

wtorek, 12 stycznia 2021 | komentarz specjalny

Kruszwica: Wezwanie na akcje

Rekomendacja: niedoważaj | cena bieżąca: 66,30 PLN

KSW PW; KSW.WA | Przemysł spożywczy, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

W grudniu (9 XII) główny udziałowiec Grupy Kruszwica ogłosił wezwanie na 8,2 mln akcji spółki zależnej po 66,30 PLN/akcja celem zwiększenia zaangażowania do 100% i zdjęcia Spółki z giełdy. Naszym zdaniem za sprzedażą akcji w wezwaniu przemawia obserwowany w ostatnich latach spadek arealu uprawy rzepaku w Polsce i Unii Europejskiej (w Polsce -15% w ciągu 5-ciu ostatnich lat; ryzyko deficytu nasion oleistych w przyszłości przy niższych zbiorach z hektara), oczekiwany spadek importu rzepaku z Ukrainy (w 2020 roku zmienił się reżim VAT dla handlarzy rzepaku w związku z czym istnieje ryzyko spadku eksportu rzepaku z Ukrainy), czy ryzyko ograniczenia polityki dywidendowej (w szczególności w przypadku jeśli kontrolowany przez Pana Jerzego Staraka Windstorm Trading & Investments Limited zdecydowałby się na sprzedaż akcji w wezwaniu – obecnie ma wpływ na kształtowanie strategii poprzez powoływanych członków rady nadzorczej). Wśród argumentów za pozostaniem w akcjonariacie warto wymienić bardzo dobre tegoroczne otoczenie w tłoczeniu ziaren rzepaku w Polsce (zbiory w 2020 roku najwyższe od 2017 roku; marże najwyższe od 2013-2014 roku, ceny olejów wyraźnie w górę), ugruntowana pozycja na rynku polskim (Bunge i Archer Daniels Midland według naszych szacunków kontrolują 80% rynku tłoczenia rzepaku, a możliwości zbiorów nie przemawiają za logiką wzrostu mocy przetwórczych w kraju), oraz profil dywidendowy firmy (ze względu na mocną pozycję na rynku i brak znaczących planów rozwojowych Kruszwica w ostatnich latach stabilnie przeznaczała 50-75% wyniku netto na dywidendę). Obecnie na cenie z wezwania (66,30 PLN) przy naszych prognozach Grupa Kruszwica notowania jest na wskaźnikach P/E'21 13,6x oraz EV/EBITDA'21 7,8x (EV/EBITDA'21 8,7x z uwzględnieniem faktoringu), co raczej jest wysokim poziomem porównując z innymi pokrywanymi przez nas spółkami przemysłowymi (mediana P/E'21 10,9x oraz EV/EBITDA'21 6,5x). Premia w wycenie naszym zdaniem uwzględnia silną pozycję Kruszwicy na krajowym rynku, szczerą dotychczasową politykę dywidendową oraz tegoroczne korzystne otoczenie. Kruszwica była jednym z naszych top-pick z sektora przemysłu na 2020 roku osiągając 48% stopę zwrotu (uwzględniając wypłaconą dywidendę). Biorąc pod uwagę możliwe ryzyka oraz szansę zrealizowania zysków w formie odpowiedzi na wezwanie rekomendowalibyśmy wzięcie udziału w ogłoszonej przez Bunge ofercie zakupu akcji. Obniżamy dlatego nasze pozycjonowanie do niedoważaj (wcześniej równoważ), a dotychczasowe prognozy pozostawiamy bez zmian.

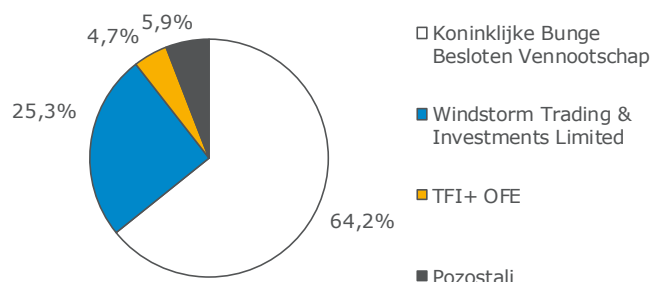
Wezwanie na akcje

Holenderski koncern Koninklijke Bunge w pierwszej połowie grudnia ogłosił wezwanie na akcje Kruszwicy, w związku z zamiarem objęcia 100% udziałów. Największy udziałowiec nie wyklucza wycofania spółki z obrotu na GPW. Koncern z siedzibą w Rotterdamie wzywa do **sprzedaży ponad 8,2 mln akcji** Zakładów Tłuszczowych "Kruszwica", stanowiących **35,78% ogólnej liczby głosów**.

Cena, po której będą nabywane akcje to 66,30 PLN (22% premii do średniej 3-miesięcznej i 17% premii do średniej 6-miesięcznej). Przyjmowanie zapisów rozpoczęło się 31 grudnia 2020 r., a ich zakończenie planowane jest na **29 stycznia 2021 r.**

Koninklijke Bunge jest głównym akcjonariuszem Kruszwicy i posiada obecnie **64,22% udziałów**. Kolejnym największym udziałowcem jest **Windstorm Trading & Investments Limited z 25,3% udziałów**, pośrednio kontrolowana przez pana Jerzego Staraka – większościowego właściciela Polpharmy i Herbapolu Lublin. Pozostała część akcjonariatu to jedynie 10,5%, z czego na TFI i OFE przypada 4,7%.

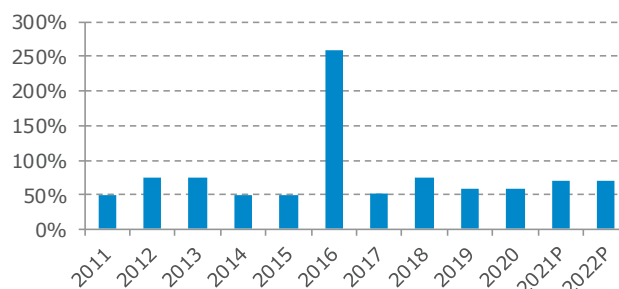
Struktura akcjonariatu Kruszwica (%)



Źródło: mBank

Struktura akcjonariatu implikuje, że decydujący głos w tym, czy wezwanie się powiedzie będzie miał głos kontrolującego Windstorm Trading & Investments Limited Jerzego Staraka. W radzie nadzorczej Kruszwica zasiada obecny Prezes kontrolowanej przez pana Jerzego Staraka spółki Polpharma, więc akcjonariusz ma pewien wpływ na strategię ZT Kruszwica oraz dbanie o interesy udziałów mniejszościowych. W scenariuszu, gdyby Windstorm Trading & Investments Limited zdecydował się na sprzedaż akcji w wezwaniu, a pozostali mniejszościowi akcjonariusze zachowaliby akcje wówczas pojawia się pytanie, czy Kruszwica będzie kontynuować politykę dywidendową oraz czy równie jak dotychczas przestrzegać będzie zasad *corporate governance*. Jak dotychczas Kruszwica bez wyjątku dzieliła się zyskiem z akcjonariuszami w związku z czym przyciągała inwestorów o profilu dywidendowym.

Proporcja wypłacanego zysku netto akcjonariuszom

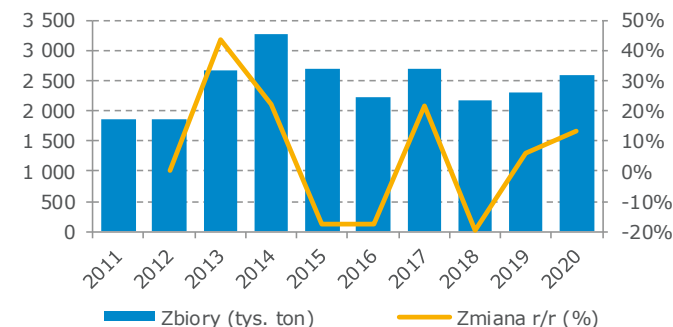


Źródło: Kruszwica, prognozy mBank

Dobre zbiory w Polsce i wzrosty cen olejów roślinnych

W Polsce zbiory rzepaku w 2020 roku sięgnęły 2,6 mln ton i były o 13% r/r wyższe oraz **najwyższe od 2017 roku**. Obfite plony, to efekt łagodnej zimy (brak istotnych przymrozków), co pozwoliło na osiągnięcie najwyższego od 2014 roku zbioru z hektara. W efekcie z samej tylko krajowej produkcji plony pozwalają na obłożenie około 76% dostępnych mocy przetwórczych w kraju, co stanowi najlepszy wynik od 2017 roku (wówczas 79%).

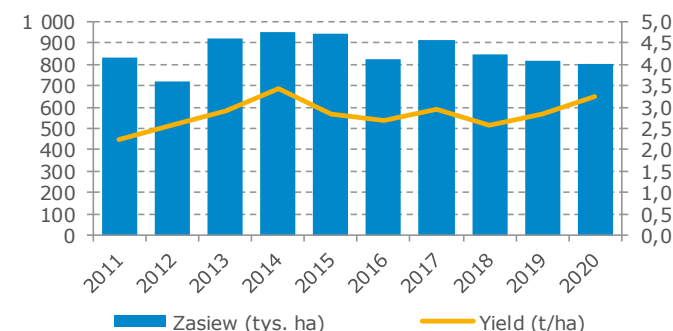
Wielkość zbiorów rzepaku w Polsce oraz dynamika jej zmian r/r



Źródło: GUS, mBank

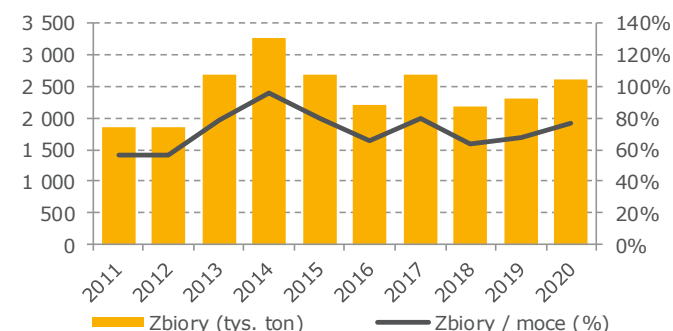
Niekorzystnym trendem na rynku krajowym w ostatnich latach jest jednak **trwały spadek areálu zasiewu rzepakiem** (w 2020 roku 800 tys. ha, a jeszcze w 2015 roku było to 947 tys. ha). W przyszłości przy mniej obfitych zbiorach z hektara możliwe jest, że produkcja rzepaku w Polsce spadnie w okolice 2 mln ton, co stanowiłoby duże wyzwanie dla producentów oleju rzepakowego w kontekście poszukiwania surowca do przerobu.

Zasiew oraz średnie zbiory z hektara rzepaku w Polsce



Źródło: GUS, mBank

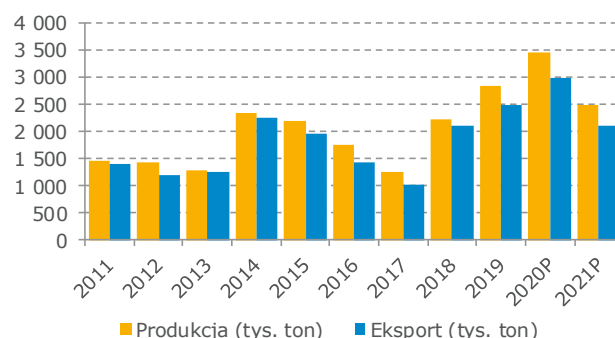
Wielkość zbiorów rzepaku w Polsce w relacji do zainstalowanych mocy



