

czwartek, 23 sierpnia 2018 | komentarz specjalny

## Alumetal – Aktualizacja prognoz

Pozycjonowanie: równoważ | cena bieżąca: 51,00 PLN

**AML PW; AMT.WA | Przemysł samochodowy, Polska**

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

**Lepsze od naszych oczekiwań wyniki 2Q'18 oraz perspektywa dobrych rezultatów w 3Q'18 pozwala nam na podniesienie tegorocznych prognoz na poziomie EBITDA dla Grupy Alumetal do 125 mln PLN (+9,7% vs. dotychczasowe prognozy). Naszym zdaniem niska baza w 3Q'17 pozwoli na osiągnięcie poprawy EBITDA o 37% r/r, a wyniku netto o 13% r/r. Dopiero w 4Q'18 Spółka wejdzie w wyższą bazę porównawczą (scenariusz bazowy to powtórzenie zeszłorocznych wyników bez zdarzeń jednorazowych). Brak znaczących inwestycji na horyzoncie pozwala również na podniesienie oczekiwań odnośnie poziomu dywidendy wypłacanej w 2019 roku (+48% vs. dotychczasowe prognozy), co implikuje Dywid'19 na poziomie 7,7%. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „równoważ” dla Grupy Alumetal (aktualna mediana dla obserwowanych przez nas spółek przemysłowych wycena P/E'18 12,6x EV/EBITDA'18 7,2x).**

### Podsumowanie konferencji wyników:

- Alumetal w całym roku planuje sprzedaż na poziomie około 200 tys. ton. W bieżącym roku Zarząd skupia się nad maksymalizacją wolumenów sprzedaży. Popyt z branży

samochodowej utrzymuje się na dobrym poziomie. Wyzwaniem jest logistyka, a właściwie możliwości przewozowe firm transportowych na rynku.

- Zarząd zwrócił uwagę, że pierwsza połowa roku była bardzo udana ze względu na wysokie marże osiągane w okresie luty-maj (wówczas ponad 400 EUR/t vs. średnia wieloletnia 338 EUR/t). Kontraktacja na 3Q'18 odbywała się głównie w kwietniu i maju, co zapowiada udany marżowo 3Q'18. Spadek marży w lipcu do 349 EUR/t Zarząd tłumaczy spadkiem notowań stopu aluminium 226.
- Obecnie Alumetal ponosi roczne koszty na gaz i energię elektryczną na poziomie około 60 mln PLN (4% kosztów ogółem). Spółka w maju zakupiła potrzebną na 2019 rok ilość energii, do tej pory również około 60% potrzebnego na 2019 rok gazu jest zakupione. Według naszych szacunków koszt surowców energetycznych w 2019 roku wzrosnąć może o 3,7-4,5 mln PLN.
- Zarząd ocenia, że Spółka w kolejnych latach jest w stanie wypłacać 70% wyniku netto w dywidendzie. Poza przeprowadzanymi inwestycjami w zakładzie stopów wstępnych w Gorzycach oraz modernizacją zakładu w Kętach obecnie Grupa nie ma znaczących planów inwestycyjnych.

### Zmiana prognoz Grupy Alumetal na lata 2018-2019

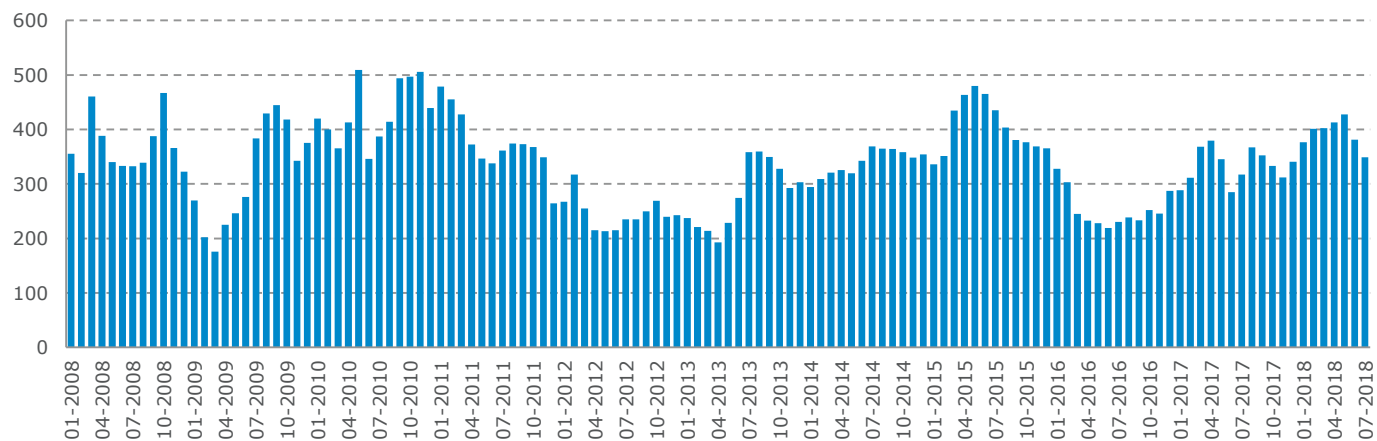
(mIn PLN)	Nowe prognozy		Stare prognozy		Zmiana	
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P
Przychody	1 733,1	1 764,7	1 718,5	1 720,6	+0,8%	+2,6%
EBITDA	125,1	120,1	114,1	113,3	+9,7%	+6,0%
Zysk netto	85,5	78,2	81,0	74,5	+5,5%	+5,0%
DPS (PLN)	2,92	3,93	2,92	2,66	0,0%	+47,7%
Dług netto	128,6	134,3	136,2	122,5	-5,6%	+9,6%

### Wyniki oraz wskaźniki finansowe Grupy Alumetal w latach 2011-2019P

(mIn PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Cena (PLN)	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00
P/E	17,7	22,6	21,7	13,2	10,0	8,6	11,0	9,1	13,0
EV/EBITDA	14,1	16,1	15,7	10,5	7,7	7,5	9,4	7,2	7,6
DY	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	3,8%	5,0%	5,7%	5,7%	7,7%
Dług netto / EBITDA	1,8	1,4	1,3	0,6	0,4	0,8	1,4	1,0	1,1
P/BV	5,9	5,1	4,4	2,4	2,0	1,8	1,5	1,4	1,4
P/(BV-goodwill)	5,9	5,1	4,4	2,4	2,0	1,8	1,5	1,4	1,4
Przychody	811,7	844,6	1 015,3	1 235,3	1 441,9	1 271,8	1 456,2	1 733,1	1 764,7
zmiana (%)	-	4,0%	20,2%	21,7%	16,7%	-11,8%	14,5%	19,0%	1,8%
EBITDA	63,0	52,9	54,0	78,3	106,6	115,9	97,0	125,1	120,1
marża (%)	7,8%	6,3%	5,3%	6,3%	7,4%	9,1%	6,7%	7,2%	6,8%
EBIT	55,8	39,3	37,1	59,0	86,4	92,7	68,9	94,1	87,2
marża (%)	6,9%	4,7%	3,6%	4,8%	6,0%	7,3%	4,7%	5,4%	4,9%
Działalność finansowa	-5,7	-2,0	-0,6	3,6	-6,2	1,1	-1,4	-2,0	-6,5
Zysk netto	43,9	34,4	35,8	58,9	77,7	89,9	70,7	85,5	78,2
Dług netto	112,1	72,1	70,2	45,4	46,7	94,1	131,7	128,6	134,3
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	88,1	99,4	126,9	156,1	164,8	159,3	176,0	200,3	200,0
Średnia cena aluminium (PLN/t)	7 689,9	8 145,2	6 691,6	7 278,4	7 216,6	6 738,1	7 882,5	8 158,6	8 172,0
Przychód na tonę (PLN/t)	9 213,8	8 497,0	8 000,7	7 913,6	8 749,3	7 981,8	8 272,6	8 651,5	8 825,8
EBITDA/t	0,715	0,532	0,426	0,502	0,647	0,727	0,551	0,625	0,601
(zysk brutto ze sprzedaży + amortyzacja)/t	1,036	0,746	0,626	0,790	0,941	1,000	0,876	0,732	0,739

Źródło: Alumetal, Prognozy Dom Maklerski mBanku

## Wartość marży przerobowej na podstawowych stopach oferowanych przez Alumetal (EUR/t)



Źródło: Alumetal, Prognozy Dom Maklerski mBanku

**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 Domu Maklerskiego mBanku:**

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

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

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 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 obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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 stanowił 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.

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.

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.

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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 22 sierpnia 2018 o godzinie 8:25.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 22 sierpnia 2018 o godzinie 8:25.

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., 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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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 Domu 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.

**Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Alumetal.**

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@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 Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

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

### 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)

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 86  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lemicka@mbank.pl](mailto:marzena.lemicka@mbank.pl)

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

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

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)