



# RAPORT ANALITYCZNY

## Impexmetal S.A.

metale

ISSN 1508-308X

Warszawa, 25.02.04

Na bazie modelu SOP bieżącą wartość aktywów netto Impexmetal szacujemy na 525 mln PLN.

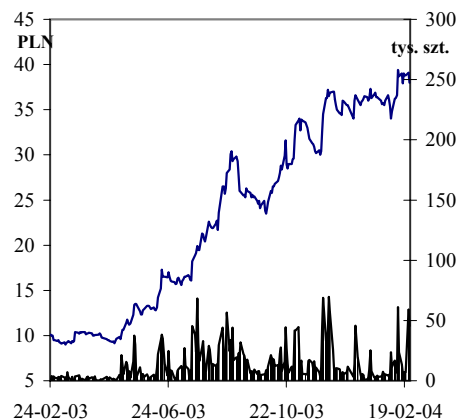
Zarząd Impexmetal przygotowuje nową strategię, która powinna zostać ogłoszona na przełomie I i II kwartału br. Obecnie trudno ocenić jak dalekie zmiany zostaną wprowadzone do dotychczas realizowanych celów spółki, co istotnie utrudnia jej analizę. Można przypuszczać, że po sprzedaży Huty Zawiercie (200 mln PLN) i odzyskaniu przez Impexmetal zdolność kredytowej (dodatkowo możliwe pozyskanie środków z emisji obligacji zamiennych), dojdzie do kolejnych zmian w strukturze Grupy (możliwe nowe przejęcia). Ponadto oczekujemy, że po trzech latach „zaciskania pasa” spółka zwiększy poziom inwestycji w spółkach wchodzących w skład Grupy.

Impexmetal należy do grona spółek cyklicznych, których wyniki w dużej mierze zależą od światowych tendencji na rynkach surowcowych. W przypadku Impexmetal sytuacja nie jest jednak tak oczywista jak ma to miejsce np. w KGHM. Hossa na rynku metali pozytywnie wpływa na wyniki największej spółki w Grupie – Aluminium Konin, która korzysta również z systematycznie rosnącego popytu na aluminium zarówno w kraju jak na świecie.

W przypadku spółek zajmujących się przetwórstwem miedzi, cynku i ołowiu, dla których surowce stanowią ok. 65% kosztów rodzajowych i które po gwałtownym wzroście cen metali nie są w stanie przenieść całości zwiększonych kosztów na klienta, oznacza to obniżenie marży operacyjnej. Dotyczy to szczególnie miedzi, której odbiorcy mają do dyspozycji substytut m.in. z plastiku. Ponadto, od maja br. należy pamiętać o wzroście VAT na materiały budowlane (15% wzrost cen). Budownictwo jest głównym odbiorcą produktów segmentu. Dla HMN Szopienice i WM Dziedzice może to oznaczać utrzymanie ujemnej rentowności na poziomie operacyjnym.

Obecna sytuacja na rynku walutowym (silne Euro, słaby złoty) jest korzystna dla większości spółek wchodzących w skład Grupy Kapitałowej, jak również spółki matki. Słaby USD niekorzystnie wpływa na wyniki HMN Szopienice.

Z punktu widzenia udziałowców mniejszościowych czynnikiem ryzyka pozostaje główny akcjonariusz spółki, tj. Skarb Państwa. Ryzyko to wiąże się m.in. z tym, że Impexmetal może być podmiotem „akumulującym” nierentowne przedsiębiorstwa sprzedawane przez SP. Naszym zdaniem istnieją także pozytywne aspekty wynikające z udziału SP, czego doświadczyły, korzystające z pomocy publicznej Szopienice (w I połowie 2003 r. znajdujące się w poważnej zapaści finansowej).



### Rekomendacja

-

Cena

38,00

Wycena

-

### Podstawowe dane

Ilość akcji (tys. szt.)	10 631
Free float	15%
Kapitalizacja (tys. zł)	403 962

### Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	31,5%
Franklin Resources, Inc.	18,4%
Nomura International plc	15,3%
Aluminium Konin S.A.	14,2%
S & I S.A.	5,4%
Pozostałe	15,2%

### Analitycy

Michał Marczak  
tel (22) 697 47 38  
fax (22) 697 47 43

[michal.marczak@breinvest.com.pl](mailto:michal.marczak@breinvest.com.pl)

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

[www.brebrokers.com.pl](http://www.brebrokers.com.pl)

	Sprzedaż [mln zł]	EBIT [mln zł]	Zysk netto [mln zł]	Cash earn. [mln zł]	Cena [zł]	EPS [zł]	P/E	BVPS [zł]	P/BV	CEPS [zł]	P/CE	EV/EBDIT
2000	2 918	129	37	132	38	3,5	11,0	47	0,8	12,5	3,0	4,8
2001	3 159	68	-31	96	38	-	-	39	1,0	9,0	4,2	5,5
2002	2 959	83	14	134	38	1,3	29,6	37	1,0	12,6	3,0	4,9
2003	3 212	145	6	122	38	0,6	65,5	38	1,0	11,4	3,3	2,5

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku 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 na ostatniej stronie niniejszego raportu.



Problemy, finansowe w jakich znalazł się Impexmetal przed rokiem, skłoniły Zarząd do podjęcia decyzji o ratunkowej emisji obligacji zamiennych na akcje spółki o łącznej wartości 79 mln PLN. Oferta objęcia obligacji została skierowana do dwóch akcjonariuszy (z pominięciem prawa poboru): Skarbu Państwa i Templeton, którzy decyzję o ich zakupie mogą podjąć do 29 kwietnia 2004 roku. Po sprzedaży Huty Zawiercie sytuacja finansowa spółki uległa zasadniczej zmianie, co powoduje, że emisja nie jest konieczna. Biorąc jednak pod uwagę to, że cena konwersji obligacji na akcje wynosi 29,5 PLN, istnieje ryzyko, że emisja zostanie objęta a udział akcjonariuszy mniejszościowych rozwodni się (w przypadku konwersji wszystkich obligacji – nie wcześniej niż 31.10.2005r. - wzrost liczby akcji o 2,68 mln szt.). W stosunku do naszej wyceny spółki oznaczałoby to spadek wyceny na akcję o 8,1%. W chwili podjęcia decyzji o emisji obligacji (grudzień 2002) przez Zarząd jedna akcja Impexmetal wyceniana była na ok. 9 PLN.

Obecnie, poprzez Aluminium Konin i spółkę S&I Impexmetal kontroluje 20% akcji własnych. Obecny Zarząd nie określił jakie są plany spółki dotyczące tychże akcji. Nie należy wykluczyć, że akcje te będą stanowiły dodatkową podaż na rynku, jak również nie można wykluczyć, że docelowo zostaną umorzone. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobne wydaje się zachowanie obecnego *status quo*.

**Wycena**

Wycenę spółki opieramy na zsumowaniu wartości poszczególnych aktywów (z uwzględnieniem ich wyceny na poziomie EV i alternatywnie kapitałów własnych), którą pomniejszamy o dług netto. Wycena głównych aktywów spółki została przygotowana w oparciu o wyceny rynkowe porównywalnych spółek. Oszacowana w ten sposób wartość aktywów netto wynosi 525 mln PLN. W związku z czynnikami ryzyka jakie widzimy w przypadku inwestycji w akcje Impexmetal (opisane poniżej) uważamy za uzasadnione przyjęcie dyskonta do uzyskanej w ten sposób wyceny. Poniżej przedstawiamy różne wyceny jednej akcji spółki w zależności od poziomu przyjętego dyskonta.

**Wycena Impexmetal S.A. (Sum-of-the-part)**

(mln PLN)	BV	Udział pośredni	Wskaźniki do wyceny (2003)		Wycena (udziału)		Uwagi
			EV/EBITDA	P/E	EV	MC	
<b>Aluminium</b>							
Aluminium Konin	219,9	88,2%	5,8	14,2	467,5	296,6	GPW
NPA Skawina		88,2%			0,0	0,0	
<b>Miedź</b>							
Hutmen	38,2	50,0%			59,5	22,9	
HMN Szopienice		29,0%			0,0	-4,8	
WM Dziedzice		35,5%			0,0	-13,2	
<b>Cynk i ołów</b>							
ZM Silesia	27,0	75,0%	5,6	12,1	24,9	16,6	
Baterpol	26,7	91,2%	5,6	12,1	49,4	29,2	
<b>Spółki handlowe</b>							
FLT and Metals Ltd	4,9	100,0%	4,0	2,0	0,0	1,7	
FLT Metall HmbH	6,9	100,0%	4,0	2,0	2,6	6,7	
Metalexfrance	2,3	77,9%	4,0	2,0	3,9	0,4	
Impex- Łożyska	1,0	97,2%	4,0	5,0	26,9	28,4	
ce-market.com	6,1	51,0%			0,0	0,0	
<b>Razem</b>	<b>427</b>				<b>634,6</b>	<b>384,5</b>	
<b>Pozostałe aktywa</b>					<b>148,2</b>	<b>148,2</b>	
Akcje własne					61,2	61,2	
Nieruchomości					40,0	40,0	
Impexmetal S.A.					47,0	47,0	
<b>Dług netto</b>					241,8	23,0	<b>Średnia</b>
Aktywa netto					541,1	509,8	<b>525,4</b>

\* *adj o jednorazowy wpływ podatku dochodowego, 10% dyskonto w stosunku do średniej wycen*

**Wycena Impexmetal w zależności od przyjętego dyskonta na poziomie holdingu i dyskonta w wycenie Aluminium Konin**

Dyskonto w wycenie AK		dyskonto na poziomie holdingu				
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%
-15%		37,9	40,3	42,7	45,1	47,4
-10%		39,5	42,0	44,5	47,0	49,4
0%		42,7	45,4	48,1	50,7	53,4
10%		45,9	48,8	51,7	54,5	57,4
15%		47,5	50,5	53,5	56,4	59,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Przedstawione powyżej zestawienie nie uwzględnia rozmycia udziałowców w związku z potencjalną konwersją obligacji zamiennych.

Na bazie naszej wyceny ok. 60% wartości Grupy Kapitałowej stanowi Aluminium Konin. W wycenie przedstawionej w modelu SOP (aktywa netto) wartość Aluminium Konin opieramy na wskaźnikach rynkowych dla podobnych spółek działających w UE (10% dyskonta do średniej z tytułu: przestarzały zakład elektrolizy, relatywnie wysoki jednostkowy koszt produkcji, mało przetworzone produkty). Dodatkowo zamieszczamy model DCF dla Aluminium Konin, który potwierdza wycenę wskaźnikową przy założeniu, że w długim okresie ceny aluminium utrzymują się na poziomie 1 545 USD/t oraz w Polsce nie nastąpi wzrost cen energii elektrycznej, co istotnie waha marżę operacyjną spółki.

#### Model DCF dla Aluminium Konin

(mln PLN)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wolumen sprzedaży	68	68	68	69	69	78	78	78	78	78	78	78	78
Zmiana	0%	0%	1%	1%	1%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Średnia cena Alu (spot)	1349	1432	1764	1750	1650	1545	1545	1545	1545	1545	1545	1545	1545
Zmiana	0%	6%	23%	-1%	-6%	-6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Średni kurs Euro/USD	0,94	1,13	1,24	1,19	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
zmiana	0%	20%	9%	-3%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Średni kurs USD	4,08	3,89	3,80	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
zmiana	0%	-5%	-2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Średni kurs Euro	3,85	4,40	4,70	4,60	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
zmiana	0%	14%	7%	-2%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Przychody</b>	<b>585</b>	<b>653</b>	<b>738</b>	<b>733</b>	<b>699</b>	<b>764</b>	<b>773</b>	<b>779</b>	<b>779</b>	<b>779</b>	<b>779</b>	<b>779</b>	<b>779</b>
<b>EBITDA</b>		<b>91,9</b>	<b>123,2</b>	<b>108,7</b>	<b>78,5</b>	<b>86,3</b>	<b>95,0</b>	<b>100,8</b>	<b>101,5</b>	<b>102,1</b>	<b>102,7</b>	<b>103,1</b>	<b>103,5</b>
marża		14,1%	16,7%	14,8%	11,2%	11,3%	12,3%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,3%
amortyzacja		39,6	40,3	42,3	44,2	44,2	44,2	44,2	44,2	44,2	44,2	44,2	44,2
EBIT		52,21	82,9	66,35	34,38	42,13	50,83	56,64	57,35	57,98	58,52	58,98	59,35
NOPLAT		38,1	67,1	53,7	27,8	34,1	41,2	45,9	46,5	47,0	47,4	47,8	48,1
CAPEX			50,0	70,0	70,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	44,2
FCF			57,5	26,1	2,0	28,3	40,3	50,0	50,6	51,1	51,6	51,9	48,1
DFCF			52,4	21,6	1,5	19,5	25,3	28,6	26,4	24,3	22,3	20,5	17,5

Perpetuity	1,0%
PV TV	248
PV FCFs	260
Dług netto	170
<b>Wycena</b>	<b>338</b>

**Kalkulacja WACC**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Koszt kapitału własnego	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	11,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	5,6%
Spread	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Dług / KW	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
<b>WACC</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>8,6%</b>

Model DCF Aluminium Konin nie zakłada wpływu na wyniki spółki potencjalnego zamknięcia zakładu elektrolizy (zagadnienie to zostało opisane na stronie 5 raportu), która może nastąpić po roku 2011. W przypadku realizacji takiego scenariusza można oczekiwać, że w długim okresie (wartość rezydualna) poziom generowanego EBITDA i FCF obniży się w stosunku do poziomu z ostatniego roku prognozy, uwzględniającego wyniki zakładu hutniczego. Na bazie naszych szacunków dotyczących udziału elektrolizy w wynikach spółki oraz w zależności od terminu zamknięcia zakładu, wartość Aluminium Konin z modelu DCF obniża się o 89 mln PLN (średnia).

**Wpływ zamknięcia elektrolizy na wycenę Aluminium Konin w modelu DCF**

(mln PLN)	Zamknięcie elektrolizy w roku	
	2014	2024
FCF walcowni po okresie prognozy (t+1)	26,1	28,6
PV TV	135	59
PV FCF w okresie prognozy	260	385
Wycena	225	274
Spadek wartości w stosunku do modelu bazowego	-113	-64
<b>Średnia</b>	<b>-89</b>	

W modelu SOP dla Impexmetal u uwzględniamy wycenę Aluminium Konin opierającą się na wskaźnikach rynkowych. Wstawienie do modelu wyceny DCF Konina w wariantcie zakładającym zamknięcie zakładu elektrolizy obniża szacowaną wartość aktywów netto o 47 mln PLN (4,4 PLN na jedną akcję).

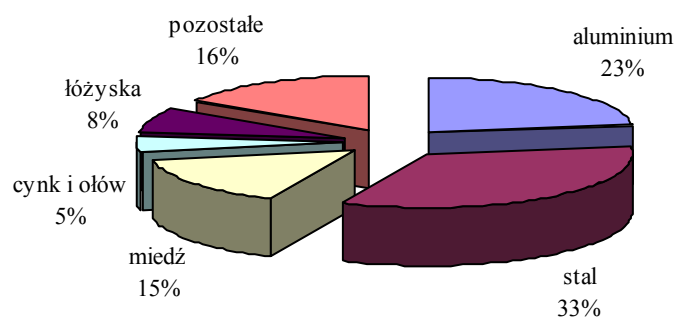
**Wycena jednej akcji Impexmetal na bazie SOP w zależności od dyskonta na poziomie holdingu (wycena Aluminium Konin na bazie modelu DCF)**

(PLN)	dyskonto na poziomie holdingu				
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%
Zakład elektrolizy nie zostaje zamknięty	42,6	45,3	48,0	50,6	53,3
Zakład elektrolizy zostaje zamknięty	36,0	38,2	40,5	42,7	45,0

## Zagadnienia dotyczące Grupy Kapitałowej

Obecna strategia Impexmetal koncentruje się na rozwoju dwóch segmentów działalności: produkcji wyrobów z aluminium i produkcji wyrobów z miedzi. W I połowie 2003 roku segmenty te wygenerowały odpowiednio 23% i 15% skonsolidowanych przychodów. Najwyższe przychody (33% udział) wypracowała Huta Zawiercie, zajmująca się produkcją wyrobów ze stali. W związku z zamknięciem transakcji (grudzień 2003) sprzedaży Zawiercia począwszy od I kwartału 2004 należy oczekiwać znaczącego spadku przychodów i wyniku operacyjnego Grupy. Huta Zawiercie miała wpływ na wielkość skonsolidowanych przychodów i EBIT Impexmetal do listopada 2003. Począwszy od lipca 2003 spółka wyeliminowała (poprzez rezerwy) wpływ huty na wynik netto Grupy.

### Struktura przychodów Grupy Kapitałowej w I półroczu 2003



Źródło: Impexmetal S.A.

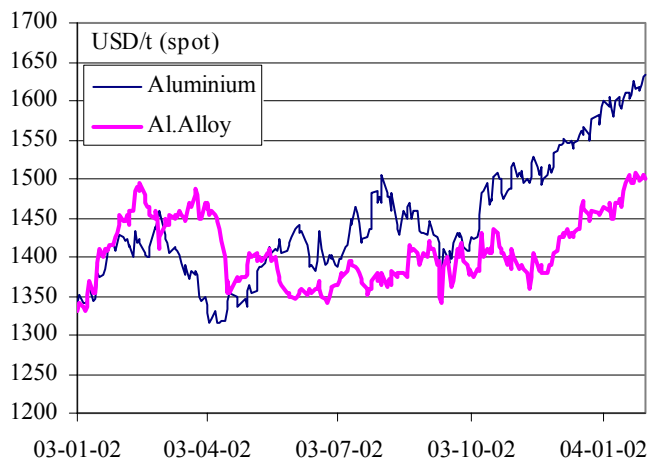
W roku 2003 Huta Zawiercie przy przychodach na poziomie 1 mld PLN wypracowała ok. 50 mln PLN zysku netto (17 mln PLN w I półroczu 2003). Jest to rekordowy wynik huty, który został osiągnięty przy sprzyjających warunkach zewnętrznych: wzrost cen stali na rynkach światowych, problemy konkurencji: Huta Ostrowiec, PHS. Od 1997 roku (objęcie udziałów przez Impexmetal) Huta Zawiercie wypracowała skumulowany wynik netto na poziomie ok. 85 mln PLN. Dzięki sprzedaży spółki Impexmetal pozyskał 200 mln PLN w gotówce. Środki te zostały w większości wykorzystane na spłatę zadłużenia. Należy oczekiwać, że począwszy od 2004 roku obniżone koszty odsetkowe (-16 mln PLN), wynikające ze zmniejszenia zadłużenia nie będą w stanie zrównoważyć niższego EPS grupy pozbawionej Huty Zawiercie.

## Produkcja wyrobów z aluminium

Po sprzedaży Huty Zawiercie produkcja wyrobów z aluminium stanowi główne źródło zysków Grupy Kapitałowej. Jej najważniejszym elementem jest Aluminium Konin, która w roku 2003 przy przychodach ze sprzedaży na poziomie 653 mln PLN osiągnęła 31 mln PLN zysku netto, co oznacza wzrost wyniku w stosunku do roku 2002 odpowiednio o 12% i 660%.

Obecnie spółce sprzyja przede wszystkim wzrost cen aluminium na LME oraz umocnienie się Euro w stosunku do PLN. Cena produktów Aluminium Konin (blachy, taśmy aluminiowe) ustalana jest w odniesieniu do bieżących notowań metalu na giełdzie londyńskiej, powiększona o marżę przerobową spółki. Pierwszy składnik ceny jest wyrażony w USD, marża najczęściej określona jest w Euro (dotyczy zarówno cen eksportowych jak i rynku krajowego). W roku 2003 57% przychodów spółki realizowana była na rynkach eksportowych, przede wszystkim w krajach UE a także USA i rynkach azjatyckich.

### Cena aluminium i tlenku glinu na LME



Źródło: LME

Podobnie jak w przypadku innych metali (choć mniej dynamicznie) ceny aluminium rosną. Średnia cena stopów (spot) w roku 2003 wyniosła 1 402 USD/t w stosunku do 1 234 USD/t przed rokiem. Obecnie tona aluminium kosztuje 1 735 USD. Tlenek glinu drożeje nieznacznie szybciej. Podczas gdy cena stopów w ostatnich sześciu miesiącach zdrożała o 16%, cena tlenku wzrosła o 23%.

Ok. 35% kosztów rodzajowych spółki denominowana jest w walutach obcych, głównie USD. Są to przede wszystkim koszty związane z zakupem surowca, jakim jest tlenek glinu oraz aluminium wsadowe (po procesie elektrolizy). Ponadto spółka skupuje złom aluminiowy na rynku krajowym. Uwzględniając strukturę kosztów Aluminium Konin, korzystne dla spółki jest utrzymywanie się wysokich cen aluminium i słaby złoty, zarówno w stosunku do USD jak i Euro.

Popyt na produkty Aluminium Konin w ostatnich latach dynamicznie rośnie zarówno na rynku krajowym jak i zagranicą. W kolejnych latach tendencja ta utrzyma się, co jednak nie oznacza dla spółki istotnego wzrostu wolumenu sprzedaży. Obecnie problemem Aluminium Konin jest maksymalne wykorzystanie mocy produkcyjnych.

Z zakupionego tlenku glinu Aluminium Konin wytwarza ok. 50 tys. ton aluminium hutniczego. Do tego spółka pozyskuje złom aluminiowy oraz aluminium hutnicze od innych producentów (głównie na rynku rosyjskim – łącznie ze złodem ok. 20 tys. ton). Pozyskany w ten sposób surowiec przerabiany jest w procesie walcowania głównie na blachy i taśmy aluminiowe, które stanowią produkt finalny. Własna produkcja aluminium hutniczego generuje ok. połowy marży na sprzedaży produktów. Zwiększenie przerobu walcowni może odbywać się jedynie poprzez wzrost zakupów aluminium hutniczego na rynku zagranicznym, co ostatecznie przekłada się na nieproporcjonalny wzrost wyniku a wymaga dodatkowych nakładów inwestycyjnych (usunięcie „wąskiego gardła” w procesie walcowania).

Jak wynika z poprzedniego akapitu elektroliza jest istotnym elementem marży operacyjnej spółki. Zakład elektrolizy Aluminium Konin jest przestarzały (droga technologia) i w perspektywie kolejnych 15-25 lat powinien zostać zamknięty. Dla spółki oznacza to konieczność zakupu całego wsadu do walcowni na rynku zagranicznym (co istotnie obniża marżę operacyjną) lub podjęcie inwestycji w nowy zakład elektrolizy. Obecnie na świecie buduje się zakłady o zdolnościach produkcyjnych powyżej 250 tys. ton rocznie (ze względu na efektywność produkcji), co w przypadku zdolności przerobowych walcowni Aluminium Konin jest wielkością zdecydowanie zbyt wysoką i zbędną. Budowa nowego zakładu elektrolizy to wydatek rzędu 0,9 mld USD.

Istotnym czynnikiem ryzyka w przypadku Aluminium Konin jest relatywnie do innych producentów w Europie droga energia elektryczna. Pomimo, że Aluminium Konin kupuje energię od jednego z najtańszych producentów w kraju (PAK) a ceny uzyskiwane przez hutę są istotnie niższe niż średnia cena energii wynikająca z KDT, z reguły w Europie producenci tacy jak



Aluminium Konin posiadają „nierynkowe” umowy na dostawę energii, często uzależnione od cen aluminium na LME. Uzyskanie takiej formuły obliczania ceny za energię w przypadku PAK jest uzależniona od decyzji politycznych. Ponieważ koszty energii stanowią ok. 35% kosztów rodzajowych spółki ich wzrost znacząco wpływa na spadek marży operacyjnej. W tym przypadku, w związku z silną konkurencją na rynku producentów zagranicznych możliwość przeniesienia zwiększonych kosztów na odbiorcę jest ograniczona.

Drugim podmiotem w segmencie produkcji aluminium jest NPA Skawina, która od 2003 jest spółką w 100% zależną od Aluminium Konin.

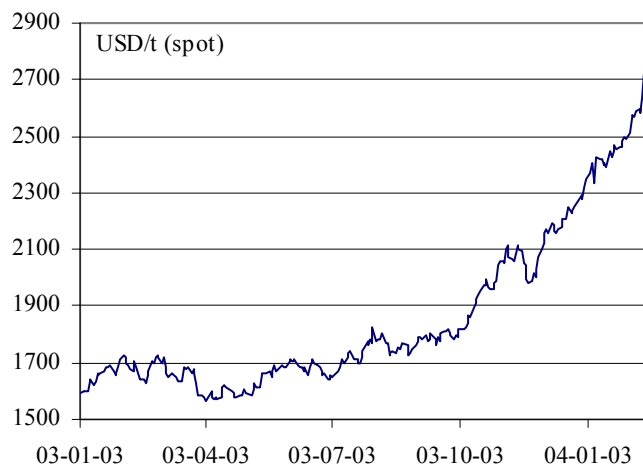
## Produkcja wyrobów z miedzi

Produkcja wyrobów z miedzi stanowi ważny element strategii Grupy Kapitałowej. Łącznie spółki wchodzące w skład grupy Impexmetal wytwarzają ok. 90 tys. ton wyrobów z miedzi, co stanowi ponad 80% krajowej produkcji. Spółką stanowiącą trzon segmentu miedziowego jest Hutmen (50% udział), któremu w grudniu 2003 roku, Impexmetal sprzedał posiadane udziały min. w spółkach: HMN Szopienice (produkcja wyrobów z miedzi i mosiądzu) oraz WM Dziedzice (produkcja wyrobów z mosiądzu i miedzi).

Ceny sprzedaży produktów spółek wchodzących w skład segmentu w 30-35% ustalane są w drodze negocjacji pomiędzy stronami i nie są odnoszone do cen surowców notowanych na giełdach (*fixed price*, odwrotnie jak w przypadku produktów Aluminium Konin). Ceny produktów sprzedawanych na rynkach eksportowych jak również znacząca część produktów sprzedawanych na rynku krajowym denominowane są w Euro, co powoduje, że obecne tendencje na rynku walutowym są korzystne dla spółek wchodzących w skład segmentu.

Wkład surowcowy stanowi 60-65% kosztów rodzajowych spółek miedziowych. Biorąc pod uwagę to, że ostateczna cena sprzedawanych produktów segmentu nie odnosi się do cen metali z LME giełdowy wzrost cen miedzi, prowadzi do obniżenia marży spółki. Część zwiększonych kosztów surowca przejmują „na swój rachunek” hurtownicy i dystrybutorzy. W przypadku niewielkich i mniej gwałtownych wahań cen surowców, ceny finalnych produktów mogą dopasowywać się do tendencji giełdowych. W przypadku zwyżki jaka miała miejsce na LME w ostatnich 8 miesiącach należy oczekiwać, że zdecydowanie wyższe ceny surowców z początkiem roku br. negatywnie wpłyną wyniki segmentu a w konsekwencji wyniki skonsolidowane Impexmetal.

## Cena miedzi (spot) na LME



Źródło: LME



W 2003, Hutmen – flagowa spółka segmentu osiągnęła przychody na poziomie 305 mln PLN (253 mln PLN przed rokiem) i zysk netto w wysokości 3,4 mln PLN (-0,4 mln PLN przed rokiem). Poprawa wyników Hutmena w dużej mierze wynika ze wzrostu wolumenu sprzedaży, który wyniósł 36 tys. ton, tj. o 17% więcej niż w roku 2002. Wzrost dotyczył przede wszystkim rur z miedzi (+33,6%) oraz drutów, prętów i profili z mosiądzu (+20,6%). Jego osiągnięcie było możliwe w związku z czasowym ograniczeniem produkcji w zakładach: WM Dziedzice, którego asortyment częściowo pokrywa się z ofertą Hutmena.

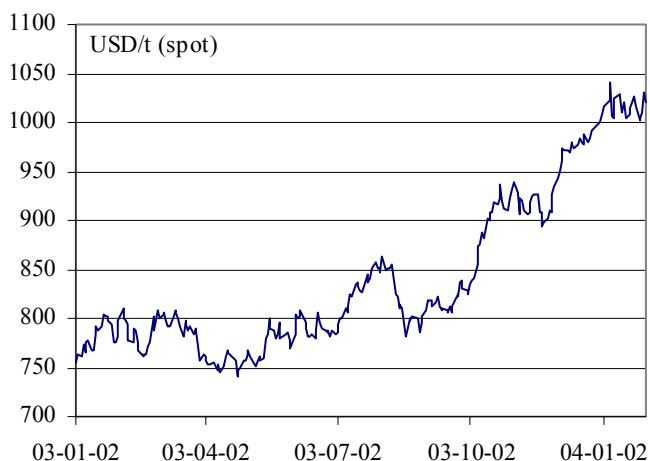
Ograniczenie produkcji WM Dziedzice jak również HMN Szopienice, które miało miejsce w 2003 roku wynikało z utraty płynności finansowej spółek. W ich restrukturyzację (przekazanie środków na wznowienie produkcji) zaangażował się Skarb Państwa jak również sam Impexmetal. Obecnie obie spółki pracują normalnie. Ich celem jest odzyskanie utraconych rynków zbytu, co naszym zdaniem będzie wiązało się z dodatkowymi kosztami. W 2003 w wyniku m.in. zmniejszenia produkcji, co wiązało się m.in. z zerwaniem części kontraktów obie spółki wygenerowały wysoką stratę netto. Pomimo, że ryzyko związane z płynnością w przypadku obu spółek wydaje się czasowo zażegnane, naszym zdaniem szczególnie po uwzględnieniu wzrostu cen surowców zarówno Szopienice jak i Dziedzice nie odzyskają rentowności. Od 2004 roku do ich grona może dołączyć również Hutmen.

### Produkcja wyrobów z cynku i ołowiu (ZM Silesia, Baterpol)

Produkcja wyrobów z cynku i ołowiu nie stanowi strategicznie ważnego segmentu w Impexmetal. Grupę tę reprezentują: ZM Silesia, specjalizująca się w produkcji wyrobów z cynku oraz Baterpol, zajmujący się skupem i przetwórstwem ołowiu (część produkcji została przeniesiona z HMN Szopienice).

ZM Silesia jest producentem wyrobów z cynku, m.in. blach, taśm, drutu, których głównym odbiorcą jest budownictwo. W roku 2003 przychody ze sprzedaży spółki wyniosły 67 mln PLN, co pozwoliło na wygenerowanie zysku netto na poziomie 1,8 mln PLN. Udział eksportu w sprzedaży spółki wynosi 53%.

### Cena cynku (L) i ołowiu (P) na LME



Źródło: LME



Mechanizm ustalania cen produktów finalnych jak również trendów występujących na surowcach jest zbliżony do tego w segmencie miedziowym. W związku z powyższym należy oczekiwać, że spółce będzie bardzo trudno przerzucić zwiększone koszty zakupu metali na końcowego klienta. Dodatkowo od maja br. popyt na wyroby spółki może zostać ograniczony w związku ze wzrostem VAT na materiały budowlane z 7% do 22%.

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:**

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35  
Doradca Inwestycyjny, Dyrektor  
[Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl](mailto:Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl)  
Analiza strategiczna

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Z-ca dyrektora  
[Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl](mailto:Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl)

**Sprzedawcy:**

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68  
[Michal.Skowronski@breinwest.com.pl](mailto:Michal.Skowronski@breinwest.com.pl)  
Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl](mailto:Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl)  
Marzena Lempicka tel. (+48 22) 697 48 95  
[Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl](mailto:Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl)  
Grzegorz Stepień tel. (+48 22) 697 48 62  
[Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl](mailto:Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl)  
Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82  
[Tomasz.Roguński@breinwest.com.pl](mailto:Tomasz.Roguński@breinwest.com.pl)

**Analitycy:**

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37  
[Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl](mailto:Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl)  
Chemia, farmaceutyki, AGD, przem. spożywczy

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
[Michal.Marczak@breinwest.com.pl](mailto:Michal.Marczak@breinwest.com.pl)  
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42  
Doradca Inwestycyjny  
[Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl](mailto:Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl)  
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36  
Makler Pap. Wart.  
[Witold.Samborski@breinwest.com.pl](mailto:Witold.Samborski@breinwest.com.pl)  
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64  
[Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl](mailto:Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl)  
Asystent analityka, analiza techniczna

---

**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 Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi jej wcześniejsza zmiana.

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

---

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

DI BRE Banku 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.

DI BRE Banku 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.

DI BRE Banku S.A. pełni obowiązki oferującego akcji na okaziciela serii C spółki IMPEXMETAL S.A., emitowanych w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego spółki IMPEXMETAL S.A., na podstawie uchwały Walnego Zgromadzenia IMPEXMETAL S.A. z dnia 20 grudnia 2002 r.

DI BRE Banku S.A. pełni również obowiązki agenta emisji obligacji zamiennych na akcje serii C spółki IMPEXMETAL S.A..

Zgodnie z pkt. 10.5 prospektu emisyjnego spółki IMPEXMETAL S.A. sporządzonego w związku z emisją akcji serii C, obligatariusz ma prawo do zamiany obligacji na akcje po raz pierwszy po upływie 18 miesięcy od daty emisji obligacji, tj. po upływie 18 miesięcy od dnia 29 kwietnia 2004 r. Termin wykupu obligacji zamiennych na akcje upływa z dniem 29 kwietnia 2008 r.



*Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć lub w przeszłości świadczył inne usługi na rzecz emitenta lub innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.*

*W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy DI BRE Banku S.A. otrzymało od emitenta papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji, wynagrodzenie z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.*

*DI BRE Banku S.A. zamierza pośredniczyć w sprzedaży papierów wartościowych emitenta na zlecenie jednego z jego akcjonariuszy.*

*Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.*

*Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:*

*DCF – ciągle jest 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.*