Źródło: GUS, mBank

Kolejnym czynnikiem z którym w dłuższym terminie będą się musieli zmierzyć polscy przetwórcy rzepaku to **trudności związane z importem surowca z Ukrainy**. Od 2020 roku handlarze na Ukrainie nie uzyskują zwrotu nadpłaconego podatku VAT od zboża będącego przedmiotem sprzedaży zagranicznej. To powoduje trudności w odzyskiwaniu VAT dla małych producentów rolnych, którzy sami nie są w stanie fizycznie sprzedać towaru za granicę i realnie borykają się z niższymi cenami. Efektem zmian w ukraińskim prawie jest **spadek eksportu rzepaku**, w tym również do Polski. O ile Grupa Kruszewica nie kupuje rzepaku bezpośrednio z Ukrainy, to w przyszłości brak importu z tego kraju może negatywnie przekładać się na bilans uprawy i wyższe ceny.

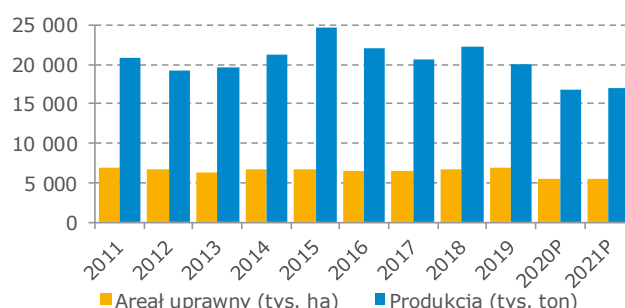
Produkcja rzepaku na Ukrainie oraz jego eksport



Źródło: USDA, mBank

O ile rok 2020 był bardzo udany pod względem produkcji rzepaku w Polsce, to **sytuacja była dużo mniej optymistyczna w całej Unii Europejskiej**. W 28 europejskich krajach **w 2020 roku areál uprawny rzepaku spadł o 21% r/r** do 5,6 mln ha i był najniższy od 2017 roku. Prognozy USDA na 2021 rok zakładają kolejny spadek do poniżej 5,5 mln ha. **Produkcja rzepaku w 2020 roku wyniosła 16,9 mln ton** i była o 16% r/r niższa na wieloletnim minimum.

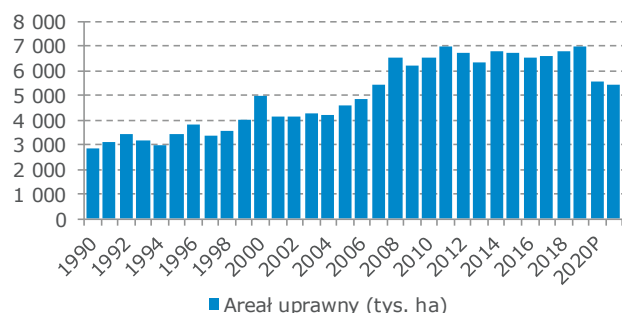
Areál uprawny oraz produkcja rzepaku w Unii Europejskiej (UE-28)



Źródło: USDA, mBank

Podobnie jak w przypadku rynku polskiego również w **Unii Europejskiej** głównym problemem dla przetwórców rzepaku jest obserwowany **spadek areálu rzepaku**. Jak wspomnieliśmy wyżej prognozy USDA na 2021 rok zakładają dalszy spadek areálu w Europie, co może w dłuższym terminie być wyzwaniem dla przetwórców i wywierać presję na osiągnięte przez nich marże przerobowe.

