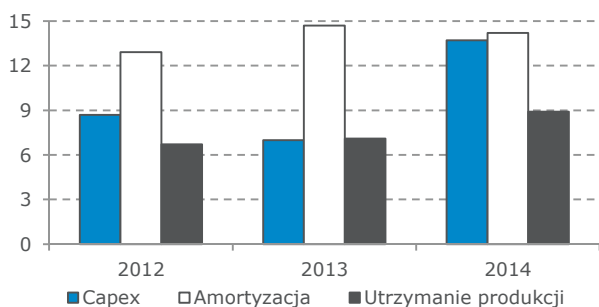
Prawa do użycia marek (RIAL, ALUTEC oraz ATS) poza terytorium Niemiec należą do spółki holdingowej UNIWHEELS Holding Malta, a UNIWHEELS AG posiada prawo do użytkowania i ich odkupienia. UNIWHEELS Holding Malta otrzymuje wynagrodzenie na użytkowanie powyższych marek, które w Grupie odpowiadają za około 150 tys. EUR obrotów rocznie. Łączna wartość transakcji z podmiotami powiązanymi wyniosła w latach 2012-2014 4,4-4,8 mln EUR rocznie.

Dotychczasowy i planowany Capex

W latach 2012-2014 UNIWHEELS na inwestycje przeznaczył nieco ponad 30 mln EUR, podczas gdy amortyzacja w tym okresie wyniosła prawie 42 mln EUR. W 2012 roku nakłady inwestycyjne dotyczyły głównie zakupów nowych form odlewniczych, dwóch robotów na linii produkcyjnej oraz nowych półek magazynowych w Niemczech. W 2013 roku UNIWHEELS przeznaczyło środki na zakup form odlewniczych i czterech nowych robotów zakładu w Polsce. Inwestycje w 2014 roku dotyczyły głównie zakupu nowych form odlewniczych, maszyn do obróbki mechanicznej w Niemczech oraz narzędzi odlewniczych.

Koszty związane z utrzymaniem produkcji w 2012 roku wyniosły 6,7 mln EUR, w 2013 roku 7,1 mln EUR oraz 8,9 mln EUR w 2014 roku. Koszty te częściowo są kapitalizowane i wchodzi w wielkość wydatków na zakup środków trwałych, a całkowicie znajdują się w rachunku zysków i strat.

Wydatki na inwestycje oraz utrzymanie produkcji w Grupie UNIWHEELS w latach 2012-2014 (mln EUR)



Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

W latach 2015-2018 UNIWHEELS łącznie planuje przeznaczyć na inwestycje 153,9 mln EUR, z czego nowy zakład w Stalowej Woli kosztować będzie około 87 mln EUR, a pozostałe inwestycje 67,8 mln EUR. Największą część wydatków przypadają na lata 2015-2016 (odpowiednio 57,5 mln EUR oraz 46,9 mln EUR) i związane będą przede wszystkim z budową nowego zakładu.

Rozpoczęcie produkcji planowane jest na połowę 2016 roku. Wolumen na pierwszym etapie inwestycji wynieść może 1,2 mln sztuk, w drugim natomiast 1,9 mln sztuk. Zakład zatrudniać będzie minimum 250 osób, a wartość tarczy podatkowej wynikającej z realizacji projektu w Specjalnej Strefie Ekonomicznej wyniesie prawie 26 mln EUR (30% kosztów kwalifikowanych).

Wydatki na przyszłe inwestycje Grupie UNIWHEELS w latach 2015-2018 (mln EUR)

Nowa fabryka w Stalowej Woli	2015	2016	2017	2018	Razem
Malarnia	23,0	2,0	0,0	0,0	25,0
Odlewnia	4,7	8,9	6,5	0,4	20,5
Maszyny	5,3	17,5	11,5	0,0	34,3
Budynek i infrastruktura	3,9	1,3	0,1	0,0	5,3
IT	0,4	0,5	0,1	0,0	1,0
Inne inwestycje	2015	2016	2017	2018	Razem
Odlewnia	4,3	4,5	4,4	3,9	17,1
Maszyny	8,3	5,7	5,7	5,3	25,0
Malarnia	1,6	0,7	0,6	0,7	3,6
Inne inwestycje	6	5,8	4,7	5,6	22,1
Razem	57,5	46,9	33,6	15,9	153,9

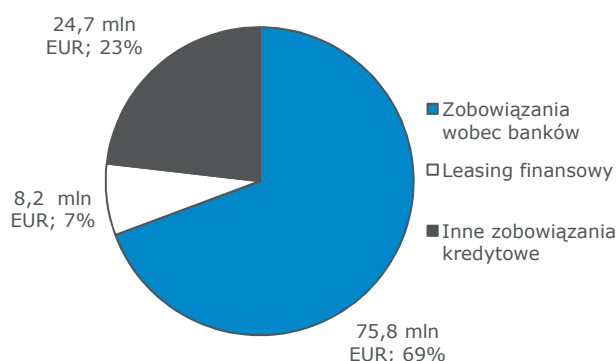
Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Zadłużenie

Łączne zadłużenie netto UNIWHEELS na koniec 2014 roku wyniosło 90,1 mln EUR (zadłużenie 110,9 mln EUR) i stanowiło 1,9x krotność EBITDA osiągniętego w 2014 roku. Największą część zadłużenia finansowego przypadają na zobowiązania wobec banków (75,8 mln EUR). We wrześniu 2014 roku Spółka zawarła nową umowę z bankami, która przewidywała udzielenie nowej linii kredytowej na poziomie 95 mln EUR, spłatę starego zadłużenia oraz obniżenie oprocentowania do poziomu EURIBOR + marża banku (poniżej 2,5%). Inne zobowiązania kredytowe – 24,7 mln EUR dotyczą pożyczki udzielonej przez głównego akcjonariusza. Pożyczka ta zostanie przeniesiona na kapitał własny w UNIWHEELS AG (nastąpi podwyższenie kapitału rezerwowego bez wpływu na kapitał zakładowy Spółki) równoległe do procesu IPO (w 2015 roku). Spółka posiada również 8,2 mln EUR zadłużenia wynikającego z leasingu finansowego. Średni czas obowiązywania umów leasingowych wyniósł na koniec 2014 roku 4,9 roku, a oprocentowanie między 1,5-7,5% w zależności od waluty, w jakiej zostało udzielone finansowanie.

Spółka po stronie pasywów posiada 14,4 mln EUR zobowiązań z wykupienia znaku towarowego ATS (wynika z zakupu Stahlschmidt+Maiworm/ATS w 2008 roku). Zobowiązanie zostanie uregulowane najwcześniej w połowie 2016 roku.

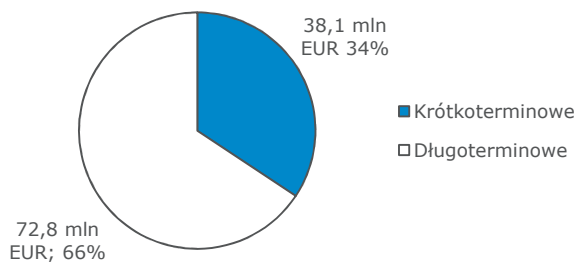
Struktura zadłużenia Grupy UNIWHEELS na koniec 2014 roku



Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Około 66% łącznego zadłużenia Spółki związana jest z zobowiązaniami długoterminowymi, natomiast jedynie 34% z zobowiązaniami krótkoterminowymi.

Struktura zapadalności zadłużenia Grupy UNIWHEELS na koniec 2014 roku

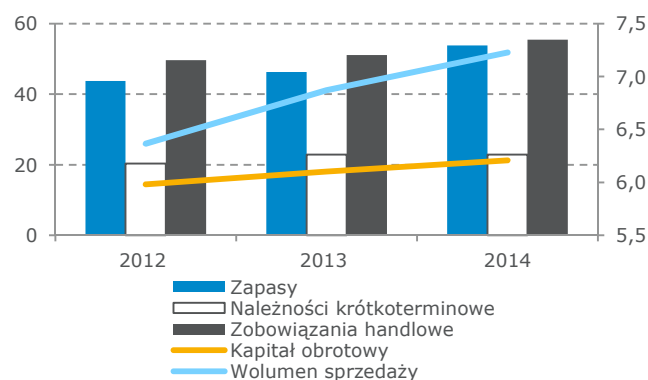


Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

W latach 2012-2014 wielkość zamrożonego kapitału obrotowego nie zmieniała się znacząco. Mimo wyraźnego wzrostu wolumenów sprzedaży wartość kapitału

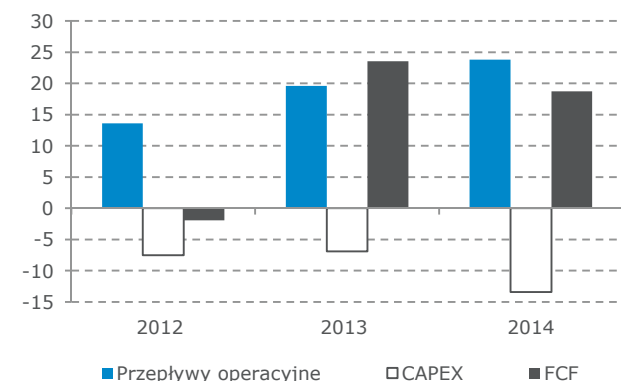
obrotowego netto wzrosła z 14 mln EUR do 21 mln EUR. Pozwoliło to jednocześnie na wygenerowanie wysokich przepływów gotówki z działalności operacyjnej (w sumie w latach 2012-2014 57 mln EUR – ponad 50% skonsolidowanej wartości EBITDA Grupy). Również, mimo ponoszonych wydatków inwestycyjnych Free Cash Flow w ostatnich trzech latach przekroczył 40 mln EUR.

