

poniedziałek, 8 czerwca 2020 | komentarz specjalny

## Boryszew – Trudny rok, kowenanty zagrożone

Rekomendacja: niedoważaj | cena bieżąca: 3,59 PLN

**BRS PW; BRS.WA | Przemysł, Polska**

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Po słabszych od oczekiwań wynikach za 4Q'19 (oczyszczona EBITDA -50% vs. oczekiwania, -150 mln PLN straty netto) aktualizujemy w dół nasze całoroczne prognozy dla Grupy Boryszew (EBITDA -13% vs. dotychczasowe prognozy) ze względu na słabsze niż dotychczas zakładaliśmy wyniki w segmentach Automotive i Metali. Oczekujemy, że na koniec roku dług netto do EBITDA wzrośnie do 5,1x, a Grupa już w IH'20 złamie kowenanty bankowe. Ratunkiem dla tego scenariusza mogłaby być sprzedaż aktywów Huty Aluminium Konin, ale zważając na 10% r/r spadek EBITDA potencjalnego kupca (Granges) w

1Q'20 i wzrost jego relacji długu netto do EBITDA do 2,8x, możliwe, że zainteresowanie przejęciem HAK zmaleje. Według naszych szacunków, jeśli dynamika spadku wyników Granges w kolejnych kwartałach będzie zbliżona jak w 1Q'20, to w całym roku dług netto po przejęciu HAK wzrośnie do 4,0x. Naszym zdaniem w obliczu oczekiwanego spowolnienia gospodarczego ryzyka wokół sprzedaży HAK narastają, czego efektem będzie utrzymujące się wysokie zadłużenie Boryszew, możliwa sprzedaż niektórych aktywów oraz ratunkowa emisja akcji. Podtrzymujemy zalecenie niedoważaj dla Grupy Boryszew.

### Wyniki i prognozy mBanku dla Grupy Boryszew oraz zmiana bieżących prognoz

#### Rachunek zysków i strat

| (mln PLN)              | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprz.     | 6 100 | 6 260 | 5 239 | 5 585 | 5 699 |
| Chemia                 | 292   | 253   | 244   | 256   | 253   |
| Automotive             | 1 899 | 1 777 | 1 584 | 1 650 | 1 624 |
| Metale                 | 3 683 | 4 020 | 3 410 | 3 679 | 3 822 |
| Koszty zarządu         | 270   | 286   | 266   | 272   | 268   |
| Koszty sprzedaży       | 149   | 144   | 128   | 138   | 138   |
| Poz. dział. operacyjna | 4     | 89    | 0     | 0     | 0     |
| EBIT                   | 230   | 210   | 76    | 142   | 147   |
| marża %                | 3,8%  | 3,4%  | 1,4%  | 2,6%  | 2,6%  |
| EBITDA                 | 379   | 414   | 276   | 353   | 371   |
| marża %                | 6,2%  | 6,6%  | 5,3%  | 6,3%  | 6,5%  |
| Wynik netto            | -99   | 21    | 78    | 83    | 127   |
| Mniejszości            | 69    | -11   | 8     | 11    | 11    |
| Wynik netto (jedn.)    | 71    | -88   | 13    | 67    | 72    |

#### Przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Przepływy operacyjne   | 208  | 455  | 411   | 274   | 289   |
| Amortyzacja            | 149  | 203  | 200   | 210   | 224   |
| Kapitał obrotowy       | -84  | 202  | 150   | -63   | -27   |
| Przepływy inw.         | -287 | -539 | -170  | -232  | -264  |
| CAPEX                  | -137 | -676 | -170  | -232  | -264  |
| Przepływy finansowe    | -6   | 148  | -200  | -146  | -45   |
| Dług                   | 119  | 173  | -150  | -100  | 0     |
| Dywidendy              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Odsetki od długu       | -43  | -61  | -52   | -48   | -47   |
| Zmiana stanu śr. pien. | -86  | 65   | 42    | -104  | -20   |
| ŚP na koniec okr.      | 130  | 195  | 237   | 132   | 112   |
| DPS (PLN)              | 0,00 | 0,00 | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| FCF                    | -86  | 65   | 42    | -104  | -20   |

#### Zmiana prognoz

|            | 2020P  | 2021P | 2022P   |
|------------|--------|-------|---------|
| Przychody  | -8,9%  | -6,1% | -6,4%   |
| EBITDA     | -12,7% | -9,4% | -9,6%   |
| Zysk netto | -      | -2,2% | -9,4%   |
| DPS        | -      | -     | -100,0% |
| Dług netto | -9,5%  | -9,0% | -4,4%   |

\*Wskaźniki skorygowane bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych i akcji własnych

#### Bilans

| (mln PLN)               | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa                  | 4 237 | 4 788 | 4 466 | 4 495 | 4 515 |
| Aktywa trwałe           | 2 115 | 2 466 | 2 451 | 2 474 | 2 478 |
| Wartość firmy           | 23    | 23    | 23    | 23    | 23    |
| Majątek obrotowy        | 2 122 | 2 323 | 2 015 | 2 021 | 2 037 |
| Zapasy                  | 1 040 | 1 223 | 1 023 | 1 091 | 1 113 |
| Nal. krótkoterminowe    | 664   | 755   | 632   | 674   | 687   |
| Środki pieniężne        | 138   | 220   | 237   | 132   | 112   |
| Kapitał własny          | 1 216 | 1 347 | 1 359 | 1 427 | 1 498 |
| Udziały mniejszości     | 579   | 189   | 197   | 207   | 218   |
| Zob. długoterminowe     | 580   | 975   | 825   | 725   | 725   |
| Zob. krótkoterminowe    | 1 580 | 1 974 | 1 804 | 1 850 | 1 859 |
| Dług                    | 1 287 | 1 806 | 1 656 | 1 556 | 1 556 |
| Dług netto              | 1 149 | 1 586 | 1 419 | 1 424 | 1 444 |
| (Dług netto / Kap. wł.) | 94%   | 118%  | 104%  | 100%  | 96%   |
| (Dług netto / EBITDA)   | 3,0   | 3,8   | 5,1   | 4,0   | 3,9   |

#### Wskaźniki

|                    | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E                | 12,1  | -9,8  | 66,5  | 12,8  | 12,0  |
| P/E skor.*         | 13,6  | 21,1  | 56,0  | 10,8  | 10,1  |
| P/(BV-goodwill)    | 0,7   | 0,7   | 0,6   | 0,6   | 0,6   |
| FCF/EV             | 5,0%  | 29,0% | 11,0% | 1,7%  | 2,7%  |
| EV/EBITDA          | 6,8   | 6,4   | 9,0   | 7,1   | 6,8   |
| EV/EBITDA skor.*   | 6,6   | 7,0   | 8,5   | 6,7   | 6,4   |
| CFO/EBITDA         | 55%   | 110%  | 149%  | 78%   | 78%   |
| DYield             | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Cena (PLN)         | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 3,6   |
| Liczba akcji (mln) | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   |
| Akcje własne (mln) | 32    | 38    | 38    | 38    | 38    |
| MC (mln PLN)       | 862   | 862   | 862   | 862   | 862   |
| EV (mln PLN)       | 2 589 | 2 636 | 2 478 | 2 492 | 2 523 |

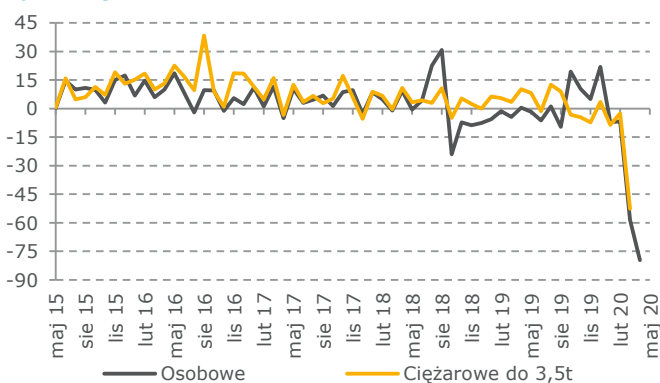
#### Zmiana prognoz

|                  | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|------------------|--------|--------|--------|
| Przychody Automc | -4,1%  | -4,6%  | -6,4%  |
| Przychody Metale | -10,4% | -6,3%  | -9,6%  |
| Przychody Chemia | -17,0% | -12,2% | -9,4%  |
| EBITDA Automoti' | -59,7% | -43,1% | -38,6% |
| EBITDA Metale    | -4,6%  | -3,1%  | -5,3%  |
| EBITDA Chemia    | +38,3% | +93,1% | +83,4% |

### Niesprzyjające otoczenie w Automotive

**Mocne wyhamowanie sprzedaży samochodów w Europie** (III'20 -58% r/r; IV'20 -79% r/r) negatywnie przełożyło się na obroty poddostawców sektora motoryzacyjnego. **Pod koniec III'20 wszystkie fabryki Grupy Boryszew zostały zamknięte**, a w maju produkcja powróciła, ale na wyraźnie niższych r/r poziomach. Kryzys w branży motoryzacyjnej negatywnie przełożył się na segment plastików dla motoryzacji (BAP) oraz produkcję przewodów klimatyzacyjnych (Maflow). Spowolnienie odczuły również produkujący stopy ołowiu Baterpol oraz Huta Oława (tlenki cynku dla producentów opon). Naszym zdaniem spowolnienie odczuć może w IH'20 również FŁT Polska (łożyska) ze względu na problemy z dostawami z Chin oraz Huta Aluminium Konin, która dostarcza blachy aluminiowe dla poddostawców Automotive (np. Valeo).