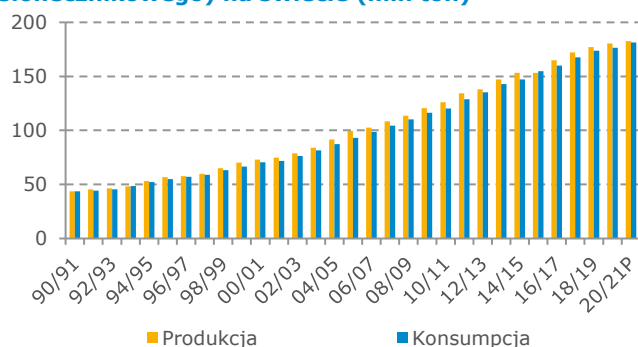
Areał uprawny oraz produkcja rzepaku w Unii Europejskiej (UE-28)



Źródło: USDA, mBank

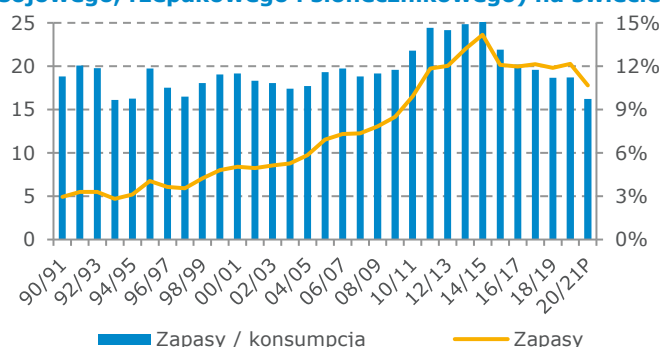
Według szacunków USDA w bieżącym sezonie (2020/21) **produkcja czterech podstawowych olejów roślinnych** (palmowego, sojowego, rzepakowego i słonecznikowego) wzrośnie o 1% r/r do 182,6 mln ton, a konsumpcja o 2,8% r/r do 181,6 mln ton. Tym samym nadwyżka produkcji nad konsumpcją będzie globalnie na poziomie 1,0 mln ton, co stanowi najniższy poziom od 2016 roku. W efekcie również **zapasy olejów na koniec sezonu 2020/21 spadną do 17,8 mln ton i będą nominalnie na najniższym poziomie od 2011 roku**. Sytuacja będzie według USDA jeszcze bardziej napięta pod względem wielkości zapasów do bieżącej konsumpcji – 9,7%, praktycznie najniższy poziom od początku lat 90-tych.

Produkcja i konsumpcja olejów roślinnych (palmowego, sojowego, rzepakowego i słonecznikowego) na świecie (mln ton)



Źródło: USDA, mBank

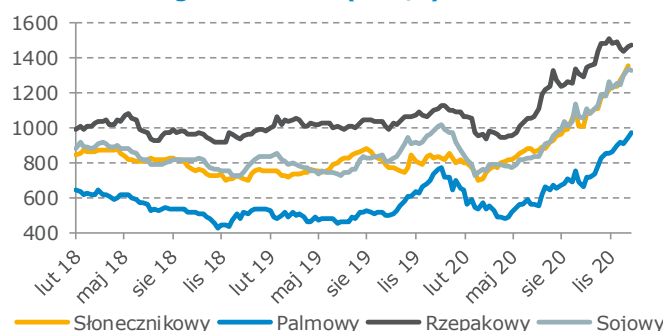
Poziom zapasów (LP; mln ton) oraz relacja zapasów do konsumpcji (PP; %) olejów roślinnych (palmowego, sojowego, rzepakowego i słonecznikowego) na świecie



Źródło: USDA, mBank

Perspektywa niższej niż w ostatnich latach nadprodukcji olejów roślinnych oraz zapasy w relacji do konsumpcji pozytywnie przekładają się na **ceny, które wyraźnie rosną od V'20**.

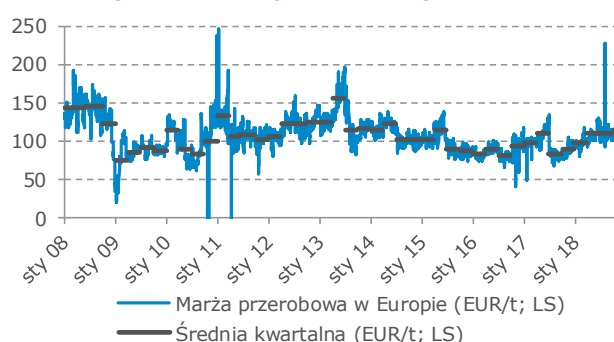
Ceny oleju palmowego, sojowego, rzepakowego i słonecznikowego na świecie (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

Mimo niższych zbiorów rzepaku w Europie w sezonie 2019/20 **marża na przerobie rzepaku w Europie** kształtują się na praktycznie **najwyższych poziomach od 2015 roku**.

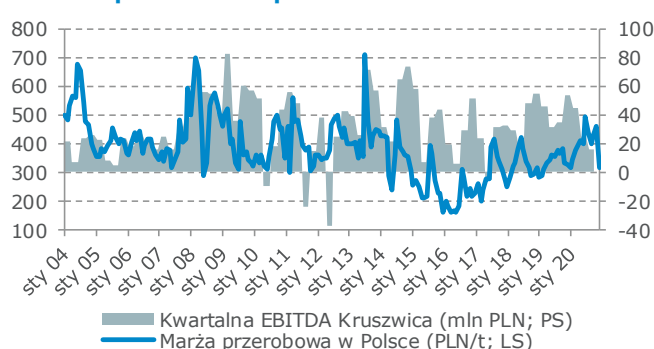
Marża na przerobie rzepaku w Europie



Źródło: Bloomberg, mBank

Bardziej optymistycznie wyglądają marże modelowe w Polsce (na bazie cen udostępnianych przez Ministerstwo Rolnictwa). Te w 2Q'20 i 3Q'20 dotarły do najwyższych poziomów od 2013/2014 roku. Warto zauważyć, że w tych latach Grupa Kruszwicka generowała po 190 mln PLN EBITDA rocznie. Marżom w kraju sprzyjają wspomniane wcześniej najwyższe zbiory rzepaku od 2017 roku. Marże (jak widać na wykresie poniżej) w listopadzie odnotowały spadek, ale zakładamy że jest to zdarzenie jednorazowe.

Marża na przerobie rzepaku w Polsce



Źródło: Kruszwicka, Ministerstwo Rolnictwa, mBank

Słabe wyniki 3Q'20 mimo dobrego otoczenia makro i poprawy wyników w Bunge

W 3Q'20 mimo wyższych r/r zbiorów rzepaku w Polsce **wolumen sprzedaży Grupy Kruszwica był o 2,5% r/r niższy. Negatywnie zaskoczyły marże Grupy**, które były niższe r/r oraz słabsze niż w dotkniętym przez COVID'19 2Q'20. Poziom wyników był rozczarowujący względem tych prezentowanych w tym okresie przez spółkę matkę. **W przypadku Bunge w 3Q'20 rezultaty zaskoczyły pozytywnie** – szczególnie w segmencie tłoczenia nasion oleistych (EBIT wzrósł 2,5x r/r). Zarząd Bunge przy wynikach chwalił się wzrostami marży na produkcji olejów roślinnych (szczególnie soi) w Południowej Afryce, Europie i Azji. Outlook prezentowany na konferencji Bunge był wspierający dla wyników kontrolowanej Kruszwicy, ale mimo to polska spółka zanotowała spadek wyników. W naszych prognozach zakładamy, że Kruszwica w 4Q'20 będzie korzystać z pozytywnych trendów na rynku rzepaku, a same rezultaty będą wyższe r/r (EBITDA, zysk netto +5% r/r).

