



analitik: Krzysztof Choromański

data sporządzenia: 04.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
<b>59,00</b>	<b>907,4</b>	<b>55,94%</b>	<b>272,6</b>	<b>11,6</b>	<b>2,36</b>

Grupa Alumetal jest największym na rynku polskim i w Europie Środkowo-Wschodniej oraz czwartym największym w Europie producentem wtórnych aluminiowych stopów odlewniczych oraz stopów wstępnych. Grupa posiada trzy zakłady produkcyjne zlokalizowane w Nowej Soli, w Kętach oraz w Gorzycach. Łączne zdolności produkcyjne Grupy wynoszą 165.000 ton rocznie

Wyniki kwartalne	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '16 - BGŻ BNP	różnica	3Q '16	3Q '16 - konsensus	różnica
<b>Przychody</b>	<b>299,0</b>	<b>351,3</b>	<b>-14,9%</b>	<b>299,0</b>	<b>292,0</b>	<b>2,4%</b>	<b>299,0</b>	<b>305,4</b>	<b>-2,1%</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>28,7</b>	<b>38,6</b>	<b>-25,6%</b>	<b>28,7</b>	<b>29,9</b>	<b>-4,0%</b>	<b>28,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>9,6%</i>	<i>11,0%</i>		<i>9,6%</i>	<i>10,2%</i>		<i>9,6%</i>	<i>-</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>24,1</b>	<b>34,3</b>	<b>-29,7%</b>	<b>24,1</b>	<b>24,1</b>	<b>0,0%</b>	<b>24,1</b>	<b>25,2</b>	<b>-4,4%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>8,1%</i>	<i>9,8%</i>		<i>8,1%</i>	<i>8,3%</i>		<i>8,1%</i>	<i>8,3%</i>	
<b>EBIT</b>	<b>18,3</b>	<b>29,2</b>	<b>-37,3%</b>	<b>18,3</b>	<b>19,0</b>	<b>-3,7%</b>	<b>18,3</b>	<b>19,1</b>	<b>-4,2%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,3%</i>		<i>6,1%</i>	<i>6,5%</i>		<i>6,1%</i>	<i>6,3%</i>	
<b>Zysk netto</b>	<b>18,6</b>	<b>27,7</b>	<b>-32,9%</b>	<b>18,6</b>	<b>17,8</b>	<b>4,5%</b>	<b>18,6</b>	<b>17,8</b>	<b>4,5%</b>
<i>marża netto</i>	<i>6,2%</i>	<i>7,9%</i>		<i>6,2%</i>	<i>6,1%</i>		<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>	

## Komentarz do wyników

W 3Q'16 Alumetal zaraportował sprzedaż na poziomie 299,0 mln PLN (-14,9% r/r), co było zgodne z prognozami BM BGŻ BNP Paribas i rynkowym konsensusem. Niższe przychody spowodowane były głównie spadkiem cen sprzedawanych produktów (średnio o 12,4% r/r), a także spadkiem wolumenu sprzedaży, który w trzecim kwartale wyniósł 37,1 tys. ton (-2,9% r/r), wobec prognozowanych przez nas 38,0 tys. ton. **Warto również dodać, że Spółka rozpoczęła już produkcję w węgierskim zakładzie realizując pierwsze dostawy do klientów.** W porównaniu do całej Grupy są to na razie śladowe ilości, a pełne wykorzystanie mocy nowej fabryki będzie możliwe dopiero od początku 2017 r., niemniej Alumetal już teraz stara się efektywnie wykorzystać dodatkowe zdolności produkcyjne.

Presja na ceny sprzedawanych produktów była w 3Q'16 stosunkowo duża, co przełożyło się na spadek zysku EBITDA do 24,1 mln PLN (-29,7% r/r), a średni wynik EBITDA/tona wyniósł 649 PLN (-27,7% r/r), wobec 897 PLN w 3Q'15. Wpływ na tak znaczącą różnicę w ujęciu r/r poza trudną sytuacją rynkową ma również wysoka baza z minionego roku - 3Q'15 należał do rekordowych pod względem rentowności produkcji i wypracowanych zysków. Widoczny w wynikach finansowych Alumetal za ostatnie kwartały trend spadku marży powiązany jest z obecną sytuacją panującą na rynku stopów odlewniczych. **Różnica cenowa pomiędzy stopami i złomami aluminiowymi od kilku miesięcy utrzymuje się na poziomach najniższych od trzech lat, a jej średnia wartość dla stopu 226 w obecnym roku jest o ponad 25% niższa od wieloletniej średniej.**

Wypracowany zysk operacyjny w 3Q'16 był na poziomie 18,3 mln PLN (-37,4% r/r), co było wartością o 3,7% niższą od naszych prognoz, generując marżę EBIT 6,1% (8,3% w 3Q'15). Dzięki produkcji zlokalizowanej w Specjalnych Strefach Ekonomicznych efektywna stawka podatkowa wyniosła zaledwie 1,1%. **Zysk netto w 3Q'16 przekroczył 18,6 mln PLN (-32,8% r/r), co przełożyło się na marżę netto 6,23% (7,89% w 3Q'15).**

W 3Q'16 pogorszeniu uległ cash flow operacyjny, który wyniósł zaledwie 1,8 mln PLN wobec 34,7 mln PLN rok wcześniej. Wpływ na to miało uruchomienie zakładu na Węgrzech oraz związany z tym wzrost kapitału obrotowego. Budowa fabryki w Komarom przełożyła się na wzrost nakładów inwestycyjnych, które w okresie 1-3Q'16 wyniosły 97,2 mln PLN, co ma również odzwierciedlenie w wyższym wskaźniku dług netto/EBITDA, który jest obecnie na poziomie 0,9x wobec 0,4x na koniec 2015 r.



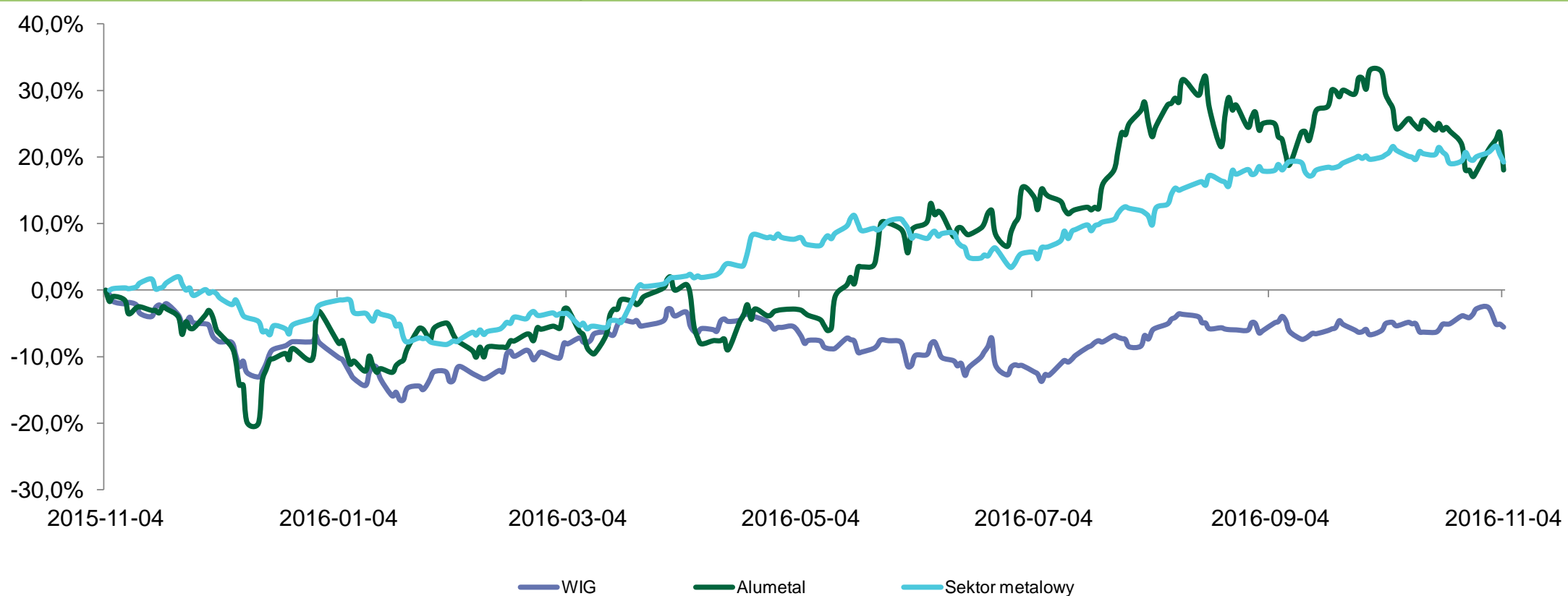
# Alumetal

## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

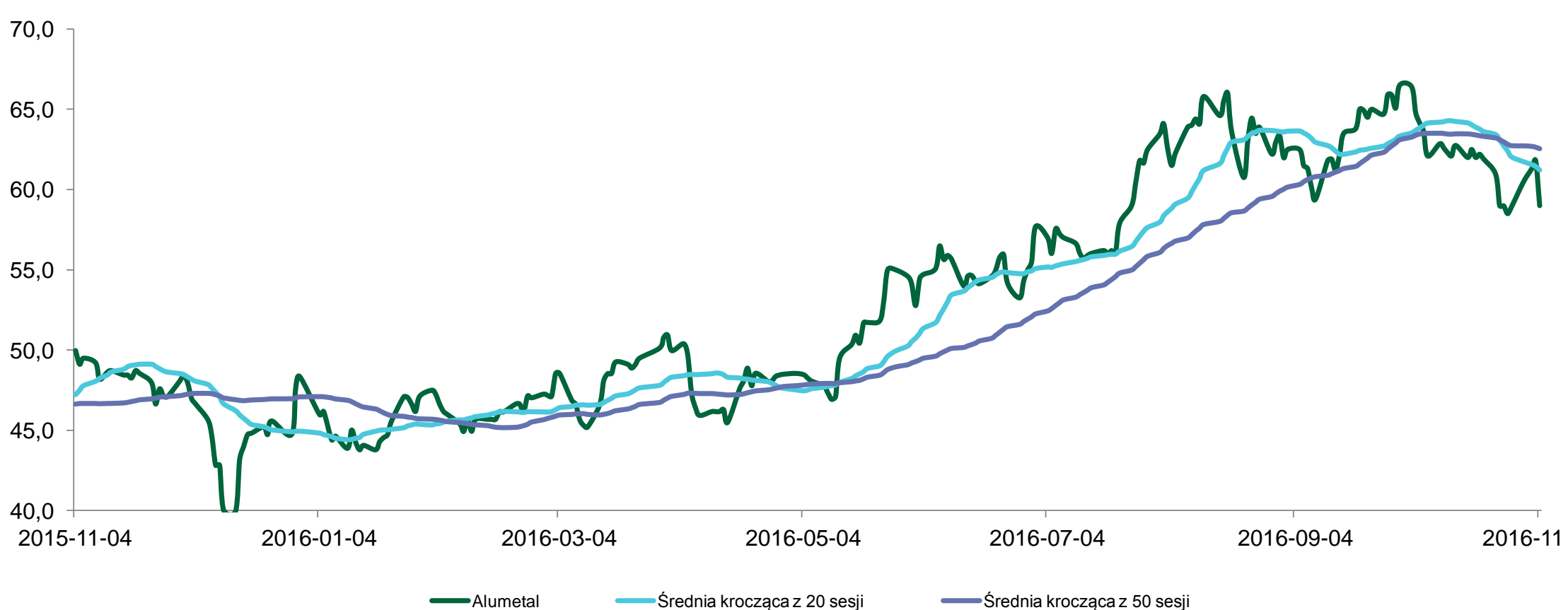
Zaprezentowane wyniki oceniamy neutralnie. Zarząd już wcześniej informował, że pomimo wysokich marż w poprzednich kwartałach, presja ze strony rynku jest duża i utrzymanie ich na poziomie z początku roku będzie bardzo trudne. Spadek wolumenu związany jest natomiast z ograniczeniem mniej rentownej produkcji. **Wpływ na słabsze wyniki w ujęciu r/r mają głównie utrzymujące się niskie marże uzyskiwane z przerobu złomu aluminiowego.** Określeniem obecnego sentymentu rynkowego może być marża benchmarkowa stopu 226, która obecnie jest na poziomie o ponad 30% niższym w porównaniu do wieloletniej średniej. Utrzymujące się niskie marże powodują, że presja na ich podwyżki, zwłaszcza ze strony zachodnioeuropejskich producentów, jest coraz większa i podejmowane są decyzje o ograniczeniu produkcji stopów odlewniczych na rynku europejskim.

**Uważamy, że z powodu trudnej sytuacji na rynku stopów perspektywy dla Spółki w najbliższych kwartałach (4Q'16 i 1Q'17) nie są zbyt korzystne.** Nadal odczuwalna będzie presja na marże, co w połączeniu z lokowaniem na rynku dodatkowej produkcji z zakładu węgierskiego najprawdopodobniej przełoży się na niższą rentowność sprzedaży. **Poprawy spodziewamy się dopiero w 2H'17, kiedy ceny stopów odlewniczych powinny odbić od obecnych poziomów.** Dodatkowo niekorzystna relacja cenowa pomiędzy stopami i złomami może spowodować trudności finansowe u konkurentów z zachodniej Europy, co potencjalnie przełożyłoby się na umocnienie pozycji Alumetal na europejskim rynku stopów odlewniczych. **Stabilnie natomiast wygląda popyt ze strony branży motoryzacyjnej – klienci Alumetal spodziewają się wzrostu popytu na swoje produkty w 2017 r. o ok 5% r/r.**

## Alumetal vs WIG vs WIG - sektor metalowy



## Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	<a href="mailto:k.choromanski@bgzbnpparibas.pl">k.choromanski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego**      telefon      adres email

<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**bmBGZ.net**

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

**eIPO.bmBGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt.





Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)