



poniedziałek, 18 sierpnia 2014 | aktualizacja raportu

Impexmetal: kupuj (podwyższona)

IPX PW; IPXP.WA | Metale, Polska

Wyraźna poprawa rentowności w aluminium

Mimo dynamicznego wzrostu premii producenckiej od początku roku (+62,5% YTD) wielkość generowanej EBITDA na tonę sprzedanego produktu w segmencie aluminium wzrosła o 5% r/r i była wyraźnie wyższa (+58%) niż zakładaliśmy w prognozach. Jak widać z wyników IH'14 wyraźny wzrost premii za fizyczną dostawę metalu przetwórcy aluminium z powodzeniem przenoszą na klientów ostatecznych. W przypadku Impexmetal dodatkowo na wyższy poziom marży wpływa wzrost proporcji sprzedaży wyrobów cienkich, które charakteryzują się wyższą wartością dodaną. Według naszych szacunków po transakcji zakupu akcji Alchemii przez Impexmetal udział głównego akcjonariusza w Alchemia spada do 64,8%. Nawet jeśli Alchemia w skupie akcji własnych wykupi cały free-float, to nadal udział głównego akcjonariusza znajduje się poniżej progu, przy jakim musiałby on przeprowadzić wezwanie. Według nas fakt ten znacząco ogranicza ryzyko dalszych zakupów akcji przez Impexmetal. Dodatkowo bieżąca wycena Boryszew znajduje się na wysokich poziomach (+22% YTD), co zmniejsza ryzyko wznowienia skupu akcji własnych, jakie realizowałaby spółka zależna. Podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj dla akcji Grupy Impexmetal, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian (3,40 PLN).

Wyniki 2Q'14

W 2Q'14 wynik EBITDA wyniósł 41,2 mln PLN i był o 22,5% wyższy od naszych oczekiwań. Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 2Q'14 był dodatni i wyniósł +29,3 mln PLN vs. +1,6 mln PLN w 2Q'13. Dług netto wyniósł 344,4 mln PLN i był niższy niż na koniec 1Q'14 (367,3 mln PLN).

Przetwórcy opierają się rosnącej premii producenckiej

Dynamiczny wzrost premii producenckiej, jaki obserwujemy od X 2013 (obecnie 455 USD/t; +62,5% YTD) negatywnie przekłada się na marże przetwórców. W przypadku czołowych producentów blach aluminiowych wartości EBITDA na tonie towaru spadały od 2Q'13. W ostatnim 2Q'14 dynamika spadku wyhamowała, co częściowo wynika z wyraźnie rosnących wolumenów sprzedaży (od 3Q'13 wolumen sprzedaży Novelis i Alcoa w zakresie blach rósł w tempie 6-8% r/r). Obecnie wielkości generowanej EBITDA na tonę sprzedanego produktu są w przypadku Novelis i Alcoa 5-8% niższe niż mediana z lat 2010-2013 (5% dla Impexmetal) oraz 24-27% niższe od rekordowych poziomów, jakie miały miejsce w 2011 roku (45% w przypadku Impexmetal).

Koniec zakupów akcji Alchemii?

Po przeprowadzonej transakcji sprzedaży akcji Alchemia do Impexmetal udział Romana Karkosika w akcjonariacie Alchemia spadł do poziomu 64,8% (66,3% po uwzględnieniu akcji własnych Alchemia), a free float do poziomu 0,2%. Nawet jeśli Alchemia skupi wszystkie akcje znajdujące się w obiegu (free float), to udział głównego akcjonariusza wzrośnie do 66,5% (z uwzględnieniem akcji własnych Alchemia). To jednocześnie powoduje, że w najbliższym czasie drastycznie spada ryzyko, że Impexmetal będzie zwiększał swoje zaangażowanie w akcjonariacie Alchemia (brak konieczności ogłaszania wezwania przez głównego akcjonariusza).

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	2 596,3	2 728,7	2 764,1	2 920,0	3 026,2
EBITDA	137,0	125,0	133,5	147,1	152,8
marża EBITDA	5,3%	4,6%	4,8%	5,0%	5,0%
EBIT	79,1	72,8	77,3	89,8	96,9
Zysk netto	56,5	72,7	53,8	61,0	64,8
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	8,6%
P/E	8,2	6,4	8,6	7,6	7,1
P/CE	4,0	3,7	4,2	3,9	3,8
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,3	7,6	6,8	5,9	5,6

Cena bieżąca	2,31 PLN
Cena docelowa	3,40 PLN
Kapitalizacja	0,5 mld PLN
Free float	0,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,13 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Grupa Boryszew	53,13%
ING PTE	8,05%
Pozostali	38,82%

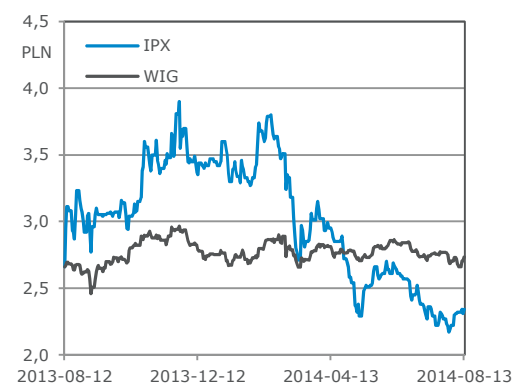
Strategia dotycząca sektora

Od początku 2013 roku obserwowane są symptomy ożywienia w branży, dzięki czemu poprawie uległy wolumeny sprzedaży i marże przerobowe. W IH'14 przetwórcy aluminium musieli zmierzyć się z dynamicznym wzrostem premii producenckich. Część z nich z wyprzedzeniem reagowała na wzrost kosztów podniesieniem marży przerobowych. W długim terminie perspektywy rynku są bardzo optymistyczne ze względu na popyt z branży Automotive, opakowaniowej i elektroniki.

Profil spółki

Działalność Spółki oparta jest na przetwórstwie aluminium, miedzi, cynku i ołowiu. Głównym produktem są wyroby walcowane z aluminium. Około połowa całej sprzedaży jest kierowana do branży budowlanej, a reszta do odbiorców przemysłowych. Około 20% sprzedaży kierowane jest do branży motoryzacyjnej (a w tym około 7,5% do producentów akumulatorów).

Kurs akcji IPX na tle WIG



Analityk:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

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**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZĘDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Impexmetal

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2014-01-15	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,33
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	52216,05

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz
tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl