



Data sporządzenia: 24.10.2016 r.

Ticker: AML

ISIN: PLALMTL00023

CENA DOCELOWA: 67,63 zł

### Neutralna ocena spółki

Po dwóch dobrych kwartałach, kiedy Alumetal pomimo spadających rynkowych marż z przerobu metali zanotował poprawę rentowności, 3Q'16 najprawdopodobniej przyniesie erozję uzyskanych wyników. Pomimo dywersyfikacji produkcji w kierunku wyrobów bardziej dochodowych, utrzymująca się przez dłuższy czas niekorzystna relacja pomiędzy cenami stopów oraz złomów nie pozwala Spółce na wypracowanie wyników porównywalnych z pierwszym półroczem bieżącego roku. Wprawdzie ostatnie dostępne dane na temat marży benchmarkowej wskazują na jej odbicie od 3-letnich minimów, jednak nadal jest to wartość o prawie 30% niższa od długoterminowej średniej. Mało korzystne ceny stopów odlewniczych, które już przez dłuższy okres utrzymują się na rynku, będą zwiększać presję wśród ich producentów aby przełamać obecny trend i rozpocząć podwyżki, co pozytywnie wpłynęłoby również na wyniki Alumetal. Perspektywicznie natomiast wygląda popyt ze strony branży motoryzacyjnej, który w najbliższym okresie nie jest zagrożony, a sami producenci pojazdów spodziewają się w kolejnych latach utrzymania pozytywnej dynamiki w sektorze. Alumetal poinformował również o rozpoczęciu produkcji w nowym zakładzie na Węgrzech, który zwiększy obecnie dostępne moce produkcyjne (165 tys. ton/rok) o 60 tys. ton.

Uważamy, że obecna cena akcji Alumetal jest zbliżona do jej wartości godziwej i wydajemy zalecenie NEUTRALNIE z ceną docelową 67,63 PLN.

### Analiza porównawcza

Na tle innych globalnych przetwórców aluminium oraz spółek notowanych na GPW z sektora przemysłowego cena akcji Alumetal wykazuje dyskonto. Rozbieżność w wycenach najbardziej jest widoczna na wskaźniku cena/zysk, który w przypadku Alumetal jest o ponad 30% niższy od mediany peersów. My natomiast największą wagę przykładamy do mnożnika EV/EBITDA, którego wartość dla Spółki jest niemal zgodna z porównywanymi podmiotami.

### Wyniki 3Q'16 i 2016

Pomimo wypracowania przez Alumetal wysokich marż w 1H'16, presja ze strony rynku na obniżkę cen sprzedawanych stopów okazuje się być zbyt duża, co spowoduje spadek rentowności sprzedaży Spółki w 2H'16. Określeniem obecnego sentymentu rynkowego może być marża benchmarkowa stopu 226, która w sierpniu wyniosła 238 EUR/t, podczas gdy jej wieloletnia średnia znajduje się na poziomie 338 EUR/t. Utrzymujące się przez długi czas niskie marże (8 miesięcy poniżej średniej) tworzą coraz większą presję na wyniki finansowe producentów stopów aluminiowych, ale jednocześnie zwiększają prawdopodobieństwa ich dynamicznego odbicia w kolejnych miesiącach.

Zarząd niejednokrotnie już informował, że jest w stanie zmieniać strukturę sprzedaży by uzyskać możliwie najwyższą rentowność. Po dwóch kwartałach dobrych wyników szacujemy, że w trzecim ich dynamika będzie ujemna. Naszym zdaniem sprzedaż wyniesie ok 292,0 mln PLN (-16,9% r/r), a zysk brutto ze sprzedaży 29,8 mln PLN (-22,7% r/r). Wyższe koszty sprzedaży, które Spółka wykazała w 1H'16 są powiązane m.in. z kosztami transportu.

| mln PLN        | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody      | 1 235,3 | 1 441,9 | 1 303,0 | 1 621,9 | 1 747,7 | 1 782,4 |
| zmiana r/r (%) | 21,7%   | 16,7%   | -9,6%   | 24,5%   | 7,8%    | 2,0%    |
| EBITDA         | 78,3    | 106,6   | 118,0   | 122,4   | 129,6   | 131,9   |
| EBIT           | 59,0    | 86,4    | 97,0    | 97,6    | 101,6   | 102,0   |
| marża EBIT     | 4,8%    | 6,0%    | 7,4%    | 6,0%    | 5,8%    | 5,7%    |
| Zysk netto     | 58,9    | 77,7    | 92,8    | 91,8    | 95,5    | 95,9    |
| marża netto    | 4,8%    | 5,4%    | 7,1%    | 5,7%    | 5,5%    | 5,4%    |
| P / E          | 16,3    | 12,4    | 10,4    | 10,5    | 10,1    | 10,0    |
| EV/EBITDA      | 13,1    | 9,7     | 8,7     | 8,4     | 7,9     | 7,8     |
| DPS            | 1,4     | 1,9     | 2,5     | 3,0     | 3,3     | 3,4     |

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

### Podstawowe informacje

|                    |       |
|--------------------|-------|
| Kurs (21/10/2016)  | 61,90 |
| Wycena metodą DCF  | 61,99 |
| Wycena porównawcza | 73,27 |
| Cena docelowa      | 67,63 |

### Opis spółki

Wiodącą działalnością operacyjną Grupy Kapitałowej Alumetal jest produkcja wtórnych aluminiowych stopów odlewniczych znajdujących zastosowanie w produkcji komponentów samochodowych takich jak tłoki czy głowice cylindra. Surowcem mającym najważniejsze znaczenie w procesie produkcji stopów są złomy aluminiowe.

### Informacje ogólne

|                                               |         |
|-----------------------------------------------|---------|
| Liczba akcji (mln szt.)                       | 15,4    |
| Kapitalizacja (mln PLN)                       | 952,0   |
| Dług netto (mln PLN)                          | 46,75   |
| EV (mln PLN)                                  | 1 023,0 |
| Średnia dzienna wartość obrotów 6M (tys. PLN) | 782,0   |

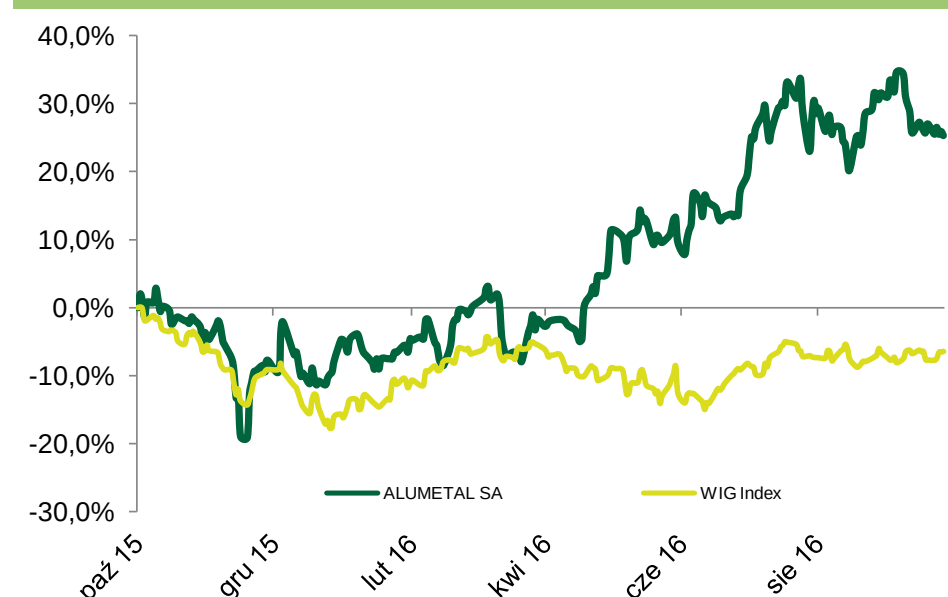
### Notowania

|                  |       |
|------------------|-------|
| Max cena 12M     | 66,50 |
| Min cena 12M     | 39,97 |
| Stopa zwrotu 1M  | -4,7% |
| Stopa zwrotu 3M  | 10,3% |
| Stopa zwrotu 12M | 25,3% |

### Akcjonariat

|                              | % akcji | % głosów |
|------------------------------|---------|----------|
| 1. Ipopema 30 FIZAN          | 39,5%   | 39,5%    |
| 2. OFE Aviva BZ WBK          | 9,8%    | 9,8%     |
| 3. OFE Nationale-Nederlanden | 7,4%    | 7,4%     |
| 4. OFE Nordea                | 4,6%    | 4,6%     |
| 5. Pozostali                 | 38,8%   | 38,8%    |

### Notowania 12M



### Poprzednie zalecenia:

brak

Analitik: Krzysztof Choromański  
nr telefonu: 22 507 52 92  
adres e-mail: k.choromanski@bgzbnpparibas.pl





Alumetal w cenę produktu wlicza koszt jego transportu do klienta, który następnie jest wykazywany w pozycji Koszty sprzedaży i odejmowany od wyniku finansowego. Jest on zależny głównie od odległości jaka dzieli odbiorcę od Spółki i w całości jest ponoszony przez kupującego. Z powodu sprzedaży w 1H'16 stopów do klientów dalej zlokalizowanych (m. in. do klientów z rynku włoskiego) wykazane koszty transportu również stanowiły większą wartość. Ich jedyny wpływ na RZiS jest taki, iż przyczyniają się do obniżenia marż wypracowanych przez Spółkę (wynik finansowy jest nominalnie taki sam, przy wyższych przychodach). Przewidujemy, że koszty sprzedaży i zarządu utrzymają się w 3Q'16 na poziomie z pierwszego półrocza, co przełoży się na zysk EBITDA w wysokości 24,1 mln PLN (-29,6% r/r; 635 PLN/tona) i zysk operacyjny 19,0 mln PLN (-34,8% r/r). Saldo z działalności finansowej nie będzie miało naszym zdaniem większego wpływu na wynik netto 3Q'16, który szacujemy na 17,8 mln PLN (-35,6% r/r).

We wrześniu Alumetal poinformował o otwarciu budowanej na Węgrzech fabryki. Łączne nakłady inwestycyjne wyniosły około 125 mln PLN, z czego do 35% będzie stanowić dofinansowanie rządu węgierskiego w postaci grantu i zwolnień podatkowych. Nowy zakład będzie się zajmował produkcją stopów odlewniczych w formie stałej. Kwestia dostawy do klientów aluminium ciekłego obecnie jest dopiero rozważana, a ewentualne wiążące decyzje mogą zostać podjęte najprawdopodobniej dopiero w 2017 r. Dzięki nowej fabryce Alumetal zwiększy moce produkcyjne o 60 tys. ton rocznie do 225 tys. ton/rok. Ulokowanie dodatkowej produkcji na rynku będzie wymagać od Spółki zwiększenia swojej konkurencyjności, która przełoży się na niższe marże uzyskane ze sprzedaży (szacowana przez nas marża EBITDA wyniesie w 2017 r. 7,5% vs. 9,1% w 2016 r.). Zarząd spodziewa się, że spadek rentowności związany ze zdobywaniem nowych zleceń będzie widoczny głównie w wynikach za 2017 r. W kolejnych latach przewidywana jest jej poprawa i powrót do rynkowych poziomów. Zakładając zysk EBITDA/tona na poziomie ok. 600 PLN fabryka na Węgrzech pozwoli na wypracowanie w 2017 r. zysku EBITDA na poziomie ok. 26 mln PLN. na 2019 r.

Proces szkolenia pracowników do nowego zakładu nadal jest w toku i przebiega zgodnie z zakładanym przez Spółkę planem. Zamiary Zarządu związane z szybszym otwarciem zakładu w Komarom pokrzyżowane zostały przez kwestie proceduralne. Czas oczekiwania na wszystkie konieczne zezwolenia był dłuższy niż Spółka wcześniej zakładała, w wyniku czego uruchomienie pierwszej linii produkcyjnej było możliwe dopiero we wrześniu. Wobec tego przewidywana na 2016 r. produkcja w węgierskim zakładzie wyniesie ok. 6 tys. ton (zakładając, że otwarcie nastąpiłoby dwa miesiące wcześniej wyniosłaby kilkanaście tys. ton). W 4Q'16 zostanie uruchomiona również druga linia produkcyjna i zakład będzie już dysponować zdolnościami produkcyjnymi w wysokości 60 tys. ton/rok. Dzięki zastosowaniu w nowej fabryce bardziej efektywnych pieców (mniej energo- i pracochłonnych) rentowność sprzedawanych produktów powinna być nieco wyższa w porównaniu do tych pochodzących z polskich zakładów.

Bliska obecność klientów z rynku węgierskiego i rumuńskiego powinna pozwolić na obniżenie kosztów transportu oraz na nawiązanie z nimi szerszej współpracy. Dotychczas Spółka nie była znacznym dostawcą stopów odlewniczych u żadnego ze swoich odbiorców z rynku węgierskiego czy rumuńskiego. Po rozpoczęciu produkcji na Węgrzech ambicją Zarządu jest nawiązanie bliższej kooperacji z lokalnymi konsumentami stopów.

Kolejnym projektem inwestycyjnym, o którym Alumetal ostatnio informował jest rozbudowa zakładu stopów wstępnych w Gorzycach. Kosztem 58,5 mln PLN Spółka chce zwiększyć produkcję o 100% tj. o 7-8 tys. ton rocznie, a planowany termin zakończenia inwestycji przewidywany jest na 2018 r. Produkcja stopów wstępnych ma nieco inną charakterystykę w porównaniu do stopów odlewniczych. Przede wszystkim jest ona bardziej marżowa. Inaczej przebiega również proces pozyskiwania nowych klientów. Czas kontraktacji zlecenia jest dłuższy niż w przypadku stopów odlewniczych i trwa zazwyczaj ok. pół roku. Biorąc powyższe pod uwagę oraz fakt, że nowa fabryka w Gorzycach zostanie uruchomiona w 2018 r. całkowitego wypełnienia mocy można się spodziewać za ok. 4 lata.

Nie zostały jeszcze zaprezentowane przez Alumetal żadne decyzje odnośnie nabycia SKTB ALUMINIUM. Pierwotnym terminem podjęcia decyzji był koniec 2016 r. lecz ze względu na toczącą się inwestycję na Węgrzech Zarząd poinformował o przedłużeniu tego terminu do połowy 2017 r. Francuskie przedsiębiorstwo posiada podobny profil produkcji do Alumetal, a obie spółki nawiązały już współpracę osiągając przy tym pierwsze efekty synergii. Przejmując spółkę SKTB, Alumetal znacznie zwiększyłby swoją obecność na rynku Europy Zachodniej, gdzie do tej pory posiadał niewielki udział.

Sytuacja w branży motoryzacyjnej nadal wygląda bardzo korzystnie. Wprawdzie po 34 miesiącach z pozytywną dynamiką rejestracji nowych samochodów osobowych w UE w lipcu odnotowano jej spadek o 1,4% r/r, lecz w sierpniu i we wrześniu znów nastąpił jej wzrost o odpowiednio 10,0% r/r i 7,2% r/r. Podobnie sytuacja wygląda w segmencie samochodów użytkowych. 20 miesiąc z rzędu w UE miał miejsce wzrost rejestracji nowych samochodów użytkowych r/r, których łącznie w ostatnich 12 miesiącach roku zarejestrowano 2,3 mln sztuk. Korzystny z punktu widzenia Spółki jest także trend przenoszenia produkcji aut do Europy Środkowo-Wschodniej. Po ogłoszeniu przez koncern Jaguar Land Rover budowy fabryki samochodów na Słowacji, we wrześniu Daimler poinformował, że zamierza w Polsce stworzyć nowy zakład zajmujący się produkcją silników, którego uruchomienie planowane jest na 2019 r. Rosnąca produkcja samochodów w regionie może się przełożyć na jeszcze większe zainteresowanie sprzedawanymi przez Alumetal stopami odlewniczymi.

Tabela: Wyniki kwartalne Alumetal

|                    | 1Q 2015        | 2Q 2015        | 3Q 2015 P      | 4Q 2015        | 2015             | 1Q 2016        | 2Q 2016        | 3Q 2016P       | 4Q 2016P       | 2016P            |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>Przychody</b>   | <b>385 376</b> | <b>367 050</b> | <b>351 338</b> | <b>338 123</b> | <b>1 441 886</b> | <b>337 928</b> | <b>318 061</b> | <b>291 983</b> | <b>354 990</b> | <b>1 302 962</b> |
| dynamika r/r       | 23,8%          | 20,3%          | 20,2%          | 3,6%           | 16,7%            | -12,3%         | -13,3%         | -16,9%         | 5,0%           | -9,6%            |
| <b>EBITDA</b>      | <b>19 200</b>  | <b>28 188</b>  | <b>34 272</b>  | <b>24 948</b>  | <b>106 608</b>   | <b>35 778</b>  | <b>30 848</b>  | <b>24 113</b>  | <b>27 046</b>  | <b>117 999</b>   |
| dynamika r/r       | -15,9%         | 25,8%          | 53,0%          | 11,4%          | 36,1%            | 86,3%          | 9,4%           | -29,6%         | 8,4%           | 10,7%            |
| marża EBITDA       | 4,98%          | 7,68%          | 9,75%          | 7,38%          | 7,39%            | 10,59%         | 9,70%          | 8,26%          | 7,62%          | 9,06%            |
| <b>EBITDA/tona</b> | <b>423,0</b>   | <b>683,0</b>   | <b>897,2</b>   | <b>623,7</b>   | <b>646,7</b>     | <b>842,0</b>   | <b>768,3</b>   | <b>634,5</b>   | <b>585,4</b>   | <b>707,2</b>     |
| <b>EBIT</b>        | <b>14 358</b>  | <b>23 147</b>  | <b>29 177</b>  | <b>19 746</b>  | <b>86 428</b>    | <b>30 493</b>  | <b>25 676</b>  | <b>19 018</b>  | <b>21 844</b>  | <b>97 031</b>    |
| dynamika r/r       | -20,3%         | 171,8%         | 95,9%          | 12,5%          | 46,6%            | 112,4%         | 10,9%          | -34,8%         | 10,6%          | 12,3%            |
| marża EBIT         | 3,73%          | 6,31%          | 8,30%          | 5,84%          | 5,99%            | 9,02%          | 8,07%          | 6,51%          | 6,15%          | 7,45%            |
| <b>Zysk netto</b>  | <b>9 822</b>   | <b>21 557</b>  | <b>27 724</b>  | <b>18 550</b>  | <b>77 653</b>    | <b>28 714</b>  | <b>26 551</b>  | <b>17 840</b>  | <b>19 668</b>  | <b>92 773</b>    |
| dynamika r/r       | -42,9%         | 100,5%         | 97,3%          | 9,8%           | 31,8%            | 192,3%         | 23,2%          | -35,6%         | 6,0%           | 19,5%            |
| marża netto        | 2,55%          | 5,87%          | 7,89%          | 5,49%          | 5,39%            | 8,50%          | 8,35%          | 6,11%          | 5,54%          | 7,12%            |

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGŻ BNP Paribas



Wycena

- Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:
- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
  - metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

- Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,0 %, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
  - nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
  - współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
  - wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
  - efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%, która od 2018 r. skorygowana jest o tarczę podatkową z tytułu inwestycji na terenie SSE; szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółki; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
  - nie zakładamy emisji nowych akcji;
  - wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
  - wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
  - cena akcji została wyliczona na dzień 24.10.2016 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Alumetal SA jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie NEUTRALNIE dla akcji Spółki z ceną docelową 67,63 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

|                        | wycena 1 akcji | waga |
|------------------------|----------------|------|
| metoda DCF             | 61,99          | 50%  |
| metoda porównawcza     | 73,27          | 50%  |
| <b>wycena Alumetal</b> | <b>67,63</b>   |      |
| obecna cena akcji      | 61,90          |      |
| różnica (%)            | 9%             |      |

Źródło: BM BGŻ BNP

Tab. Wycena metodą porównawczą

| Spółka                                                          | Kapitalizacja<br>(mln EUR) | EV/EBIT |       |       | EV/EBITDA |       |        | P/E    |        |       |
|-----------------------------------------------------------------|----------------------------|---------|-------|-------|-----------|-------|--------|--------|--------|-------|
|                                                                 |                            | 2016P   | 2017P | 2018P | 2016P     | 2017P | 2018P  | 2016P  | 2017P  | 2018P |
| Globalni przetwórcy aluminium                                   |                            |         |       |       |           |       |        |        |        |       |
| ALCOA INC                                                       | 10 489,8                   | 16,1    | 13,4  | 10,1  | 8,7       | 7,9   | 7,1    | 21,3   | 15,9   | 11,4  |
| HINDALCO INDUSTRIES LTD                                         | 4 265,8                    | 19,7    | 11,5  | 10,4  | 10,5      | 7,4   | 6,9    | 102,8  | 12,5   | 9,7   |
| NORSK HYDRO ASA                                                 | 8 154,0                    | 12,0    | 10,8  | 9,2   | 6,6       | 6,5   | 5,6    | 17,8   | 17,4   | 14,0  |
| AMAG AUSTRIA METALL AG                                          | 1 114,3                    | 22,3    | 17,8  | 13,1  | 10,1      | 8,9   | 7,1    | 30,0   | 24,5   | 17,2  |
| KAISER ALUMINUM CORP                                            | 1 322,1                    | 8,6     | 8,3   | 7,6   | 7,4       | 7,1   | 6,6    | 14,7   | 14,0   | 12,7  |
| MEDIANA                                                         | 4 265,8                    | 16,1    | 11,5  | 10,1  | 8,7       | 7,4   | 6,9    | 21,3   | 15,9   | 12,7  |
| Spółki z sektora przemysłowego notowane na GPW                  |                            |         |       |       |           |       |        |        |        |       |
| AMICA SA                                                        | 371,0                      | 10,4    | 9,9   | 9,3   | 8,4       | 7,8   | 7,3    | 14,0   | 12,4   | 12,0  |
| APATOR SA                                                       | 226,2                      | 11,8    | 10,8  | 10,7  | 8,9       | 8,1   | 8,0    | 13,5   | 11,8   | 12,4  |
| GRUPA KETY SA                                                   | 859,3                      | 14,3    | 13,7  | 12,6  | 10,3      | 9,6   | 8,8    | 14,6   | 16,6   | 15,3  |
| SANOK RUBBER COMPANY SA                                         | 415,9                      | 12,9    | 12,1  | 11,5  | 10,0      | 9,5   | 9,0    | 16,8   | 15,8   | 15,0  |
| WIELTON SA                                                      | 186,8                      | 14,3    | 13,3  | 11,0  | 10,9      | 10,0  | 8,4    | 18,6   | 16,8   | 15,2  |
| MANGATA HOLDING SA                                              | 182,9                      | 11,7    | 11,0  | 10,3  | 8,9       | 8,7   | 7,7    | 12,9   | 12,5   | 11,6  |
| IZO-BLOK SA                                                     | 52,4                       | 13,0    | 10,2  | 7,9   | 10,6      | 7,9   | 6,3    | 32,3   | 16,7   | 12,4  |
| UNIWHEELS AG                                                    | 573,4                      | 12,1    | 10,7  | 10,8  | 8,9       | 7,9   | 7,9    | 11,5   | 10,3   | 10,3  |
| MEDIANA                                                         | 298,6                      | 12,5    | 10,9  | 10,7  | 9,5       | 8,4   | 7,9    | 14,3   | 14,2   | 12,4  |
| wskaźniki Alumetal                                              | 222,7                      | 10,8    | 10,7  | 10,5  | 8,6       | 8,2   | 8,2    | 10,7   | 10,6   | 10,5  |
| Premia/dyskonto do spółek porównywalnych z przemysłu aluminium* | -33,0%                     | -7,4%   | 3,9%  | -1,7% | 10,1%     | 19,6% | -49,8% | -33,6% | -17,8% |       |
| Premia/dyskonto do spółek porównywalnych notowanych na GPW*     | -13,9%                     | -2,1%   | -2,0% | -9,5% | -2,6%     | 3,5%  | -25,4% | -25,4% | -15,7% |       |

Wycena 1 akcji (PLN) 73,27 PLN

Źródło: Bloomberg, prognozy BM BGŻ BNP, \*wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej





Tabela: Wycena metodą DCF

| (mln PLN)                          | 2016P            | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       | 2024P       | 2025P       |
|------------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                          | 1 303,0          | 1 621,9     | 1 747,7     | 1 782,4     | 1 813,9     | 1 857,7     | 1 875,0     | 1 892,5     | 1 910,1     | 1 927,8     |
| EBIT                               | 97,0             | 97,6        | 101,6       | 102,0       | 102,1       | 103,0       | 101,9       | 101,0       | 99,8        | 98,5        |
| Efektywna st. podatkowa            | 6%               | 6%          | 6%          | 6%          | 6%          | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         |
| NOPLAT                             | 91,2             | 91,8        | 95,5        | 95,9        | 96,0        | 83,5        | 82,6        | 81,8        | 80,9        | 79,8        |
| Amortyzacja                        | 21,0             | 24,7        | 28,0        | 29,9        | 31,8        | 33,8        | 35,9        | 37,8        | 39,9        | 42,3        |
| CAPEX                              | -115,0           | -55,0       | -31,0       | -32,9       | -32,8       | -34,8       | -36,9       | -38,8       | -40,9       | -43,3       |
| Inwestycje w kapitał obrotowy      | 12,5             | -45,5       | -13,9       | -2,6        | -4,5        | -6,3        | -2,5        | -2,5        | -2,5        | -2,6        |
| <b>FCFF</b>                        | <b>9,7</b>       | <b>16,0</b> | <b>78,6</b> | <b>90,3</b> | <b>90,4</b> | <b>76,1</b> | <b>79,1</b> | <b>78,3</b> | <b>77,3</b> | <b>76,2</b> |
| Stopa wolna od ryzyka              | 3,0%             | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%        |
| Premia rynkowa                     | 5,5%             | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta                               | 1,2              | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| Koszt kapitału własnego            | 9,6%             | 9,8%        | 9,7%        | 9,5%        | 9,3%        | 9,2%        | 9,1%        | 9,0%        | 9,0%        | 9,0%        |
| Koszt długu                        | 5,0%             | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        |
| Koszt długu po opodatkowaniu       | 4,7%             | 4,7%        | 4,7%        | 4,7%        | 4,7%        | 4,1%        | 4,1%        | 4,1%        | 4,1%        | 4,1%        |
| % kapitału własnego                | 79,7%            | 76,8%       | 78,5%       | 81,6%       | 84,5%       | 87,2%       | 88,6%       | 89,2%       | 89,6%       | 90,1%       |
| % długu                            | 20,3%            | 23,2%       | 21,5%       | 18,4%       | 15,5%       | 12,8%       | 11,4%       | 10,8%       | 10,4%       | 9,9%        |
| <b>WACC</b>                        | <b>8,6%</b>      | <b>8,7%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,5%</b> | <b>8,5%</b> | <b>8,5%</b> | <b>8,5%</b> | <b>8,5%</b> |
| Suma DFCF                          | 438,1            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość rezydualna (TV)            | 1 195,7          |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Zdyskontowana TV                   | 561,5            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość dz. operacyjnej            | 999,6            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Dług netto                         | 46,7             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość kapitału własnego</b>   | <b>952,9</b>     |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Liczba akcji (mln)                 | 15,4             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość obecna jednej akcji</b> | <b>61,99 PLN</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

|      |       | wzrost FCFF w nieskończoność |       |              |       |       |
|------|-------|------------------------------|-------|--------------|-------|-------|
|      |       | 1,0%                         | 1,5%  | 2,0%         | 2,5%  | 3,0%  |
| WACC | -1,0% | 66,19                        | 69,69 | 73,81        | 78,77 | 84,82 |
|      | -0,5% | 61,17                        | 64,05 | 67,41        | 71,39 | 76,16 |
|      | 0,0%  | 56,81                        | 59,21 | <b>61,99</b> | 65,23 | 69,06 |
|      | 0,5%  | 52,99                        | 55,02 | 57,34        | 60,01 | 63,13 |
|      | 1,0%  | 49,62                        | 51,35 | 53,30        | 55,53 | 58,10 |

Źródło: BM BGŻ BNP

|      |      | wzrost FCFF w nieskończoność |       |              |       |       |
|------|------|------------------------------|-------|--------------|-------|-------|
|      |      | 1,0%                         | 1,5%  | 2,0%         | 2,5%  | 3,0%  |
| Beta | 1,01 | 56,91                        | 59,32 | 62,10        | 65,34 | 69,17 |
|      | 1,11 | 56,86                        | 59,27 | 62,04        | 65,28 | 69,11 |
|      | 1,21 | 56,81                        | 59,21 | <b>61,99</b> | 65,23 | 69,06 |
|      | 1,31 | 56,76                        | 59,16 | 61,94        | 65,17 | 69,00 |
|      | 1,41 | 56,71                        | 59,11 | 61,88        | 65,12 | 68,94 |

#### Czynniki ryzyka:

- Ryzyko związane z cenami aluminium – na wyniki Spółki oddziałują ceny aluminium poprzez sprzedaż stopów aluminiowych oraz zakup złomów aluminiowych. Niekorzystne zmiany cen (spadek cen wyrobów gotowych oraz wzrost cen surowców) mogą mieć odzwierciedlenie w niższej rentowności działalności Alumental.
- Ryzyko związane z koniunkturą w branży motoryzacyjnej – ponad 90% produkcji jest dedykowane do branży motoryzacyjnej. Ograniczenie popytu na samochody mogłoby wpłynąć na niższe zapotrzebowanie na produkty Alumental.
- Ryzyko związane z sytuacją ekonomiczną – globalna sytuacja ekonomiczna pośrednio wpływa na wyniki Spółki poprzez oddziaływanie na ceny aluminium oraz na popyt na nowe samochody.
- Ryzyko kursowe - ponad 60% sprzedawanych produktów dedykowana jest klientom zagranicznym, a 62% zakupionego złomu w 1H'16 pochodziła z zagranicy. Sprawia to, że Spółka jest narażona na zmiany kursów walutowych.



| RZiS (mln PLN)                   | 2013           | 2014           | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ogółem</b>          | <b>1 015,3</b> | <b>1 235,3</b> | <b>1 441,9</b> | <b>1 303,0</b> | <b>1 621,9</b> | <b>1 747,7</b> | <b>1 782,4</b> |
| <i>zmiana r/r</i>                | <i>20,2%</i>   | <i>21,7%</i>   | <i>16,7%</i>   | <i>-9,6%</i>   | <i>24,5%</i>   | <i>7,8%</i>    | <i>2,0%</i>    |
| <b>Koszt własny sprzedaży</b>    | <b>952,8</b>   | <b>1 131,3</b> | <b>1 307,1</b> | <b>1 160,1</b> | <b>1 473,0</b> | <b>1 590,4</b> | <b>1 623,2</b> |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>  | <b>62,5</b>    | <b>104,0</b>   | <b>134,8</b>   | <b>142,9</b>   | <b>148,9</b>   | <b>157,3</b>   | <b>159,2</b>   |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i> | <i>6,2%</i>    | <i>8,4%</i>    | <i>9,3%</i>    | <i>11,0%</i>   | <i>9,2%</i>    | <i>9,0%</i>    | <i>8,9%</i>    |
| <b>EBIT</b>                      | <b>37,1</b>    | <b>59,0</b>    | <b>86,4</b>    | <b>97,0</b>    | <b>97,6</b>    | <b>101,6</b>   | <b>102,0</b>   |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>54,0</b>    | <b>78,3</b>    | <b>106,6</b>   | <b>118,0</b>   | <b>122,4</b>   | <b>129,6</b>   | <b>131,9</b>   |
| <i>marża operacyjna</i>          | <i>3,6%</i>    | <i>4,8%</i>    | <i>6,0%</i>    | <i>7,4%</i>    | <i>6,0%</i>    | <i>5,8%</i>    | <i>5,7%</i>    |
| <b>Zysk (strata) netto</b>       | <b>35,8</b>    | <b>58,9</b>    | <b>77,7</b>    | <b>92,8</b>    | <b>91,8</b>    | <b>95,5</b>    | <b>95,9</b>    |
| <i>marża netto</i>               | <i>3,5%</i>    | <i>4,8%</i>    | <i>5,4%</i>    | <i>7,1%</i>    | <i>5,7%</i>    | <i>5,5%</i>    | <i>5,4%</i>    |

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

| Cash flow (mln PLN)                           | 2013         | 2014         | 2015         | 2016P         | 2017P        | 2018P        | 2019P        |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>36,5</b>  | <b>58,5</b>  | <b>70,1</b>  | <b>127,2</b>  | <b>72,0</b>  | <b>110,7</b> | <b>124,2</b> |
| Zysk brutto                                   | 35,8         | 58,9         | 77,7         | 92,8          | 91,8         | 95,5         | 95,9         |
| Amortyzacja                                   | 16,9         | 19,4         | 20,2         | 21,0          | 24,7         | 28,0         | 29,9         |
| Zmiana kapitału obrotowego                    | -14,9        | -19,0        | -22,7        | 12,5          | -45,5        | -13,9        | -2,6         |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-33,2</b> | <b>-9,7</b>  | <b>-47,9</b> | <b>-115,0</b> | <b>-55,0</b> | <b>-31,0</b> | <b>-32,9</b> |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX)                  | -33,5        | -10,8        | -32,6        | -115,0        | -55,0        | -31,0        | -32,9        |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>-8,6</b>  | <b>-29,3</b> | <b>-29,9</b> | <b>20,2</b>   | <b>2,2</b>   | <b>-52,5</b> | <b>-69,5</b> |
| Dywidenda                                     | 0,0          | -21,1        | -29,4        | -38,8         | -46,4        | -50,5        | -52,5        |
| Odsetki                                       | 1,8          | 1,1          | 1,0          | 1,0           | 1,0          | 1,0          | 1,0          |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>       | <b>-5,3</b>  | <b>19,6</b>  | <b>-7,7</b>  | <b>32,4</b>   | <b>19,2</b>  | <b>27,1</b>  | <b>21,8</b>  |
| <b>Środki pieniężne:</b>                      |              |              |              |               |              |              |              |
| <b>na początek okresu</b>                     | <b>1,1</b>   | <b>0,2</b>   | <b>1,5</b>   | <b>3,8</b>    | <b>36,2</b>  | <b>55,4</b>  | <b>82,5</b>  |
| <b>na koniec okresu</b>                       | <b>0,2</b>   | <b>1,5</b>   | <b>-4,1</b>  | <b>36,2</b>   | <b>55,4</b>  | <b>82,5</b>  | <b>104,3</b> |

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

| Bilans (mln PLN)              | 2013         | 2014         | 2015         | 2016P        | 2017P        | 2018P        | 2019P        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTYWA</b>                 | <b>482,9</b> | <b>535,9</b> | <b>570,5</b> | <b>672,8</b> | <b>794,4</b> | <b>848,9</b> | <b>879,1</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>          | <b>210,5</b> | <b>202,2</b> | <b>223,8</b> | <b>317,8</b> | <b>348,1</b> | <b>351,1</b> | <b>354,1</b> |
| Rzeczowe aktywa trwałe        | 208,2        | 199,1        | 215,4        | 308,5        | 338,7        | 341,9        | 345,1        |
| Wartości niematerialne        | 2,0          | 1,8          | 1,7          | 2,6          | 2,7          | 2,5          | 2,2          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>        | <b>272,5</b> | <b>333,7</b> | <b>346,7</b> | <b>355,0</b> | <b>446,3</b> | <b>497,8</b> | <b>525,1</b> |
| Zapasy                        | 122,0        | 136,7        | 144,0        | 137,6        | 169,0        | 177,4        | 178,4        |
| Należności krótkoterminowe    | 150,1        | 195,3        | 183,7        | 166,0        | 206,6        | 222,6        | 227,1        |
| Środki pieniężne              | 0,2          | 1,5          | 3,8          | 36,2         | 55,4         | 82,5         | 104,3        |
| <b>PASYWA</b>                 | <b>482,9</b> | <b>535,9</b> | <b>570,5</b> | <b>672,8</b> | <b>794,4</b> | <b>848,9</b> | <b>879,1</b> |
| <b>Kapitał własny</b>         | <b>285,5</b> | <b>324,8</b> | <b>380,9</b> | <b>434,8</b> | <b>480,2</b> | <b>525,3</b> | <b>568,6</b> |
| Kapitał podstawowy            | 1,5          | 1,5          | 1,5          | 1,5          | 1,5          | 1,5          | 1,5          |
| Kapitał zapasowy              | 220,2        | 223,5        | 200,1        | 200,1        | 200,1        | 200,1        | 200,1        |
| Zysk skumulowany              | 62,5         | 98,5         | 176,5        | 137,7        | 184,1        | 225,4        | 268,4        |
| <b>Zobowiązania i rezerwy</b> | <b>197,5</b> | <b>211,1</b> | <b>189,6</b> | <b>238,0</b> | <b>314,1</b> | <b>323,6</b> | <b>310,5</b> |
| Zobowiązania długoterminowe   | 32,8         | 21,0         | 18,3         | 78,3         | 121,3        | 121,3        | 107,3        |
| Zobowiązania krótkoterminowe  | 164,7        | 190,1        | 171,3        | 159,7        | 192,8        | 202,3        | 203,2        |
| <i>w tym dług odsetkowy</i>   | <i>70,4</i>  | <i>46,8</i>  | <i>50,5</i>  | <i>110,5</i> | <i>145,1</i> | <i>144,1</i> | <i>128,1</i> |

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

|                | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS            | 2,3  | 3,8  | 5,1  | 6,0   | 6,0   | 6,2   | 6,2   |
| DPS            | 0,0  | 1,4  | 1,9  | 2,5   | 3,0   | 3,3   | 3,4   |
| Dividend yield | 0%   | 2%   | 3%   | 4%    | 5%    | 5%    | 5%    |
| BVPS           | 18,6 | 21,1 | 24,8 | 28,3  | 31,2  | 34,2  | 37,0  |
| P/E            | 26,8 | 16,3 | 12,4 | 10,4  | 10,5  | 10,1  | 10,0  |
| P/BV           | 3,4  | 3,0  | 2,5  | 2,2   | 2,0   | 1,8   | 1,7   |
| P/S            | 0,9  | 0,8  | 0,7  | 0,7   | 0,6   | 0,5   | 0,5   |
| EV/EBIT        | 27,8 | 17,5 | 11,9 | 10,6  | 10,5  | 10,1  | 10,1  |
| EV/EBITDA      | 19,1 | 13,1 | 9,7  | 8,7   | 8,4   | 7,9   | 7,8   |
| EV/S           | 1,0  | 0,8  | 0,7  | 0,8   | 0,6   | 0,6   | 0,6   |

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP



| Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego | telefon | adres email |
|-------------------------------------|---------|-------------|
|-------------------------------------|---------|-------------|

|                       |              |                                                                                              |
|-----------------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Michał Krajczewski    | 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.anio1@bgzbnpparibas.pl">adam.anio1@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 Wtórno | telefon | adres email |
|---------------------------------|---------|-------------|
|---------------------------------|---------|-------------|

|                      |              |                                                                                              |
|----------------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Damian Zemlik        | 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**

|  |                                     |                                                                 |
|--|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
|  | Zlecenia na GPW i New Connect       | <a href="https://makler.bmbgz.pl/">https://makler.bmbgz.pl/</a> |
|  | Zapisy w ofertach publicznych (IPO) | <a href="https://emisja.bmbgz.pl/">https://emisja.bmbgz.pl/</a> |

**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. dostaw i usług





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)