

czwartek, 25 kwietnia 2019 | komentarz specjalny

## Impexmetal – Aktualizacja prognoz

Pozycjonowanie: niedoważaj | cena bieżąca: 4,16 PLN

**IPX PW; IPX.WA | Przemysł metalowy, Polska**

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

**W 2019 roku oczekujemy, że praktycznie wszystkie segmenty Grupy Impexmetal odczują słabsze momentum gospodarcze w Niemczech (główny rynek eksportowy Grupy). Zakładamy niższe r/r wolumeny sprzedaży we wszystkich segmentach oraz słabsze r/r marże. Naszym zdaniem wyższe koszty energii elektrycznej oraz presja ze strony płac przełożą się na 5% spadek wyniku EBITDA i 12% spadek r/r wyniku netto w 2019 roku (spadek r/r wyników finansowych już w 1Q'19). Biorąc pod uwagę zaplanowane wydatki na inwestycje (w 4 lata 430 mln PLN) oraz zakup akcji**

**Alchemia (około 150 mln PLN) według naszych szacunków Impexmetal w ciągu najbliższych 3 lat wygeneruje jedynie 50 mln PLN wolnych przepływów gotówki (FCF), czyli około 3% bieżącej wartości przedsiębiorstwa (EV). To z kolei implikować będzie brak jakichkolwiek dywidend dla akcjonariuszy. Naszą uwagę zwraca również transakcja wymiany 55 mln PLN przeterminowanych obligacji Unibax sp. z o.o (spółka kontrolowana przez głównego udziałowca Romana Karkosika) na akcję Grupy Alchemia. Aktualizujemy nasze prognozy oraz obniżamy nasze pozycjonowanie do niedoważaj dla Grupy Impexmetal.**

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku dla Impexmetal

#### Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprz.	3 353	3 300	3 048	3 227	3 238
AI	1 176	1 266	1 175	1 245	1 258
Cu	950	911	891	962	968
Zn i Pb	976	801	679	732	738
Handel	251	319	303	288	274
Koszty zarządu	80	79	77	79	79
Koszty sprzedaży	78	76	74	75	76
Poz. dział. operacyjna	-34	-4	0	0	0
EBIT	136	195	180	179	172
marża %	4,0%	5,9%	5,9%	5,6%	5,3%
EBITDA	196	261	248	250	249
marża %	5,8%	7,9%	8,1%	7,8%	7,7%
Wynik netto	63	183	149	149	144
Wynik netto (jedn.)	77	163	144	144	139

#### Przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	152	209	277	196	221
Amortyzacja	60	66	68	71	77
Kapitał obrotowy	-14	-17	30	-33	-8
Przepływy inw.	-112	-211	-240	-160	-191
CAPEX	-90	-87	-90	-160	-191
Przepływy finansowe	-34	-37	-10	-9	-9
Dług	-12	-12	0	0	0
Dywidendy	0	0	0	0	0
Odsetki od długu	-16	-15	-20	-20	-20
Zmiana stanu śr. pien.	7	-40	27	26	21
ŚP na koniec okr.	100	71	98	125	146
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	53	118	6	24	19

#### Zmiana prognoz

	2019P	2020P	2021P
Przychody	-8,0%	-7,3%	-7,0%
EBITDA	+0,2%	+2,2%	+2,7%
Zysk netto	+7,9%	+6,4%	+3,6%
DPS	-	-	-100,0%
Dług netto	+1,4%	+44,4%	+68,8%

Źródło: Impexmetal, Dom Maklerski mBanku

#### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 803	2 898	3 006	3 173	3 312
Aktywa trwałe	1 671	1 753	1 755	1 844	1 959
Wartość firmy	49	48	48	48	48
Majątek obrotowy	1 132	1 145	1 251	1 329	1 353
Zapasy	599	594	549	581	583
Nał. krótkoterminowe	343	342	316	335	336
Środki pieniężne	108	71	98	125	146
Kapitał własny	1 494	1 600	1 744	1 889	2 028
Udziały mniejszości	286	300	305	310	315
Zob. długoterminowe	184	169	169	169	169
Zob. krótkoterminowe	661	644	610	622	617
Dług	464	443	443	443	443
Dług netto	356	373	345	319	298
(Dług netto / Kap. wł.)	24%	23%	20%	17%	15%
(Dług netto / EBITDA)	1,8	1,4	1,4	1,3	1,2

#### Wskaźniki

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E	10,8	5,1	5,5	5,5	5,7
P/CE	6,1	3,6	3,7	3,7	3,7
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
P/(BV-goodwill)	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
FCF/EV	4,5%	9,8%	0,5%	2,2%	1,7%
EV/EBITDA	7,5	5,8	5,8	5,7	5,6
EV/S	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
CFO/EBITDA	78%	80%	112%	78%	89%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Liczba akcji (mln)	200,0	200,0	190,0	190,0	190,0
MC (mln PLN)	832	832	790	790	790
EV (mln PLN)	1 474	1 504	1 440	1 419	1 403

#### Zmiana prognoz

	2019P	2020P	2021P
Wolumen AI	-1,7%	-1,0%	0,0%
Wolumen Cu	-6,7%	-5,9%	-5,8%
Wolumen Zn, Pb	-3,4%	-3,4%	-3,5%
EBITDA AI	+0,9%	+3,7%	+4,8%
EBITDA Cu	+12,6%	+16,8%	+17,4%
EBITDA Zn, Pb	-36,1%	-36,5%	-36,9%

**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 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 24 kwietnia 2019 o godzinie 8:34.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 24 kwietnia 2019 o godzinie 8:34.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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 Impexmetal wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,40

## 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)