Wyniki Grupy Kruszwica w 3Q'20

(mIn PLN)	3Q'20	3Q'19	r/r
Przychody	705,9	699,3	1%
EBITDA	16,0	34,5	-54%
marża EBITDA	2,3%	4,9%	
EBIT	8,4	27,4	-69%
Zysk netto	5,9	22,3	-73%

Źródło: mBank, Kruszwica

Skonsolidowany rachunek zysków i strat Grupy Kruszwica za lata 2013-2022P

(mIn PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cena akcji (PLN)	66,30	66,30	66,30	66,30	66,30	66,30	66,30	66,30	66,30	66,30
P/E (x)	14,3	12,7	16,0	14,1	37,5	15,3	14,1	16,9	13,6	14,5
EV/EBITDA (x)	9,0	7,4	8,6	8,8	18,5	8,7	8,7	9,6	7,8	8,2
DYield (%)	0,2%	3,5%	4,0%	16,3%	3,6%	2,0%	3,9%	4,2%	4,1%	5,1%
Dług netto / EBITDA (x)	1,0	-0,7	-1,6	-1,3	-0,6	-1,5	-0,5	-1,1	-1,1	-1,3
P/BV (x)	2,1	1,9	1,8	2,2	2,4	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
P/(BV-goodwill) (x)	2,3	2,1	2,0	2,5	2,7	2,3	2,1	2,1	1,9	1,9
Przychody	2 663,1	2 487,1	2 348,9	2 411,3	2 547,5	2 663,9	2 891,8	3 038,3	3 300,0	3 273,6
zmiana (%)	-1,7%	-6,6%	-5,6%	2,7%	5,6%	4,6%	8,6%	5,1%	8,6%	-0,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	376,0	377,5	315,4	261,5	234,5	310,1	323,6	313,8	359,2	350,9
marża	14,1%	15,2%	13,4%	10,8%	9,2%	11,6%	11,2%	10,3%	10,9%	10,7%
Koszty sprzedaży	176,1	180,8	167,4	157,3	146,7	150,2	158,5	167,0	171,8	172,2
Koszty zarządu	48,0	48,2	40,8	40,0	33,3	37,8	31,0	39,5	39,9	40,3
EBITDA	190,3	189,6	149,7	151,9	80,0	150,1	165,4	142,5	169,8	160,9
marża (%)	7,1%	7,6%	6,4%	6,3%	3,1%	5,6%	5,7%	4,7%	5,1%	4,9%
EBIT	148,8	151,1	116,5	122,9	52,1	124,9	137,0	112,4	139,5	130,5
marża (%)	5,6%	6,1%	5,0%	5,1%	2,0%	4,7%	4,7%	3,7%	4,2%	4,0%
Działalność finansowa	-15,6	-2,4	0,5	1,4	-1,6	-1,2	-1,4	-1,7	-1,2	-0,4
Zysk netto	106,7	119,8	95,2	107,8	40,7	99,7	108,1	90,1	112,1	105,4
Dług netto	192,4	-125,8	-236,1	-192,8	-44,6	-225,0	-90,8	-160,2	-192,5	-206,2
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	1 009	1 051	1 028	975	1 021	1 131	1 206	1 225	1 250	1 240
Zysk brutto/t (PLN/t)	373	359	307	268	230	274	268	256	287	283
(Zysk brutto + amortyzacja)/t (PLN/t)	414	396	339	298	257	296	292	281	312	308
EBITDA/t (PLN/t)	189	180	146	156	78	133	137	116	136	130

Źródło: Kruszwica, mBank

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

PRZEWAGAŻENIE (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
NIEDOWAGAŻENIE (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:

KUPUJ – 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. Prostej 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, Sygnyty, 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

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 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.

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, Sygnyty, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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 ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowej rekomendacji zakończyło się 12 stycznia 2021 o godzinie 08:05.

Pierwsze udostępnienie nowej rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 stycznia 2021 o godzinie 08:45.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NF1, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyty, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

Powielanie bądź 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

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:

Kruszwica						
rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-29	2020-06-29	2020-05-21	2020-05-13	2020-01-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	56,60	53,20	60,40	59,00	54,80	52,20



mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigił
+48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniąkowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl