

poniedziałek, 15 kwietnia 2019 | komentarz specjalny

## Alumetal – Prognoza na 1Q'19

Pozycjonowanie: równoważ | cena bieżąca: 46,00 PLN

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

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

**W 1Q'19 mimo wyższych oczekiwanych wolumenów sprzedaży (+4% r/r) wyniki będą znajdować się pod presją spadających marży rynkowych oraz wysokiej bazy roku ubiegłego. Oczekujemy, że EBITDA w 1Q'19 spadnie o 8% r/r, a wynik netto o 31% r/r. Według nas dynamika spadku wyniku EBITDA może się pogłębić w 2Q'19 ze względu na wyższą bazę rezultatów z 2Q'17. Obecnie czynnikiem wspierającym notowania Alumetal pozostaje jedynie wysoka dywidenda (Dywid 9%; dzień dywidendy 7 czerwca).**

**Aktualizujemy nasze oczekiwania na 2019 i 2020 rok o niższe założone ceny aluminium oraz słabsze wyniki IH'19. Naszym zdaniem po wynikach za IH'19 rynek może zwątpić w realizację celu programu**

### Prognoza Domu Maklerskiego mBanku na 1Q'19

(mln PLN)	1Q'19	1Q'18	r/r	2019P	YTD
Przychody	400,4	428,3	-7%	1593,2	25,1%
EBITDA	27,8	30,2	-8%	117,5	23,7%
marża EBITDA	6,9%	7,0%		7,4%	
EBIT	19,7	22,6	-13%	85,0	23,2%
Zysk netto	17,5	25,5	-31%	76,0	23,0%

Źródło: JSW, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

**motywacyjnego na wyniku EBITDA (129 mln PLN). Obecnie zakładamy w całym 2019 roku lekki spadek wyniku EBITDA mimo wzrostu wolumenu sprzedaży.**

### Zmiana prognoz Grupy Alumetal na lata 2019-2020

(mln PLN)	Nowe prognozy		Stare prognozy		Zmiana	
	2019P	2020P	2019P	2020P	2019P	2020P
Przychody	1 593,2	1 694,9	1 733,1	1 739,3	-8,1%	-2,6%
EBITDA	117,5	113,9	119,5	115,8	-1,6%	-1,7%
Zysk Netto	76,0	72,1	78,0	74,0	-2,5%	-2,7%
DPS	4,08	3,50	4,08	3,58	0,0%	-2,5%
Dług netto	134,5	138,0	133,2	136,7	1,0%	1,0%
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	205,0	202,9	201,0	199,0	2,0%	2,0%
Średnia cena aluminium (PLN/t)	7 495,5	7 955,0	8 212,5	8 325,0	-8,7%	-4,4%
EBITDA/t	0,6	0,6	0,6	0,6	-3,6%	-3,6%

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

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Cena (PLN)	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00
P/E	20,4	19,5	11,9	9,0	7,8	9,9	9,4	9,2	9,7
EV/EBITDA	14,6	14,3	9,5	7,0	6,9	8,6	6,7	7,1	7,4
DY	0,0%	0,0%	3,0%	4,2%	5,5%	6,3%	6,3%	8,9%	7,6%
Dług netto / EBITDA	1,4	1,3	0,6	0,4	0,8	1,4	0,9	1,1	1,2
P/BV	4,6	4,0	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
P/(BV-goodwill)	4,6	4,0	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
Przychody	844,6	1 015,3	1 235,3	1 441,9	1 271,8	1 456,2	1 655,3	1 593,2	1 694,9
zmiana (%)	4,0%	20,2%	21,7%	16,7%	-11,8%	14,5%	13,7%	-3,8%	6,4%
EBITDA	52,9	54,0	78,3	106,6	115,9	97,0	121,4	117,5	113,9
marża (%)	6,3%	5,3%	6,3%	7,4%	9,1%	6,7%	7,3%	7,4%	6,7%
EBIT	39,3	37,1	59,0	86,4	92,7	68,9	90,8	85,0	81,1
marża (%)	4,7%	3,6%	4,8%	6,0%	7,3%	4,7%	5,5%	5,3%	4,8%
Działalność finansowa	-2,0	-0,6	3,6	-6,2	1,1	-1,4	-0,3	-6,7	-6,8
Zysk netto	34,4	35,8	58,9	77,7	89,9	70,7	74,3	76,0	72,1
Dług netto	72,1	70,2	45,4	46,7	94,1	131,7	114,6	134,5	138,0
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	99,4	126,9	156,1	164,8	159,3	176,0	199,5	205,0	202,9
Średnia cena aluminium (PLN/t)	8 145,2	6 691,6	7 278,4	7 216,6	6 675,2	7 982,5	8 129,5	7 495,5	7 955,0
Przychód na tonę (PLN/t)	8 497,0	8 000,7	7 913,6	8 749,3	7 981,8	8 272,6	8 297,9	7 773,1	8 352,8
EBITDA/t	0,532	0,426	0,502	0,647	0,727	0,551	0,608	0,573	0,561
(zysk brutto ze sprzedaży + amortyzacja)/t	0,746	0,626	0,790	0,941	1,000	0,818	0,886	0,875	1,267

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 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 posługującego 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 należytą 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 przedstawiłone 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. Wylimitowanie 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 15 kwietnia 2019 o godzinie 8:28.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 15 kwietnia 2019 o godzinie 8:28.

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 Domu 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 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 branżowych 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 Alumetal wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2019-03-28	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00	51,00

**Dom Maklerski mBanku**

Senatorska 18  
00-082 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

**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)  
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)

**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)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[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.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

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