### Dynamika sprzedaży samochodów osobowych i ciężarowych w EU



Źródło: mBank, Bloomberg

Jak na razie **Państwa Unii Europejskiej niechętnie podchodzą do pomysłów szerokich dopłat do sprzedawanych samochodów osobowych**. Dotychczas program dotowania zakupu nowych aut ogłosiły Niemcy, ale obejmuje on jedynie samochody elektryczne o wartości do 40 tys. EUR (w wysokości 6 tys. EUR). W związku z tym, prawdopodobnie obecnie program obejmie dostępne w ofercie modele KIA, VW i Peugeot, natomiast modele BMW, Daimler, Audi i Tesla będą zbyt drogie by uzyskać rekompensatę. Również jak dotychczas, **Komisja Europejska, jak na razie wbrew spekulacjom, nie zrezygnowała z planu wdrożenia nowych niższych limitów CO<sub>2</sub> dla samochodów sprzedawanych w Europie**. Po propozycji Rządu Niemiec o wprowadzeniu przepisów zmuszających wszystkie stacje do instalacji urządzeń ładujących samochody elektryczne można oczekiwać, że polityka sprzedaży „czystych” samochodów w UE będzie utrzymana i szanse na poluzowanie restrykcji dla producentów samochodów maleją. Tym samym poddostawcy koncernów samochodowych nie będą mogli liczyć na znaczącą pomoc od już poszkodowanych producentów samochodów, którzy muszą ponieść konsekwencje niższej sprzedaży oraz koszty wprowadzania elektrycznych rozwiązań do samochodów.

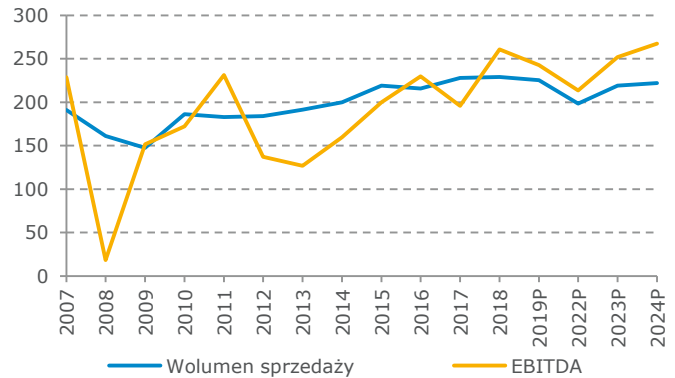
### Metale pod presją, ale lepiej niż pozostałe segmenty

**Segment metali** w Grupie Aluminium Konin jest pewnego rodzaju papierkiem lakmusowym na koniunkturę w gospodarce.

**Odbiorcami produktów** poza branżą budowlaną (blachy aluminiowe dla budownictwa, blachy cynkowe, elementy mosiężne i miedziane, rury stalowe bez szwu) jest również **przemysł motoryzacyjny** (blachy aluminiowe dla motoryzacji, stopy ołowiu dla producentów akumulatorów,

tlenki ołowiu dla producentów opon), czy **energetyka** (rury miedziane i mosiężne dla elektrowni, walcówka aluminiowa dla przewodów naziemnych) i szeroko pojęty przemysł (blachy aluminiowe dla przemysłu opakowaniowego i elektroniki, elementy aluminiowe i miedziane dla producentów AGD i krążki monetarne).

### Wolumen sprzedaży Grupy Impexmetal oraz EBITDA w latach 2007-2024P



Źródło: mBank, Impexmetal

Spadek aktywności gospodarczej w Polsce i Europie w 2020 roku naszym zdaniem negatywnie przełoży się na wolumeny i marże segmentu metali. W naszych prognozach **zakładamy, że wolumen sprzedaży segmentu metali spadnie o 12% r/r** do 226 tys. ton i odnotuje 10% r/r wzrost w 2021 roku do 250 tys. ton (w 2019 roku segment metali osiągnął wolumen na poziomie 256 tys. ton). Wraz z niższymi cenami metali kolorowych zakładamy, że **przychody segmentu spadną w 2020 roku o 15% r/r** do 3,4 mld PLN, a **EBITDA o 32% r/r** do 221 mln PLN (w rzeczywistości oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA będzie spadać o 9% r/r).

### Czy sprzedaż Huty w Koninie się powiedzie?

Obecnie według nas **największym wyzwaniem Grupy jest wysokie zadłużenie** (prawie 1,6 mld PLN z MSSF 14 na koniec 2019 roku; 1,4 mld PLN bez MSSF 14), które na koniec 2019 roku było na poziomie 3,5xEBITDA, czyli praktycznie na poziomie kowenantów określonych w umowach bankowych.

Grupa Boryszew jest obecnie **w procesie sprzedaży aktywów Huty Aluminium Konin za kwotę 938 mln PLN (EV)**. Według naszych szacunków EBITDA Huty w 2019 roku wyniosła nieco ponad 150 mln PLN, a w 2020 roku spadnie do 129 mln PLN (Boryszew nie publikuje oddzielnych danych dla poszczególnych firm Grupy Impexmetal). Zakładając zadłużenie netto HAK na poziomie około 200 mln PLN, wskaźnik przejęcia **EV/EBITDA dla HAK** według wstępnej umowy z Granges wynosi **6,2x dla 2019 roku i 7,3x dla 2020 roku**. Obecnie Granges jest notowany na wskaźniku EV/EBITDA'20 około 7,4x, więc **przejęcie według naszych prognoz nie ma wartości dodanej dla akcjonariuszy szwedzkiej spółki**. Dodatkowo Granges jest również **raczej wyraźnie zadłużoną Spółką** (2,8xEBITDA'12m na koniec 1Q'20), a w samym 1Q'20 spółka odczuła 10% r/r spadek oczyszczonej EBITDA przy 1% r/r spadku wolumenu sprzedaży (warto zwrócić uwagę, że wolumen w Azji i Europie spadła o 17% r/r, co było rekompensowane przez wzrost sprzedaży w Ameryce o 9% r/r).

Według naszych szacunków, jeżeli dynamika spadku EBITDA Granges w pozostałych kwartałach 2020 roku będzie zbliżona do 1Q'20, to **po zakupie aktywów Huty Aluminium Konin dług netto do EBITDA Granges na koniec 2020 roku (pro forma uwzględniając wyniki przejętej spółki) wzrośnie do**

**4,0x**, co naszym zdaniem w okresie spowolnienia gospodarczego jest wysokim poziomem. **Pytaniem zasadnym więc wydaje się, czy cena określona w umowie przedwstępnej (938 mln PLN) jest akceptowalna przez kupującego i czy w obliczu spowolnienia gospodarczego kupujący nie odstąpi od zakupu aktywów.**

Jeśli nawet **transakcja doszłaby do skutku**, to według naszych szacunków **EBITDA w 2021 roku spadnie o 24% r/r** do poziomu 209 mln PLN, a **dług netto obniży się do 507 mln PLN** (2,4xEBITDA). Po sprzedaży aktywów Automotive Boryszew notowany będzie przy bieżącej cenie na poziomie **35x P/E i 6,9x EV/EBITDA**. Działalność spółki wówczas będzie oparta w zdecydowanej mierze na bardziej cykliczną produkcję komponentów do motoryzacji. Warto również zwrócić uwagę, że w okresie nawet skrajnej dekonunktury Huta Aluminium Konin dostarczała stabilnych przepływów gotówki z działalności operacyjnej. Z punktu widzenia wyceny warto odnotować, że poddostawcy Automotive zwykle notowani są na wskaźnikach niż spółki przemysłowe (5-6EV/EBITDA) z uwagi na niską siłę przetargową jeśli chodzi o zmianę cen i dużą cykliczność wyników uzależnioną od ilości sprzedanych nowych samochodów.

Przy okazji złożenia wstępnej oferty na zakup aktywów Huty Aluminium Konin pojawiły się na rynku spekulacje, że po sprzedaży główny właściciel mógłby być zainteresowany skupieniem pozostałych akcji Boryszew i zdjęciem Spółki z giełdy. My **sceptycznie podchodzimy do koncepcji wezwania na wszystkie akcje Boryszew**, oceniając taki scenariusz na mało prawdopodobny. Aby to zrealizować główny akcjonariusz (Roman Karkosik) musiałby przy bieżącym kursie wydać **ponad 300 mln PLN na wykup 35% akcjonariuszy mniejszościowych** (co przy niskim kursie mogłoby nie wystarczyć, aby wezwanie się powiodło). Niestety również w takim scenariuszu zadłużenie netto Spółki rośnie do ponad 800 mln PLN na koniec 2021 roku, czyli blisko 4x EBITDA (3,9x), przekraczając poziom bieżących kowenantów.

#### Prognoza wyników Grupy Boryszew w scenariuszu sprzedaży Huty Aluminium Konin w końcu 2020 r.

| (mln PLN)             | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprz.    | 6 100 | 6 260 | 5 239 | 4 517 | 4 526 |
| EBITDA                | 379   | 414   | 276   | 209   | 225   |
| marża %               | 6,2%  | 6,6%  | 5,3%  | 4,6%  | 5,0%  |
| Wynik netto           | 71    | -88   | 13    | 21    | 33    |
| Dług netto            | 1 149 | 1 586 | 1 419 | 507   | 503   |
| (Dług netto / EBITDA) | 3,0   | 3,8   | 5,1   | 2,4   | 2,2   |
| P/E skor.             | 13,6  | 21,1  | 56,0  | 35,2  | 22,3  |
| EV/EBITDA skor.       | 6,6   | 7,0   | 8,5   | 6,9   | 6,4   |

Źródło: mBank

#### Słabe wyniki w 2019 roku

**Przychody Grupy Boryszew** w 4Q'19 były o 7% niższe niż się spodziewaliśmy i 4% r/r wyższe. Niższa sprzedaż miała miejsce w segmencie produktów chemicznych (-12% w stosunku do naszych oczekiwań i -24% r/r) i w segmencie motoryzacyjnym (-6% w stosunku do naszych oczekiwań i -9% r/r). Tylko segment metali zrealizował sprzedaż zgodnie z naszą prognozą.

**EBITDA** w 4Q'19 była o 7% niższa niż oczekiwaliśmy i o 38% r/r wyższa. Warto wspomnieć o wysokim wkładzie pozostałego zysku operacyjnego netto (+55,9 mln PLN), którego główna część (50 mln PLN) była spowodowana przeszacowaniem wartości sprzedawanej działki w Koninie. Normalizując wyniki o ten efekt, EBITDA byłaby znacznie niższa, niż szacowaliśmy.

Na poziomie EBITDA **wszystkie segmenty osiągnęły wyniki niższe niż oczekiwaliśmy**. Warto wspomnieć o **stracie EBITDA w segmencie motoryzacyjnym** na poziomie -21 mln PLN i słabych wynikach w metalach (bez efektu na sprzedaży nieruchomości EBITDA wyniosła zaledwie 50 mln PLN vs. oczekiwane 74 mln PLN).

**Zysk netto** wyniósł -150 mln PLN, głównie z powodu utraty wartości (180 mln PLN) aktywów Alchemia, które zostały zakupione w 2019 roku.

**OCF** w 4Q'19 wyniósł 24 mln PLN vs. 109 w 4Q'18. **Zadłużenie netto** zmniejszyło się w ciągu kwartału o 8 mln PLN i wyniosło 1,4 mld PLN. Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 3,5x na koniec roku 2019 i był na poziomie kowenantów bankowych. Bez innych zysków operacyjnych netto, dług netto do EBITDA osiągnąłby poziom 4,4x na koniec roku.

#### Wyniki Boryszew w 4Q'19 względem oczekiwań mBanku

| (mln PLN)    | 4Q'19   | 4Q'18   | r/r   | 4Q'19P  | różnica |
|--------------|---------|---------|-------|---------|---------|
| Przychody    | 1 471,3 | 1 413,3 | 4,1%  | 1 583,4 | -7,1%   |
| EBITDA       | 93,0    | 67,3    | 38,2% | 99,5    | -6,5%   |
| marża EBITDA | 6,3%    | 4,8%    |       | 6,3%    |         |
| EBIT         | 31,8    | 29,3    | 8,6%  | 46,9    | -32,1%  |
| Zysk netto   | -149,9  | -27,1   | -     | 20,6    | -       |

Źródło: mBank, Boryszew

**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  
**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  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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 obiektywności na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank 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.

Investowanie 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.

mBank 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 8 czerwca 2020 o godzinie 08:20. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 8 czerwca 2020 o godzinie 08:20.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank 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 Biurze maklerskim mBanku 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**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.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**
**Boryszew**

| rekomendacja             | niedoważaj | niedoważaj | równoważ   | równoważ   | niedoważaj | niedoważaj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-04-01 | 2020-01-30 | 2019-12-05 | 2019-10-30 | 2019-09-20 | 2019-07-26 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 3,74       | 4,54       | 4,09       | 4,29       | 4,54       | 4,49       |

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)