Wartość kapitału obrotowego (mln EUR; LS) oraz wolumen sprzedaży (mln sztuk; PS) Grupy UNIWHEELS w latach 2012-2014



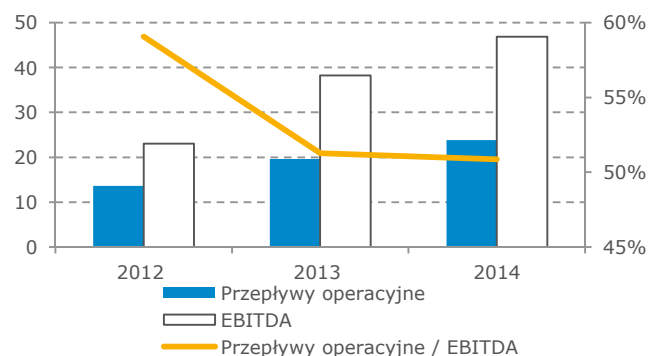
Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Wartość przepływów operacyjnych, wydatków inwestycyjnych oraz wolnych przepływów gotówki (free cash flow) (mln EUR) Grupy UNIWHEELS w latach 2012-2014



Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Wartość przepływów operacyjnych, EBITDA (mln EUR; LS) oraz stosunek przepływów operacyjnych do EBITDA (%; PS) Grupy UNIWHEELS w latach 2012-2014



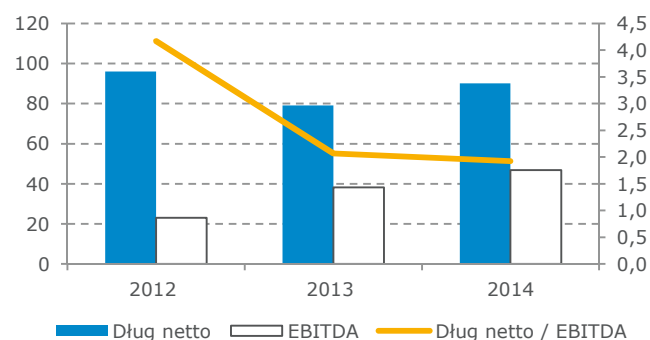
Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Formalnie (według rachunku przepływów pieniężnych) Spółka w latach 2012-2013 wypłaciła ponad 20 mln EUR dywidendy. Realnie wpływ gotówki poza Grupę nie

nastąpił, co wynikało z innej struktury Grupy w tych latach. Wcześniej UNIWHEELS Production (Poland) konsolidowany był przez UNIWHEELS Holding Malta. Wypracowane zyski przez UNIWHEELS Production (Poland) były wypłacane w dywidendach do UNIWHEELS Holding Malta i w dalszej kolejności transferowane były do UNIWHEELS AG. W ten sposób środki mimo wypłaty dywidendy pozostawały realnie w strukturze Grupy i nie przepływały do właściciela.

Po stronie regulacji należności klienci na rynku wtórnym mają między pół a miesięczne terminy płatności. Producenci OEM płacą bardzo regularnie – niemieccy w okresie dwóch tygodni, natomiast francuscy do dwóch miesięcy. Po stronie kosztów UNIWHEELS za aluminium płaci między 60-90 dni od momentu dostawy.

Wielkość długu netto, EBITDA (mln EUR; LS) oraz stosunek długu netto do EBITDA (PS) Grupy UNIWHEELS w latach 2012-2014



Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Strategia Spółki

Zwiększenie udziału w rynku OEM przy wzroście rynku

Grupa w najbliższych latach planuje skorzystać z pozytywnych trendów substytucji kół stalowych na aluminiowe w nowych samochodach osobowych. Obecnie obserwowany wzrost popytu w ocenie Zarządu przełoży się na wzrost rynku. Strategią UNIWHEELS będzie umocnienie rynkowej pozycji i zwiększenie przewag względem konkurentów.

Dalsze usprawnienie procesów produkcyjnych

Zarząd na bieżąco monitoruje globalne trendy w sektorze samochodowym, a w szczególności rosnące zróżnicowanie produktów, redukcje wagi oraz wzrost efektywności produkcji. W ostatnich latach położony został duży nacisk na zwiększenie elastyczności w kwestii terminowości dostaw oraz planowania produkcji. Zarząd wierzy, że prowadzone działania przełożą się na poprawę efektywności produkcji w przyszłości. Ponadto, nowa fabryka w Stalowej Woli będzie wykorzystywać najnowsze dostępne urządzenia i maszyny.

Zwiększenie efektywności kosztowej przy utrzymaniu nacisku na jakość produktów

Spółka ocenia, że dzięki korzystnemu usytuowaniu produkcji oraz utrzymaniu wysokiej jakości produktów UNIWHEELS będzie coraz chętniej wybierany producentem przez klientów OEM oraz konsumentów. Spółka zamierza budować swój potencjał produkcyjny w pobliżu rynków zbytu oraz w lokalizacjach gwarantujących oszczędność kosztową.

Dalsze umocnienie struktury bilansu

Zarząd uważa, że sukces firmy w ostatnich latach nie miałby miejsca bez dobrej struktury bilansu oraz zaplecza finansowego umożliwiającego dynamiczny wzrost. Spółka zamierza zmniejszać wskaźnik zadłużenia odsetkowego do kapitałów własnych, by zapewnić dobrą bazę na przyszły wzrost.

Wyniki finansowe 2012-2014

Wyraźny wzrost wolumenu sprzedaży w 2013 i 2014 roku (o odpowiednio 7,9% r/r oraz 5,2% r/r) przełożył się na wzrost przychodów ze sprzedaży, które wzrosły o 6% r/r w 2013 roku oraz 7,5% w 2014 roku.

Wyniki finansowe Grupy UNIWHEELS w latach 2012-2014

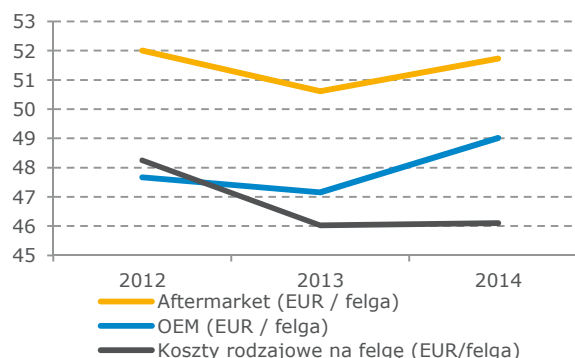
(mln EUR)	2012	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	318,0	337,2	362,6
zmiana	-	6,0%	7,5%
Aftermarket	71,3	65,2	74,4
OEM	238,2	263,2	283,8
Wynik brutto ze sprzedaży	-1,6	18,7	29,1
EBIT	10,1	23,6	32,6
marża	3,2%	7,0%	9,0%
EBITDA	23,0	38,3	46,8
marża	7,2%	11,3%	12,9%
Wynik na działalności finansowej	-2,1	-13,9	-10,3
Wynik brutto	8,1	9,7	22,3
Wynik netto	13,0	13,2	22,8
marża	4,1%	3,9%	6,3%

Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Wzrost obłożenia mocy produkcyjnych połączony z większą ilością bardziej przetworzonych produktów przełożył się na wyraźną poprawę wyników operacyjnych (w 2012 roku EBITDA na felgę wyniosła 3,6 EUR/felga, w 2013 roku 5,6 EUR/felga, a w 2014 roku wzrosła do 6,4 EUR/felga). Średnia cena felgi w segmencie Aftermarket spadła w 2013 roku o 2,7% r/r, mimo aż 18,3% spadku ceny zakupowej aluminium (cena aluminium + premia), a w 2014 roku wzrosła o 2,2% r/r (w segmencie OEM średnia cena felgi spadła w 2013 roku o 1,7% r/r, a w 2014 roku wzrosła o 3,9% r/r). W 2013 i 2014 roku Grupa UNIWHEELS znacząco poprawiła efektywność po stronie kosztów osobowych (koszt wynagrodzeń na wyprodukowaną felgę spadł z 9,0 EUR/felga w 2012 roku do 7,9 EUR/felga w 2013 roku oraz 8,0 EUR/felga w 2014 roku). Dodatkowo po stronie kosztowej pozytywnie na wielkość realizowanej marży wpłynął spadek kosztów energii oraz gazu ziemnego (średni koszt energii na felgę spadł z 2,93 EUR/felga do 2,71 EUR/felga).

Negatywnym czynnikiem mającym wpływ na wyniki w 2012 roku był wyraźny spadek sprzedaży w segmencie Aftermarket (o ponad 12% r/r). Przyczyną tego było otwarcie nowego centrum logistycznego w Niemczech i zmiana procesu dystrybucji. Dodatkowo w spółce podjęto działania zmierzające do ujednocnienia sprzedaży pomiędzy czterema posiadanymi markami. Próba ta okazała się chybiona i w kolejnym roku Spółka powróciła do poprzedniego modelu, gdzie każdy ze sprzedawców dba o interes własnej marki.

Średnie ceny felg w segmencie Grupy UNIWHEELS w latach 2012-2014



Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Restrukturyzacja zadłużenia Spółki w 2013 i 2014 roku spowodowała, że koszty odsetkowe spadły z 11,6 mln EUR w 2012 roku do 10,0 mln EUR w 2014 roku (realne oprocentowanie z 11,3% do 9,1%).

Mimo wypracowanego wyniku brutto w trzech ostatnich latach wartość zapłaconego podatku CIT była ujemna, co z kolei wynikało z tarczy podatkowej wynikającej z działalności w Specjalnej Strefie Ekonomicznej w Stalowej Woli. Na koniec 2014 roku łączne aktywo podatkowe z tego tytułu wyniosło 34,7 mln EUR, z czego trzy licencje wygasają z końcówką 2017 roku, a trzy z 2026 rokiem. Jedna z licencji wygasająca w 2017 roku jest obecnie rozpatrywana przez odpowiednie urzędy do wydłużenia do 2026 roku. Licencje odnośnie działalności w strefie ekonomicznej obejmują działalność wszystkich funkcjonujących w Polsce zakładów (cała spółka UNIWHEELS Investment posiada tarczę podatkową). Działalność w Niemczech nie była w trzech ostatnich latach opodatkowana, co wynikało z rozliczenia strat z lat ubiegłych.

Wyniki finansowe 1Q'15

W 1Q'15 łączne przychody ze sprzedaży UNIWHEELS wyniosły 104,8 mln EUR i były o 22,4% r/r wyższe. Łączny wolumen sprzedaży wyniósł 1,9 mln sztuk i był o 8,4% r/r wyższy. Wolumen sprzedaży w Automotive wzrósł o 10,9% r/r, a przychody segmentu o 25,9% r/r (średnie ceny segmentu wzrosły z 47,8 EUR/felga do 54,3 EUR/felga). Wolumen sprzedaży w segmencie aftermarket spadł o 3% r/r (zgodnie z rynkiem aftermarket w 1Q'15), a przychody ze sprzedaży wzrosły o 2,1% r/r (średnie ceny segmentu wzrosły z 52,5 EUR/felga do 55,6 EUR/felga).

EBITDA Grupy w 1Q'15 wyniosła 13,2 mln EUR i była 31,3% r/r wyższa. W sumie UNIWHEELS na produkcji pojedynczej felgi w 1Q'15 zarabiła 6,99 EUR EBITDA/felga vs. 3,72 EUR EBITDA/felga. Koszty w 1Q'15 były stabilne, co przy zwiększeniu obłożenia mocy produkcyjnych przełożyło się na wzrost rentowności EBITDA z 12,6% vs. 11,7% w 1Q'14.

Wyniki finansowe UNIWHEELS w 1Q'15

(mln EUR)	1Q'15	1Q'14	zmiana
Przychody ze sprzedaży	104,8	85,7	22,3%
EBITDA	13,2	10,0	32,0%
marża (%)	12,6%	11,7%	
EBIT	9,6	6,5	47,7%
marża (%)	9,2%	7,6%	
Zysk netto	13,4	4,3	211,6%
marża (%)	12,8%	5,0%	

Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Amortyzacja w 1Q'15 była na porównywalnym poziomie co w ubiegłym roku, co przełożyło się na wynik EBIT na poziomie 9,6 mln EUR (+47,7% r/r). Na poziomie działalności finansowej spółka księgowała zysk na transakcjach zabezpieczających kursy walut (4,8 mln EUR). Gdyby wykluczyć ten efekt, to wynik netto 1Q'15 wyniósłby 8,6 mln EUR i byłby o 100% r/r wyższy.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł 2,5 mln EUR (vs. -5,0 mln EUR w 1Q'14).

Zadłużenie netto na koniec 1Q'15 wyniosło 93,9 mln EUR vs. 90,1 mln EUR na koniec 2014 roku. W 1Q'15 nie była jeszcze widoczna konwersja pożyczki od właściciela na kapitał rezerwowy.

Sezonowość sprzedaży

Sprzedaż Grupy jak i poziom kapitału obrotowego podlegają sezonowości sprzedaży. W segmencie OEM trzeci kwartał jest z reguły najsłabszy pod względem sprzedaży z uwagi na wyłączenia produkcji w fabrykach w Europie Zachodniej. Wówczas spadek wolumenu rekompensuje segment Aftermarket, który buduje zapasy na jesień przed sezonem zimowym. Rynek wtórny zwiększa sprzedaż na wiosnę (przy zmianie opon zimowych na letnie) i na jesień (przy zmianie opon, gdyż coraz więcej samochodów w zimę również porusza się na alufelgach). Sprzedaż Aftermarket jest bardziej marżowa niż OEM, co powoduje, że 2Q oraz 4Q charakteryzują się nieco wyższą rentownością. Pod względem wypracowanego wyniku pierwsza połowa roku nie odbiega znacząco od drugiej.

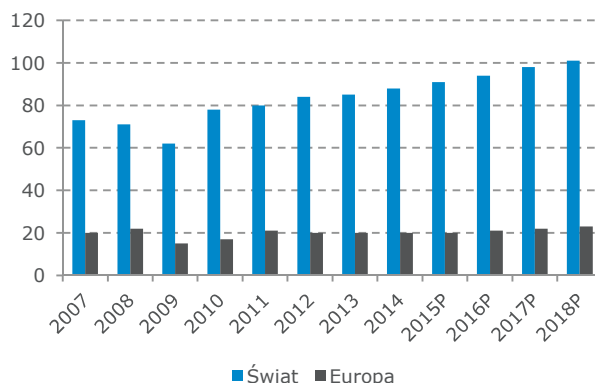
Polityka dywidendowa

Wysokie wolne przepływy gotówki z działalności operacyjnej powodują, że przyszłości Grupa chciałaby płacić około 50% wypracowanego skonsolidowanego wyniku netto w dywidendzie. W 2015 roku wypłaci 44% wyniku netto wypracowanego w 2014 roku (wypłata nastąpi przed IPO).

Rynek kół samochodowych

Głównym czynnikiem kształtującym popyt na koła samochodowe jest produkcja nowych samochodów osobowych. W przypadku felg aluminiowych około 80% popytu generowane jest przez branżę producentów samochodów osobowych (OEM), a około 20% przez rynek wtórny (Aftermarket).

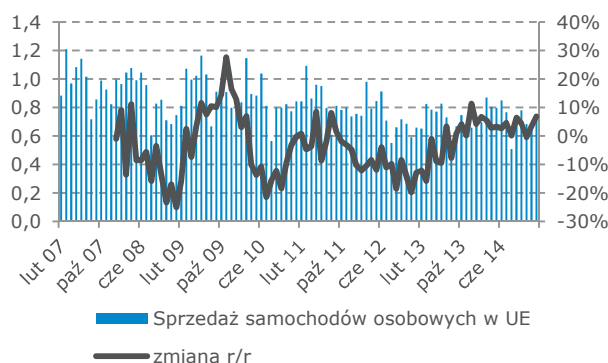
Globalna i europejska produkcja samochodów osobowych (mln sztuk)



Źródło: Global Production Summary, IHS, OICA, Dom Maklerski mBanku

W latach 2007-2014 światowa produkcja samochodów osobowych rosła w średniorocznym tempie 2,4% r/r, natomiast w Europie w efekcie kryzysu gospodarczego ilość sprzedanych nowych aut nie zmieniła się w tym samym okresie. Obecnie na rynku europejskim widać symptomy ożywienia w sprzedaży nowych aut, co z jednej strony wynika z ożywienia gospodarczego, z drugiej zaś słabej wartości EUR do USD, co pomaga eksportowi na rynki amerykańskie.

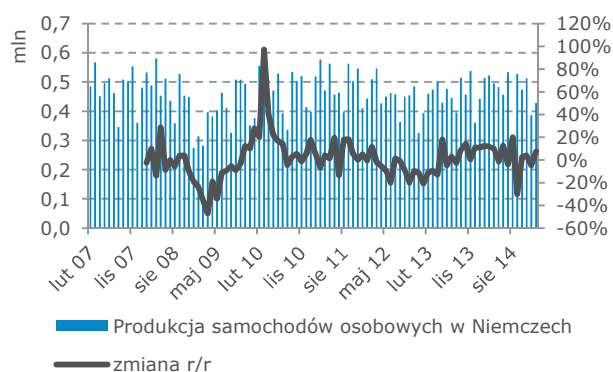
Sprzedaż samochodów osobowych w UE (mln sztuk)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Sprzedaż samochodów osobowych w UE nieustannie rośnie od września 2013 roku, natomiast produkcja samochodów osobowych w Niemczech wzrosła w 2014 roku o 3,2% r/r.

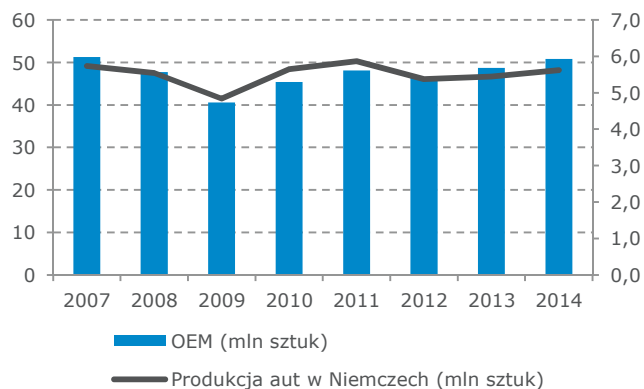
Produkcja samochodów w Niemczech (mln sztuk)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

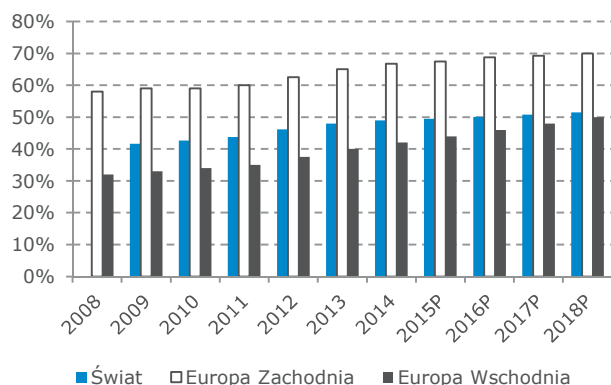
Długoterminowe prognozy rynkowe mówią, że światowa produkcja samochodów do 2018 roku rosnąć będzie w średniorocznym tempie 3,5% (europejska w granicach również 3,5% r/r).

Sprzedaż felg aluminiowych (LS) do nowych samochodów osobowych w Europie na tle produkcji aut w Niemczech (PS)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Udział kół aluminiowych w produkcji felg ogółem na świecie*, w Europie Wschodniej i Europie Zachodniej



Źródło: Just Auto, Dom Maklerski mBanku

* Światowa produkcja oznacza takie regiony jak Północna Ameryka, Mercosur, Europa Zachodnia, Europa Środkowa, Rosja, Japonia, Chiny, Indie, Korea, Tajlandia, Iran, Południowa Afryka, Australia

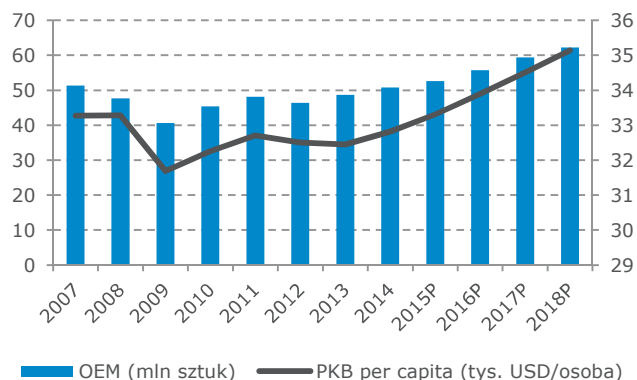
Silną stroną niemieckiego przemysłu motoryzacyjnego jest koncentracja na markach Premium przeznaczonych dla zamożniejszych klientów. Koncerny samochodowe jak Porsche, Audi, BMW, Mercedes praktycznie w 100% wyposażają swoje modele w koła wykonane ze stopów lekkich metali (przede wszystkim aluminiowych). Duża część z modeli klasy Premium, mimo że sprzedawana jest na innych niż Europa kontynentach, to nadal produkowana jest na Starym Kontynencie.

Obecnie na świecie około 49% montowanych w samochodach osobowych felg jest wykonana z aluminium. Udział ten w latach 2009-2014 wzrósł z 41,6% do 49,0%, a według rynkowych prognoz do 2018 roku wzrośnie do 51,5%. W Europie Zachodniej, z uwagi na wyższy odsetek sprzedaży samochodów o wyższym standardzie udział felg aluminiowych montowanych w nowych samochodach wyniósł w 2014 roku około 66,8%, a w perspektywie czterech kolejnych lat wzrośnie do 70%. Na Starym Kontynencie największy oczekiwany wzrost substytucji felg stalowych na aluminiowe spodziewany jest w Europie Wschodniej. Od 2008 roku udział felg aluminiowych w sprzedawanych nowych samochodach zwiększył się z 32,0% do 42% obecnie. W perspektywie 2018 roku udział

ten może wzrosnąć do 50%, jako że społeczeństwa tych krajów będą odnotowywały wyraźną poprawę sytuacji ekonomicznej. Wraz z tym oczekiwane jest, że ilość samochodów o wyższym standardzie będzie rosła, a co za tym idzie wykorzystanie felg ze stopów lekkich będzie wzrastać. Dotychczas sprzedaż felg aluminiowych do nowych samochodów osobowych była ściśle skorelowana z wielkością PKB per capita.

Producenci felg poszukują innych substancji, które mogłyby być alternatywą dla aluminium (plastik lub karbon). Dotychczas jednak żadna z wykorzystanych substancji nie jest tak łatwa w obróbce jak aluminium, ani nie posiada tak dobrych parametrów do odprowadzenia ciepła od hamulców. Dodatkowym czynnikiem jest uzyskiwana cena, gdyż alternatywne dla aluminium technologie są jak dotychczas bardzo kosztowne.

Sprzedaż felg aluminiowych w Europie (mln sztuk; LS) na tle PKB per capita regionu w latach 2007-2018P (tys. USD; PS)

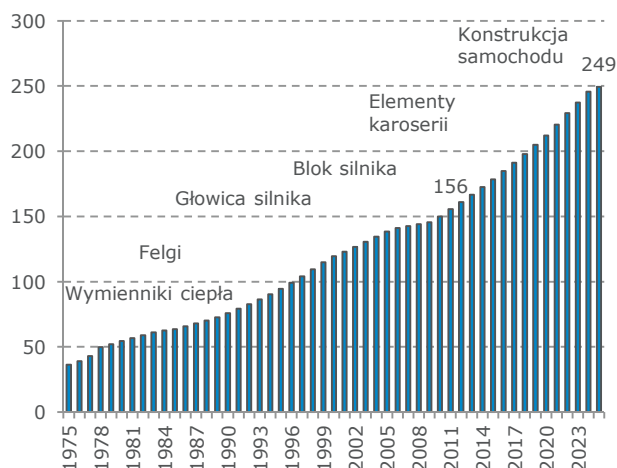


Źródło: USDA Economic Research Service, Dom Maklerski mBanku

Innym czynnikiem wpływającym na wzrost popytu na felgi wykonane ze stopów lekkich jest chęć sprostania przez producentów samochodów coraz bardziej wyśrubowanych normom środowiskowym, oraz zwiększenie dynamiki auta przy jednoczesnej oszczędności paliwa. Po raz pierwszy aluminium w konstrukcji samochodu zastosowano na międzynarodowych targach w Berlinie w 1899 roku. Model sportowego auta miał charakter koncepcyjny, gdyż wówczas koszt jego produkcji był bardzo wysoki, a technika obróbki metalu w tamtych czasach była bardzo ograniczona. Pierwszy silnik z zastosowaniem aluminium powstał w 1901 roku i zastosowany został w wyścigach samochodowych. Po raz pierwszy w masowej produkcji aluminium zostało wykorzystane w latach 70-tych po znaczących wzrostach cen ropy naftowej na świecie. Wówczas różne stalowe elementy samochodów zastępowane były stopami aluminium i profilami aluminiowymi (właściwie brak wykorzystania blach aluminiowych). Przełomem był rok 1994, kiedy konstruktorzy ze stajni AUDI po raz pierwszy pokazali model A8, w którym konstrukcja samochodu wykonana była z aluminium (wykorzystanie blach aluminiowych). Zmiana ta skutkowałą ograniczeniem wagi auta o 239 kg. W latach 1993-1997 sprzedaż jednostek opartych o wykorzystanie blach aluminiowych sięgnęła 133 tys. modelu A2 i 117 tys. A8. Mazda w modelu sportowym RX-8 w celu zmniejszenia wagi auta opracowała technologie łączenia aluminium ze stalą, co z jednej strony gwarantowało wytrzymałość elementów, z drugiej zaś lekkość pojazdu. Blachy aluminiowe w ostatnim czasie zwiększyły swoją obecność w modelach BWM serii 5 oraz powszechnie używane są w budowie sportowego modelu Jaguar XK. W ostatnim czasie blachy aluminiowe pojawiły

się w takich modelach jak Audi TT RS, Audi A6, Ferrari F12berlinetta, Mercedes SL63 AMG (spadek wagi auta o 125 kg), Porsche Boxster (całe nadwozie z aluminium), Rolls-Royce Phantom (całe nadwozie z aluminium) czy Range Rover (spadek wagi o 420 kg; w 2013 rozpoczęcie produkcji). Zakładając światową roczną produkcję samochodów osobowych na poziomie 80 mln sztuk, gdyby wszystkie wykonane były z użyciem aluminium zamiast stali, wówczas emisja CO₂ do atmosfery przez okres ich użytkowania byłaby o 172 miliony ton niższa (w 2011 roku światowa roczna emisja CO₂ szacowana była na 34 mld ton). To również przyczyniłoby się do spadku konsumpcji ropy naftowej w trakcie życia samochodów o 465 milionów baryłek (roczna światowa konsumpcja ropy naftowej w 2010 roku wyniosła 86,3 mld baryłek). Obecnie efektywność silników samochodów jest wykorzystana niemalże do granic możliwości. Dalsze zwiększanie efektywności spalania paliwa może być osiągnięte poprzez ograniczanie wagi samochodu, dlatego należałoby się spodziewać w przyszłości zwiększenia ilości samochodów w których wykorzystanie aluminium rośnie (szczególnie blach aluminiowych).

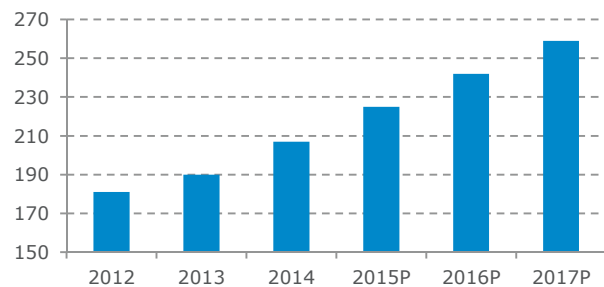
Średnia waga zastosowanego aluminium na pojazd w latach (kg/samochód)



Źródło: Alcoa

Dobre otoczenie dla substytucji felg stalowych na aluminiowe powoduje, że światowa produkcja kół wykonanych ze stopów lekkich wzrosła w trzech ostatnich latach o ponad 14%, a w perspektywie 2017 roku wzrosnąć może kolejne 25%.

Światowa sprzedaż felg aluminiowych (mln sztuk)



Źródło: IHS Market data; IKB Research, Dom Maklerski mBanku

Felgi do nowych samochodów (OEM)

Większość obręczy aluminiowych wyprodukowanych w Europie jest sprzedawana do lokalnych producentów samochodów. Te z kolei trafiają na rynek europejski oraz dalsze destynacje (USA, Południowa Ameryka, Azja). Dostawy z rynków pozazuropejskich są znikome ze względu na fakt, że przemysł Automotive wymaga z góry narzuconej jakości (konieczność zdobycia określonych certyfikatów, ciągłości produkcji, powtarzalności) oraz elastyczności w dostawach (bliskie połączenie w celu szybkiego reagowania na potrzeby koncernów; rosnąca różnorodność sprzedawanych felg).

Czynnikiem, jaki będzie miał wpływ na rynek felg aluminiowych, będzie ograniczenie bieżących mocy produkcyjnych. Zakładając na podstawie prognoz sprzedaży nowych aut oraz zwiększenia wykorzystania kół ze stopów lekkich do 2018 roku rynek felg aluminiowych wzrośnie w Europie o ponad 20%. To jednocześnie spowoduje, że prawdopodobnie już po 2017 roku łączne europejskie moce produkcyjne zostaną wypełnione.

Średni rozmiar kół w autach sprzedawanych w 2002 roku i obecnie

VW Golf 3 (2002)
Wielkość koła 14" do 17"



VW Golf 7 (2013)
Wielkość koła 15" do 19"



Ford Taurus (2002)
Wielkość koła 16" +



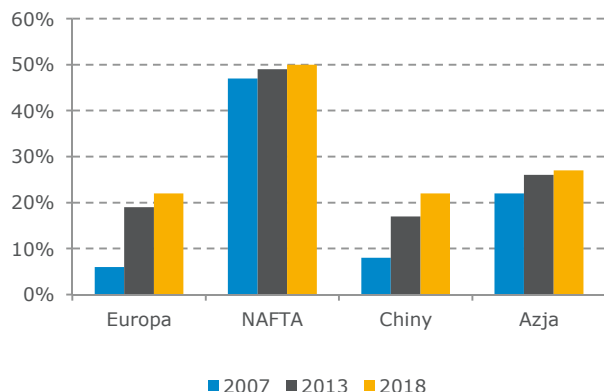
Ford Taurus (2013)
Wielkość koła 17" +



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Continental

Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym możliwości produkcyjne producentów felg jest tendencja do zwiększania rozmiaru kół w nowych modelach samochodów. Średnio jeszcze dziesięć lat temu przedział średnic kół nowych samochodów osobowych wahał się między 13-17", a obecnie przesunął się do 15-19". Felgi o większych gabarytach są droższe (niekoniecznie cięższe, gdyż ciężar zależy bezpośrednio od kształtu felgi), ale wymagają dodatkowych czynności produkcyjnych (dłuższy czas obróbki felgi) i ograniczają zdolności produkcyjne (zwiększając rozmiar koła ograniczamy zdolności produkcyjne). Dodatkowo czynnikiem zwiększającym rozmiar kół będzie wzrost udziału samochodów osobowych o większych gabarytach (SUV). Continental szacuje, że w Europie udział tego typu samochodów w latach 2013-2018 zwiększy się z 19% do 22%, a w Chinach z 17% do 22%.

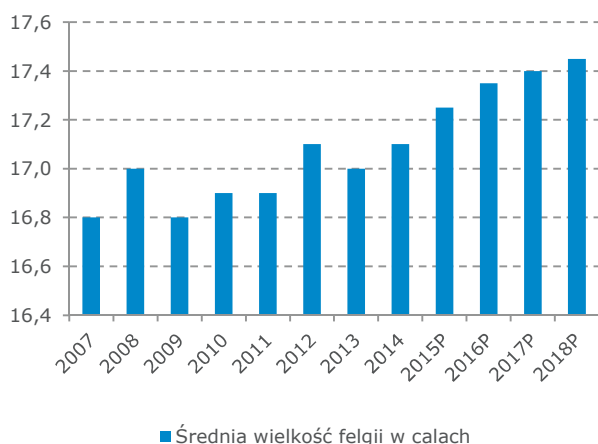
Udział aut typu SUV i Pick-up w populacji samochodów osobowych



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Continental

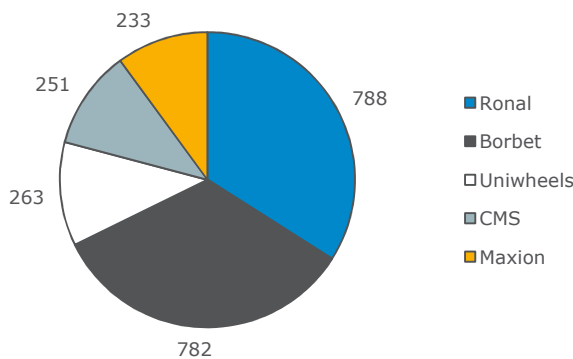
Według UNIWHEELS średni rozmiar koła wzrósł między 2007 a 2014 rokiem z 16,8 cali do 17,1 cali. W naszych prognozach oczekujemy, że średnia wielkość wzrośnie do 2018 roku do nieco ponad 17,4 cala.

Średnia wielkość kół aluminiowych produkowanych przez UNIWHEELS (cale)



Źródło: UNIWHEELS, prognozy Dom Maklerski mBanku

Wartość przychodów poszczególnych producentów kół aluminiowych w 2013 roku (mln EUR)

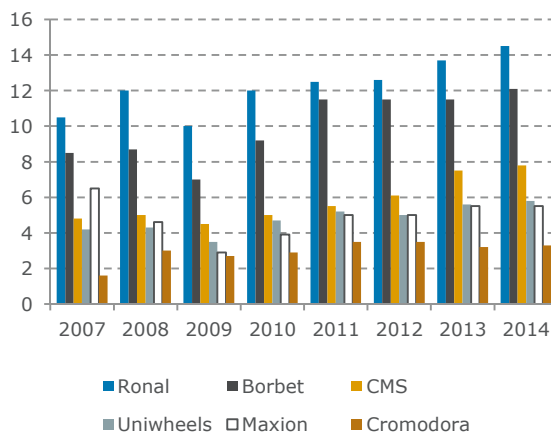


Źródło: Prospekt UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku; CMS bez przychodów z rynku tureckiego

Rynek producentów kół aluminiowych do nowych samochodów (OEM) jest w Europie silnie skoncentrowany. Około 97,4% łącznego wolumenu sprzedaży generowany jest przez 6-sięc największych producentów. Największymi pod względem sprzedaży producentami są Ronal (29% łącznej sprzedaży), Borbet (24% sprzedaży) oraz UNIWHEELS (11% sprzedaży).

Największy z producentów kół aluminiowych dla producentów aut – Ronal posiada łącznie 8 fabryk, z czego 5 zlokalizowanych w krajach o niskich kosztach wytworzenia. Udziały kosztów osobowych w kosztach wytworzenia producentów kół aluminiowych wahać się mogą między 15-30%, dlatego albo spółki skupiają się na produkcji większych felg o większej specjalizacji (kutych itp.) w krajach o drogiej sile roboczej, albo standardowych w krajach o niskich kosztach wytworzenia. Ronal w większości sprzedaje bezpośrednio do producentów aut (udział Aftermarket jedynie 5%). Ronal w 2014 roku utworzył nową fabrykę, co przełożyło się na wzrost jego udziału rynkowego (z 28 do 29%). Drugi największy producent – Borbet posiada 5 fabryk w krajach o wysokich kosztach wytworzenia. Zakłady z grupy są subsydiowane, bądź są wysoko zautomatyzowane. UNIWHEELS, Borbet i Ronal działają obecnie w najnowocześniejszej technologii. UNIWHEELS posiada dwa zakłady w Stalowej Woli oraz jeden w Werdohl (Niemcy). Spośród głównych graczy UNIWHEELS posiada największą sprzedaż na rynku wtórnym - Aftermarket (19%). CMS to turecki producent felg. Z jednej strony Grupa korzysta z niskich kosztów wytworzenia, z drugiej zaś posiada wyższe koszty logistyczne (większa odległość od europejskich zakładów). CMS w 2013 roku otworzył nową fabrykę w Turcji, co przełożyło się na wzrost sprzedaży o ponad 1,5 mln alufelg. Maxion to producent kół zarówno z aluminium jak i ze stali. Spółka w Europie posiada aktywa produkcyjne we Włoszech, Turcji oraz Republice Czeskiej. Cała produkcja jest kierowana do producentów nowych samochodów osobowych. Cromodora to producent alufelg, głównie związany z koncernami włoskimi. Grupa posiada zakłady produkcyjne we Włoszech oraz Republice Czeskiej. 100% produkcji przeznaczane jest do koncernów samochodowych. Wszystkie firmy posiadają długoletnie doświadczenie w kooperacji z koncernami samochodowymi.

Ilościowa sprzedaż poszczególnych producentów kół aluminiowych do nowych samochodów - OEM (mln sztuk)



Źródło: Prospekt UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Udział poszczególnych producentów w ilościowej sprzedaży kół aluminiowych do nowych samochodów - OEM w 2014 roku (%)

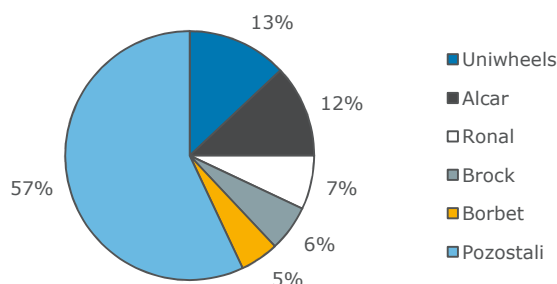
	UNIWHEELS	Ronal	Borbet	CMS	Maxion	Cromodora
Siedziba firmy	Bad Dürkheim (Niemcy)	Härkingen (Szwajcaria)	Hallenberg-Hesborn (Niemcy)	Izmir (Turcja)	Northville (USA)	Ghedi (Włochy)
Udział produkcji sprzedawanej do OEM	81%	95%	96%	96%	100%	100%
Lokalizacja fabryk produkcyjnych	1 w Niemczech, 2 w Polsce	1 w Niemczech, 1 we Włoszech, 1 w Hiszpanii, 2 w Republice Czeskiej, 3 w Polsce	4 w Niemczech, 1 w Austrii	3 w Turcji	1 we Włoszech, 1 w Turcji, 1 w Republice Czeskiej	1 we Włoszech, 1 w Republice Czeskiej

Źródło: UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Felgi – rynek wtórny (Aftermarket)

Rynek wtórny felg aluminiowych jest znacząco bardziej rozdrobniony niż rynek OEM (5 największych producentów odpowiada za 43% europejskiego rynku). Głównymi determinantami sprzedaży są tutaj cena, wzornictwo oraz logistyka. Na rynku od kilku lat trwa konsolidacja i najprawdopodobniej mniejsi producenci będą musieli wkrótce zbankrutować, bądź stać się obiektem przejęcia. Przeważnie producenci sprzedają swoje felgi pod wieloma markami.

Udział poszczególnych producentów w ilościowej sprzedaży kół aluminiowych na rynek wtórny - Aftermarket - w 2014 roku (%)

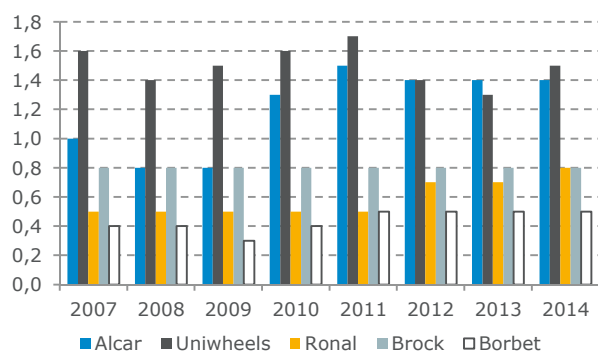


Źródło: Prospekt UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Dwaj najwięksi na rynku wtórnym producenci felg aluminiowych Alcar i UNIWHEELS odpowiadają za około 30% rynku. Alcar sprzedaje swoje produkty pod markami AEZ, Dotz, Dezent, Enzo, natomiast UNIWHEELS – RIAL, ALUTEC, ANZIO i ATS. Borbet sprzedaje pod marką Borbet i CW, a Brok pod marką RC Design Brock. Ronal posiada dwie marki – Speedline Corse oraz Ronal.

Za wyjątkiem Alcar, w ostatnich kilku latach uczestnicy rynku nie odnotowywali znaczących zmian w wielkości sprzedaży.

Ilościowa sprzedaż producentów kół aluminiowych na rynku wtórnym - Aftermarket (mln sztuk)



Źródło: Prospekt UNIWHEELS, Dom Maklerski mBanku

Produkcja felg aluminiowych jest bardziej marżowa niż OEM, jednak jest dużo bardziej sezonowa (wzrosty sprzedaży na wiosnę i jesień podczas zmiany opon). Duża część sprzedaży realizowana jest przez sieci sprzedaży opon.

Czynniki ryzyka

Koniunktura na nowe samochody osobowe

Koniunktura na nowe samochody osobowe jest ściśle skorelowana z wskaźnikami koniunktury takimi jak PKB czy konsumpcja. Nagłe załamania gospodarcze, niepokoje społeczne bądź czas niepokoju może negatywnie wpływać na chęć konsumentów do zmiany samochodów na nowe. Spadek wolumenu produkcji aut powoduje skrócenie serii produkcji kół aluminiowych oraz zmniejszenie obciążenia mocy produkcyjnych. Zwykle również w czasie dekonunktury koncerny samochodowe chcą przenieść część z obciążeń wynikających ze spadku sprzedaży na swoich poddostawców. W okresach spadku zapotrzebowania na produkcję nowych samochodów zwykle rentowność poddostawców spada bardziej niż koncernów samochodowych.

Alternatywne materiały do produkcji felg

Od kilkunastu lat prowadzone są prace nad wprowadzeniem alternatywnych do aluminium stopów metali bądź plastików. Jak dotychczas żadna z technologii nie jest na tyle konkurencyjna ani łatwa w stosowaniu, by wykorzystać alternatywny surowiec na skalę przemysłową. Niemniej jednak w przyszłości może się pojawić materiał, który zagrozi rosnącej popularyzacji felg wykonanych z aluminium.

Ryzyko cen surowców

Głównym surowcem wykorzystywanym do produkcji felg w Grupie UNIWHEELS jest aluminium (prawie 100 tys. ton rocznie). Rosnące ceny surowca jak i premii producenckiej są w pełni przekładane na klienta końcowego, ale wyobrazić sobie można sytuację, gdy cena aluminium wzrasta do takich poziomów, że konsument będzie miał problem z zaakceptowaniem wysokiej ceny aluminium. Obecnie ryzyko tak drastycznego wzrostu cen aluminium jest mało możliwe, ale nie można wykluczyć takiej sytuacji w przyszłości.

Ryzyko umocnienia PLN do EUR

Łączne koszty personelu w Grupie UNIWHEELS sięgają ponad 17% łącznych kosztów rodzajowych, z czego 77% pracowników zatrudnionych jest w Polsce. Mocne umocnienie polskiej waluty do EUR może zmniejszyć w przyszłości przewagę konkurencyjną Grupy nad innymi konkurentami i przełożyć się na słabsze marże na produkcji felg aluminiowych. Dodatkowo w długim terminie polskie płace w Polsce będą konwergowały do tych w krajach starej Unii Europejskiej, co prawdopodobnie będzie się przekładało na niższą przewagę kosztową UNIWHEELS. Obecnie kurs EUR/PLN został zabezpieczony na cały 2015 rok, a na 2016 rok w 50%.

Ryzyko uniezależnienia się od dużego odbiorcy

Obecnie sprzedaż felg do jednego odbiorcy nie przekracza 23% łącznych przychodów ze sprzedaży Grupy. W przyszłości nie można wykluczyć jednak, że koncentracja się zwiększy, a Spółka w większym stopniu uzależni się od jednego odbiorcy. Wówczas odbiorca odczuwając silną pozycję przetargową może wymóc na dostawcy obniżenie cenników, bądź wymóc dłuższe możliwe terminy płatności. W przypadku pogorszenia się sytuacji finansowej odbiorcy istnieje również ryzyko problemów z egzekwowaniem płatności.

Ryzyko konkurencji z krajów o niższych kosztach wytworzenia

W długim terminie istnieje ryzyko, że konkurencja również będzie lokowała swoją produkcję w krajach o niższych kosztach wytworzenia. Istnieje ryzyko, że producenci zdecydują się na większe dostawy z bardziej odległych kierunków jak Chiny czy Indie.

Ryzyko nietrafionej kolekcji

Rynek wtórny felg kieruje się określonymi trendami oraz modami. Istnieje ryzyko, że UNIWHEELS źle określi w przyszłości upodobania modowe konsumentów, przez co sprzedaż w kanale Aftermarket spadnie na rzecz konkurencji.

Ryzyko wadliwej serii

Felga samochodowa stanowi bardzo newralgiczny element bezpieczeństwa pojazdu na drodze. Mimo dokładanej najwyższej staranności (prześwietlenia, próby wytrzymałościowe) istnieje ryzyko, że pewna seria produktów będzie mniej odporna niż zakładano. To z kolei może generować roszczenie od potencjalnych poszkodowanych w wypadku w ruchu lądowym. Spółka posiada ubezpieczenie na taki wypadek, jednak istnieje ryzyko utraty wiarygodności przez producenta w okolicznościach wypadku. Do tej pory w historii spółki nie zdarzało się, aby powstawała konieczność wycofania z rynku serii produktów. Poza tym Spółka posiada odpowiednie ubezpieczenie od odpowiedzialności cywilnej.

Ryzyko braku dostaw energii i surowców

Do produkcji UNIWHEELS niezbędne są ciągłe dostawy energii (prąd i gaz) oraz głównego surowca, jakim jest aluminium. Energia elektryczna i gaz ziemny są podstawowym medium wykorzystywanym do produkcji. Przerwy w ich dostawach mogą skutkować czasowym wstrzymaniem produkcji i mogą mieć wpływ na poziom wyników finansowych Grupy. W przypadku aluminium, spółka posiada na zakładach zaledwie kilkudniowy zapas dostaw surowca. Brak dostaw aluminium może skutkować zmniejszeniem wolumenu produkcji i przełożyć się na gorsze wyniki finansowe. Spółka aby zminimalizować to ryzyko współpracuje z mniejszymi dostawcami surowca, którzy są w stanie zaspokoić zapotrzebowanie na wypadek spadku dostaw od dużego gracza. Spółka do produkcji używa aluminium kopalnianego (elektroliza aluminy), aluminium uzyskiwane na rynku wtórnym może mieć gorszą jakość i przekładać się na warunki bezpieczeństwa użytkowanych felg. Spółka posiada odpowiednie ubezpieczenie od odpowiedzialności cywilnej.

Wycena

Wartość spółki UNIWHEELS szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 128,5 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 129,3 PLN/akcja.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	129,3
Wycena DCF (PLN)	50%	128,5
	cena wynikowa	128,9
	cena docelowa za 9 m-cy	136,6

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych UNIWHEELS porównujemy do polskich poddostawców branży Automotive (AC Auto GAZ, ACE, Boryszew, Stomil Sanok), spółek zajmujących się przetwarzaniem aluminium (Alumetal, Grupa Kęty) oraz międzynarodowych poddostawców do branży Automotive (Americal Axle, Autoliv, Borgwarner, Brembo, CIE Automotive, Dana,

Delphi, Denso, Eaton, Faurecia, Iochpe-Maxion, Kongsberg, Le Belier, Magna, Plastic Omnium, Polytec, Progress-Werk, Superior Industries, Tower International, TRW oraz Valeo).

W wycenie porównawczej nie uwzględniamy zdarzenia jednorazowego w postaci dodatnich różnic kursowych jakie Spółka zaksięguje w 2015 roku.

	Kraj	P/E 2015P	P/E 2016P	P/E 2017P	EV/EBITDA 2015P	EV/EBITDA 2016P	EV/EBITDA 2017P
AC SA	Polska	12,1	10,9	10,5	7,9	7,1	6,7
ALUMETAL SA	Polska	12,9	12,9	10,9	10,2	10,0	8,5
AMERICAN AXLE & MFG HOLDINGS	USA	8,1	7,7	7,3	5,0	4,4	3,9
AUTOLIV INC-SWED DEP RECEIPT	Szwecja	19,5	16,2	14,9	10,3	8,6	8,2
AUTOMOTIVE COMPONENTS EUROPE	Polska	13,6	13,6	13,6	10,6	6,1	5,6
BORGWARNER INC	USA	18,7	15,6	13,2	10,2	8,9	7,8
BORYSZEW SA	Polska	14,9	14,5	13,4	9,2	8,6	8,3
BREMBO SPA	Włochy	16,8	15,2	14,2	8,8	7,9	7,2
DANA HOLDING CORP	USA	10,5	9,1	8,6	5,9	5,4	4,6
DELPHI AUTOMOTIVE PLC	W. Brytania	16,4	13,9	11,7	10,6	9,3	7,9
DENSO CORP	Japonia	18,7	16,4	15,0	8,9	7,8	7,1
EATON CORP PLC	USA	15,2	13,8	12,9	11,3	10,3	9,5
FAURECIA	Francja	14,0	11,1	10,1	4,3	3,7	3,3
GRUPA KETY SA	Polska	15,1	14,8	14,1	9,5	9,3	8,8
IOCHPE-MAXION S.A.	Brazylia	18,0	9,5	7,9	5,3	4,5	4,1
KONGSBERG AUTOMOTIVE HOLDING	Norwegia	6,8	5,3	4,3	4,4	3,4	2,7
LE BELIER	Francja	9,1	8,1	5,8	5,3	4,8	-
MAGNA INTERNATIONAL INC	Kanada	12,6	10,3	9,2	7,6	7,0	6,3
PLASTIC OMNIUM	Francja	13,5	12,2	11,2	6,5	5,8	5,1
POLYTEC HOLDING AG	Austria	8,8	7,5	6,9	5,6	4,9	4,5
PROGRESS-WERK OBERKIRCH AG	Niemcy	14,2	10,4	9,0	6,3	5,2	4,6
STOMIL SANOK S.A.	Polska	17,8	16,6	15,8	10,5	9,7	9,6
SUPERIOR INDUSTRIES INTL	USA	24,2	20,4	-	-	-	-
TOWER INTERNATIONAL INC	USA	9,1	9,4	8,4	5,0	4,1	-
TRW AUTOMOTIVE HOLDINGS CORP	USA	13,3	12,0	12,2	6,8	5,9	-
VALEO SA	Francja	15,8	13,6	11,7	6,7	6,0	5,3
Maksimum		24,2	20,4	15,8	11,3	10,3	9,6
Minimum		6,8	5,3	4,3	4,3	3,4	2,7
Mediana		14,1	12,6	11,2	7,6	6,1	6,5
Uniwheels		10,6	10,0	9,2	7,3	6,7	6,2
premija (dyskonto)		-24,8%	-20,4%	-17,6%	-4,7%	10,9%	-3,9%
Implikowana wycena							
Mediana		14,1	12,6	11,2	7,6	6,1	6,5
Dyskonto		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika			50%			50%	
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję (PLN)							129,3

AC Auto Gaz to polski producent instalacji gazowych oraz akcesoriów samochodowych. Spółka produkuje podzespoły instalacji gazowych pod markę STAG. Około 60% sprzedaży trafia na eksport, a 40% do kraju. Większość sprzedaży jest dedykowane na rynek wtórny (Aftermarket).

Alumetal to krajowy producent elementów silników samochodowych wykonanych z aluminium. Spółka pozyskuje aluminium z recyklingu i topi go na gotowe do użycia komponenty. Klientami Alumetalu są bezpośredni dostawcy Automotive (Alumetal – Tier 2).

American Axle to amerykański dostawca (Tier 1) koncernów samochodowych. Spółka produkuje elementy układów kierowniczych i systemów przekazywania napędu na koła.

Autoliv (Tier1) wytwarza systemy bezpieczeństwa do samochodów osobowych. Spółka produkuje pasy bezpieczeństwa, poduszki powietrzne, foteliki dziecięce i systemy ochrony nóg na okoliczności wypadku.

ACE (Tier 2) to notowany na GPW producent komponentów odlewniczych dla przemysłu motoryzacyjnego takich jak elementy dyskowych układów hamulcowych (żeliwne jarzma, aluminiowe i żeliwne zaciski), jak również pompy hamulcowe dla pokaźnej liczby platform hamulcowych wykorzystywanych przez europejskich producentów samochodów. Spółka posiada aktywa produkcyjne w Polsce, Hiszpanii oraz Republice Czeskiej.

Borgwarner (Tier 1) dostarcza systemy i komponenty do przeniesienia napędu w samochodach oraz elementy silników. Spółka działa w Północnej Ameryce, Europie oraz w Azji.

Boryszew to notowany na GPW producent elementów plastikowych dla motoryzacji (Tier 1) oraz gumowych przewodów do klimatyzacji. Spółka produkuje również blachy aluminiowe wykorzystywane w przemyśle motoryzacyjnym (poddostawca Tier 1 i Tier 2).

Brembo projektuje, wytwarza i sprzedaje tarcze hamulcowe i ich komponenty (Tier 1). Sprzedaż jest na rynku OEM i wtórnym.

Dana Holding (Tier 1 oraz Tier 2) to globalny producent systemów przeniesienia napędu, sprzężarek, reduktorów czy uszczelnień dla motoryzacji. Spółka produkuje również elementy przeznaczone do chłodnictwa.

Delphi Automotive wytwarza elementy elektryczne i elektroniczne, elementy przeniesienia napędu, bezpieczeństwa dla przemysłu samochodowego (Tier 1). Spółka działa na całym świecie.

Denso (Tier 1) produkuje elementy elektroniczne dla samochodów. Spółka wytwarza również poduszki powietrzne, klimatyzację, elementy zapłonu, alternatory oraz elementy układu kierowniczego. Spółka dostarcza również rozwiązania nawigacyjne do samochodów.

Eaton to producent rozwiązań dla przemysłu, motoryzacji (Tier 1), budownictwa i lotnictwa. Spółka wytwarza elementy hydrauliki, przewodów płynów, przewodów elektrycznych, elementów przeniesienia napędu do ciężarówek, czy elementów silnika.

Faurecia (Tier 1) wytwarza siedzenia, elementy wnętrza, elementy układu wydechowego oraz elementy maski.

Grupa Kęty to krajowy producent profili aluminiowych oraz systemów aluminiowych dla budownictwa. Spółka nieznaczną część (poniżej 10% przychodów) sprzedaje do producentów nowych samochodów (Tier 2, poddostawca Tier 2).

Iochpe-Maxion (Tier 1 oraz Tier 2) produkuje elementy zawieszenia, koła do ciężarówek i autobusów, elementy drzwi, pompy oraz zimne elementy samochodów.

Kongsberg (Tier 1) produkuje elementy siedzeń, sprzęgła, okablowania, elektroniki sterowania silnika, przewodów, rur oraz uszczelnień.

Le Belier (Tier 2 oraz poddostawca Tier 2) to krajowy producent aluminiowych odlewów, używanych w przemyśle samochodowym, samolotowym oraz kolejnictwie. Spółka posiada produkcje na Węgrzech, Bułgarii, Chinach i Włoszech. Spółka produkuje aluminiowe elementy systemów hamulcowych.

Magna (Tier 1) produkuje elementy zawieszenia oraz karoserii, systemy przeniesienia napędu, elementy wnętrza i zewnętrzne, siedzenia, paliwa, elektroniki samochodowej. Spółka działa globalnie.

Plastic Omnium (Tier 1) produkuje elementy karoserii, systemów paliwowych. Spółka skupia się na technologiach zmniejszających wagę samochodu oraz konsumpcję paliwa.

Polytec (Tier 1) to austriacko-niemiecki producent plastikowych elementów samochodu. Spółka posiada aktywa produkcyjne w Niemczech i Austrii.

Progress-Werk produkuje elementy stalowe dla koncernów motoryzacyjnych (Tier 1). Spółka produkuje w Niemczech i sprzedaje globalnie.

Stomil Sanok to krajowy producent wyrobów gumowych dla motoryzacji (Tier-1; uszczelki karoserii), budownictwa, AGD, farmacji, przemysłu oraz rolnictwa. Spółka produkuje na rynku polskim. Ponad 60% sprzedaży kierowana jest na rynki zagraniczne, przede wszystkim Europy Zachodniej.

Superior Industries to amerykański poddostawca Automotive. Głównymi produktami są felgi aluminiowe oraz na zamówienie. Spółka działa na rynku OEM i Aftermarket.

Tower International to globalny producent elementów konstrukcyjnych samochodów osobowych (zarówno karoserii jak i zawieszenia). Głównymi klientami Spółki są koncerny samochodowe (Tier 1).

TRW jest amerykańskim producentem aktywnych i pasywnych systemów bezpieczeństwa. Portfolio produktów sprzedawane jest zarówno do koncernów samochodowych (Tier 1), jak i na rynek wtórny (Aftermarket).

Valeo to europejski producent elementów instalacji chłodzenia pojazdów, przepustnic, oświetlenia, systemów elektrycznych, wycieraczek samochodowych, systemów antykradzieżowych oraz systemów połączeń. Spółka sprzedaje do producentów samochodów (Tier-1) oraz na rynek wtórny. Produkty oferowane są w Europie, Azji oraz w obu Amerykach.

Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka 3,1% jako ważona mocami produkcyjnymi (80%:20%) rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa (3,5%) oraz przyjętej stopy wolnej od ryzyka dla Niemiec (1,5%).
- Wzrost FCF po roku 2024 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na początek czerwca 2015 roku.
- Kurs PLN/EUR przy przeliczeniu wyceny sporządzanej w walucie funkcjonalnej (EUR) założyliśmy na poziomie 4,08 PLN/EUR.
- W wynikach 2015 roku uwzględniamy 2 mln EUR dodatnich różnic kursowych.

- W wycenie uwzględniamy wypłatę dywidendy dla akcjonariusza w kwocie 10 mln EUR z zysku za 2014 rok (kwota pomniejsza waluację) oraz konwersję długu (pożyczki) udzielonego przez głównego właściciela (24,7 mln EUR), która zostanie zamieniona na kapitał rezerwowany z chwilą przeprowadzenia IPO.
- W waluacji uwzględniamy środki pozyskane z giełdy (wycena POST IPO), pomniejszone o koszty przeprowadzenia oferty (1,5 mln EUR).
- W wycenie uwzględniamy spłatę 14,4 mln EUR pozostałych zobowiązań długoterminowych wynikających z użytkowania znaku ATS. Właścicielem znaku jest UNIWHEELS Holding Malta Ltd. Według prospektu spłata należności następować będzie po 1 mln EUR kwartalnie zaczynając od czerwca 2016 r.

Założenia odnośnie kursów walutowych, cen energii oraz aluminium

Ceny	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aluminium LME (USD)	2 262,5	1 845,9	1 894,5	1 757,7	1 787,0	1 787,0	1 787,0	1 787,0	1 787,0
Premia dla producentów aluminium (USD)	241,1	272,1	422,3	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0
Aluminium + premia (USD/t)	2 503,6	2 118,0	2 316,8	2 207,7	2 237,0	2 237,0	2 237,0	2 237,0	2 237,0
Aluminium + premia (EUR/t)	1 953,3	1 595,2	1 738,0	1 948,0	2 013,3	2 013,3	2 013,3	2 013,3	2 013,3
Aluminium + premia (PLN/t)	8 145,2	6 691,6	7 274,8	7 947,7	8 053,0	8 053,0	8 053,0	8 053,0	8 053,0
Cena Energii (EUR/mwh)	48,0	44,1	38,2	40,9	42,8	43,7	45,9	46,7	48,9
Cena Energii (PLN/mwh)	200,0	185,0	160,0	167,0	171,4	174,9	183,4	186,6	195,6
Cena gazu ziemnego (EUR/1000m3)	299,2	286,1	299,7	263,7	244,5	258,6	258,8	260,3	260,5
Cena gazu ziemnego (PLN/1000m3)	1 247,5	1 200,0	1 254,3	1 075,9	977,9	1 034,3	1 035,2	1 041,1	1 042,1
USD / PLN	3,3	3,2	3,1	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
EUR / PLN	4,17	4,19	4,19	4,08	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
EUR / USD	1,28	1,33	1,33	1,13	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aftermarket (tys. sztuk)	1 370	1 288	1 438	1 445	1 452	1 472	1 480	1 487	1 495
OEM (tys.sztuk)	4 996	5 583	5 790	6 080	6 594	7 162	7 602	7 775	7 891
Razem (tys.sztuk)	6 366	6 871	7 228	7 525	8 046	8 634	9 082	9 262	9 385
Stalowa Wola 1 i 2 (max 4,1 - 6,6 mln sztuk)	5 078	5 729	6 023	6 334	6 361	6 375	6 389	6 403	6 419
Stalowa Wola 3 (max 1,2 mln sztuk; 1,9 mln sztuk po rozbudowie)	0	0	0	0	500	1 080	1 520	1 691	1 805
Werdohl (max 1,1 - 1,4 mln sztuk)	1 254	1 126	1 193	1 191	1 185	1 179	1 173	1 167	1 162

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży na rynku

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż w Europie									
Aftermarket w Europie (mln sztuk)	11,6	11,7	11,5	11,5	11,5	11,6	11,6	11,6	11,6
OEM w Europie (mln sztuk)	46,4	48,7	50,8	52,6	55,7	59,4	62,2	64,1	65,3
Udział Uniweels w Europie w Europie									
Aftermarket w Europie (%)	11,8%	11,0%	12,5%	12,6%	12,6%	12,7%	12,8%	12,8%	12,9%
OEM w Europie (%)	10,8%	11,5%	11,4%	11,6%	11,8%	12,1%	12,2%	12,1%	12,1%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie cen sprzedaży

Średnie ceny	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aftermarket (EUR / felga)	52,0	50,6	51,7	55,0	56,4	56,8	57,2	57,6	58,0
OEM (EUR / felga)	47,7	47,2	49,0	52,2	53,4	53,8	54,2	54,6	55,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wielkości zatrudnienia

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Liczba pracowników	2 034	2 141	2 366	2 471	2 635	2 793	2 906	2 936	2 937
Polska	1 439	1 591	1 834	1 939	2 104	2 263	2 377	2 409	2 411
Zagranica	595	550	532	532	531	530	528	527	526

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wydajności pracowników

Zatrudnienie	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Liczba felg na pracownika rocznie (sztuk)	3 130	3 209	3 055	3 040	3 034	3 064	3 095	3 126	3 157
Liczba felg na pracownika rocznie Niemcy (sztuk)	2 108	2 047	2 242	2 237	2 231	2 226	2 220	2 215	2 209
Liczba felg na pracownika rocznie Polska (sztuk)	3 529	3 601	3 284	3 268	3 261	3 294	3 327	3 360	3 410

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wielkości kosztów sprzedaży

Koszty sprzedaży	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aluminium na felgę (EUR)	21,5	20,9	20,6	21,6	22,4	22,4	22,5	22,5	22,5
Energia na felgę (EUR)	2,9	2,9	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9
Pozostałe na felgę (EUR)	4,3	4,0	4,9	5,0	5,1	5,3	5,4	5,6	5,8
Usługi na felgę (EUR)	1,2	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3
Inne na felgę (EUR)	1,7	1,9	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8
Płace na felgę (EUR)	9,0	7,9	8,0	8,1	8,1	7,9	7,9	7,9	8,0
Suma	40,6	38,6	39,0	40,1	41,0	41,2	41,5	41,8	42,3

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Model DCF

(mln EUR)	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	+
Przychody ze sprzedaży	401,6	438,9	472,9	500,4	515,0	524,7	530,1	535,6	541,1	546,7	552,4
zmiana	10,8%	9,3%	7,8%	5,8%	2,9%	1,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	52,0	58,2	63,0	66,5	67,5	66,9	65,1	64,1	62,9	61,6	61,0
marża EBITDA	12,9%	13,3%	13,3%	13,3%	13,1%	12,7%	12,3%	12,0%	11,6%	11,3%	11,0%
Amortyzacja	15,5	18,8	20,4	21,7	21,4	20,8	20,5	20,0	21,1	22,7	24,0
EBIT	36,5	39,4	42,5	44,8	46,1	46,1	44,6	44,0	41,8	38,9	37,0
marża EBIT	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,8%	8,4%	8,2%	7,7%	7,1%	6,7%
Opodatkowane EBIT	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	3,5	6,3
NOPLAT	36,2	39,1	42,1	44,4	45,7	45,7	44,2	43,6	41,4	35,4	30,7
CAPEX	-57,5	-46,9	-33,6	-15,9	-16,5	-17,5	-18,7	-19,9	-21,3	-22,9	-24,0
Kapitał obrotowy	-8,5	-8,9	-8,8	-7,7	-4,7	-3,5	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-14,4	2,0	20,2	42,5	45,9	45,5	43,7	41,3	38,7	32,7	28,1
WACC	7,9%	7,7%	7,7%	7,9%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
współczynnik dyskonta	0,96	0,89	0,83	0,77	0,70	0,65	0,60	0,56	0,52	0,48	0,44
PV FCF	-13,9	1,8	16,7	32,6	32,3	29,6	26,3	23,0	20,0	15,6	12,4

WACC	7,9%	7,7%	7,7%	7,9%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Koszt długu	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%
Stopa wolna od ryzyka	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%
Premia za ryzyko	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Efektywna stopa podatkowa	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	10,0%	19,0%
Dług netto / EV	7,0%	10,2%	10,5%	5,9%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	460,2
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	219,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	184,2
Wartość firmy (EV)	403,8
Dług netto	90,1
Dywidenda wypłacona przed IPO	10,0
Środki pozyskane z emisji	62,8
Konwersja długu od właściciela na kapitał akcyjny	24,7
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy (mln EUR)	391,2
Liczba akcji (mln.)	12,5
Wartość firmy na akcję (EUR)	31,3
Wartość firmy na akcję (PLN)	128,5
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	6,0%
Cena docelowa (PLN)	136,2

EV/EBITDA ('15) dla ceny docelowej	9,0
P/E ('15) dla ceny docelowej	12,5
Udział TV w EV	54,4%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0p.p.	103,2	109,0	116,5	126,3	160,5
WACC +0,5p.p.	109,9	116,7	125,6	137,7	182,0
WACC	117,4	125,5	136,2	151,2	210,3
WACC -0,5p.p.	125,7	135,5	148,7	167,6	249,1
WACC -1,0p.p.	135,3	147,0	163,4	187,8	306,2

Rachunek wyników

(mln EUR)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	318,0	337,2	362,6	401,6	438,9	472,9	500,4	515,0	524,7
zmiana	-	6,0%	7,5%	10,8%	9,3%	7,8%	5,8%	2,9%	1,9%
Aftermarket	71,3	65,2	74,4	79,6	81,9	83,6	84,6	85,7	86,7
OEM	238,2	263,2	283,8	317,1	352,3	385,2	411,8	425,5	434,2
Odlewy	3,6	3,9	2,9	3,5	3,4	3,3	3,4	3,4	3,3
Złom	6,7	4,6	4,0	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Inne	1,4	3,6	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
Dyskonta	-3,1	-3,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,2	-5,5	-5,6	-5,7
Koszty wytworzenia	319,6	318,4	334,0	365,1	399,5	430,4	455,5	468,9	478,6
Koszty materiałów	201,5	211,1	224,1	240,9	265,0	287,3	305,1	314,5	321,3
Koszty personelu	57,1	54,2	57,6	60,9	64,9	68,4	71,4	73,6	75,4
Inne koszty	44,9	40,7	45,8	47,8	50,9	54,3	57,3	59,4	61,2
Amortyzacja	12,9	14,7	14,2	15,5	18,8	20,4	21,7	21,4	20,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	11,7	4,9	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	10,1	23,6	32,1	36,5	39,4	42,5	44,8	46,1	46,1
zmiana	-	132,4%	36,0%	13,8%	8,0%	7,9%	5,4%	2,9%	0,0%
marża EBIT	3,2%	7,0%	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,8%
Wynik na działalności finansowej	-2,1	-13,9	-10,3	-2,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,8	-3,8
Przychody z odsetek	0,7	0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty odsetkowe	11,6	9,4	10,0	4,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Zysk brutto	8,1	9,7	21,8	33,6	35,6	38,7	41,0	42,3	42,3
Podatek dochodowy	-4,9	-3,6	-0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	13,0	13,2	22,2	33,3	35,2	38,3	40,6	41,9	41,9
zmiana	-	2,1%	67,5%	49,8%	5,9%	8,7%	6,0%	3,2%	0,0%
marża	4,1%	3,9%	6,1%	8,3%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%
Amortyzacja	12,9	14,7	14,2	15,5	18,8	20,4	21,7	21,4	20,8
EBITDA	23,0	38,3	46,3	52,0	58,2	63,0	66,5	67,5	66,9
zmiana	-	66,1%	20,9%	12,3%	12,0%	8,2%	5,7%	1,5%	-0,9%
marża EBITDA	7,2%	11,3%	12,8%	12,9%	13,3%	13,3%	13,3%	13,1%	12,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,0	10,0	10,0	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
EPS	1,3	1,3	2,2	2,7	2,8	3,1	3,3	3,4	3,4
CEPS	2,6	2,8	3,6	3,9	4,3	4,7	5,0	5,1	5,0
ROAE	18,4%	15,5%	26,6%	17,5%	15,2%	15,6%	15,6%	15,3%	14,7%
ROAA	5,4%	5,5%	8,4%	9,5%	9,0%	9,3%	9,5%	9,5%	9,2%

Bilans

(mln EUR)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	238,7	240,7	263,2	349,0	393,3	409,8	426,0	441,1	453,1
Majątek trwały	159,9	155,3	157,9	193,0	238,8	245,0	231,9	219,4	208,6
Wartość niematerialne i prawne	5,1	4,8	6,3	4,6	4,4	4,0	3,4	2,8	2,3
Rzeczowe aktywa trwałe	122,6	115,0	114,6	157,5	185,9	199,5	194,4	190,1	187,5
Wartość firmy	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	1,1	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Długoterminowe RM	30,1	33,8	34,7	28,7	46,3	39,3	32,0	24,3	16,7
Majątek obrotowy	78,9	85,4	105,3	156,0	154,5	164,8	194,1	221,7	244,5
Zapasy	43,7	46,3	53,8	60,2	66,3	72,2	77,1	80,1	82,4
Należności krótkoterminowe	20,4	22,9	25,9	31,4	37,3	43,0	48,0	50,8	52,7
Inwestycje krótkoterminowe	8,1	7,2	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Środki pieniężne	6,5	8,9	20,8	59,5	46,0	44,7	64,1	85,9	104,4
Krótkoterminowe RM	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

(mln EUR)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PASYWA	238,7	240,7	263,2	349,0	393,3	409,8	426,0	441,1	453,1
Kapitał własny	70,4	85,4	83,4	190,6	231,8	245,5	259,5	273,5	284,7
Kapitał akcyjny	10,0	10,0	10,0	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Kapitał zapasowy	37,5	46,3	114,9	177,7	177,7	177,7	177,7	177,7	177,7
Pozostałe kapitały rezerwowe	0,0	0,0	0,0	24,7	24,7	24,7	24,7	24,7	24,7
Zysk z lat ubiegłych	22,9	29,0	-41,5	-18,3	5,3	26,0	47,4	69,0	87,8
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	82,1	60,7	89,7	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0
Dług	79,8	58,1	72,8	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1	48,1
Zobowiązania handlowe	2,3	2,6	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Zobowiązania krótkoterminowe	85,5	93,9	89,6	92,9	95,9	98,7	100,8	101,9	102,7
Zobowiązania handlowe	62,7	64,1	51,5	54,8	57,9	60,6	62,7	63,9	64,6
Dług	22,8	29,8	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1
Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Dług	102,5	87,9	110,9	86,2	86,2	86,2	86,2	86,2	86,2
Dług netto	96,0	79,0	90,1	26,6	40,1	41,5	22,0	0,3	-18,3
(Dług netto / Kapitał własny)	136,4%	92,5%	108,0%	14,0%	17,3%	16,9%	8,5%	0,1%	-6,4%
(Dług netto / EBITDA)	4,2	2,1	1,9	0,5	0,7	0,7	0,3	0,0	-0,3
BVPS	7,0	8,5	8,3	15,3	18,6	19,7	20,8	21,9	22,8

Przepływy pieniężne

(mln EUR)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	13,6	19,6	23,8	48,4	48,9	53,7	58,3	62,3	62,9
Zysk netto	13,0	13,2	22,2	33,3	35,2	38,3	40,6	41,9	41,9
Amortyzacja	12,9	14,7	14,2	15,5	18,8	20,4	21,7	21,4	20,8
Kapitał obrotowy	-17,0	-13,1	-15,1	-8,5	-8,9	-8,8	-7,7	-4,7	-3,5
Pozostałe	4,7	4,8	2,5	8,2	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Przepływy inwestycyjne	-8,3	-7,4	-14,5	-57,5	-46,9	-33,6	-15,9	-16,5	-17,5
CAPEX	-7,5	-6,9	-13,4	-57,5	-46,9	-33,6	-15,9	-16,5	-17,5
Inwestycje kapitałowe	-0,7	-0,5	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-4,9	-9,8	2,5	47,9	-15,5	-21,5	-23,0	-24,1	-26,9
Dług	-6,3	-11,5	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-14,6	-7,2	0,0	-10,0	-11,6	-17,6	-19,1	-20,3	-23,0
Pozostałe	16,0	8,8	0,0	57,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,8	-3,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	0,4	2,4	11,9	38,8	-13,5	-1,3	19,4	21,7	18,6
Środki pieniężne na koniec okresu	6,5	8,9	20,8	59,5	46,0	44,7	64,1	85,9	104,4
DPS (EUR)	1,46	0,72	0,00	0,80	0,93	1,41	1,53	1,63	1,84
FCF	-1,9	23,5	18,2	-14,4	2,0	20,2	42,5	45,9	45,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-2,4%	-2,0%	-3,7%	-14,3%	-10,7%	-7,1%	-3,2%	-3,2%	-3,3%

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
P/E	21,7	21,3	12,7	10,6	10,0	9,2	8,7	8,4	8,4
P/CE	10,9	10,1	7,7	7,2	6,5	6,0	5,7	5,6	5,6
P/BV	4,0	3,3	3,4	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
P/S	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
FCF/EV	-0,5%	6,5%	4,9%	-3,8%	0,5%	5,1%	11,4%	13,0%	13,6%
EV/EBITDA	16,4	9,4	8,0	7,3	6,7	6,2	5,6	5,2	5,0
EV/EBIT	37,3	15,3	11,6	10,4	9,9	9,2	8,3	7,6	7,2
EV/S	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
CFO/EBITDA	59%	51%	52%	93%	84%	85%	88%	92%	94%
Dywidend	5,2%	2,5%	0,0%	2,8%	3,3%	5,0%	5,4%	5,8%	6,5%
Cena (EUR)	28,19	28,19	28,19	28,19	28,19	28,19	28,19	28,19	28,19
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	10,0	10,0	10,0	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
MC (mln EUR)	281,9	281,9	281,9	351,8	351,8	351,8	351,8	351,8	351,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln EUR)	377,9	360,9	372,0	378,4	391,9	393,2	373,8	352,1	333,5

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 Maklerskiego mBanku S.A.

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

KUPIJ - 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, 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.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki UNIWHEELS AG.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl