

ANALIZA PODUZEĆA

Aurubis AG

Započinjemo praćenje Aurubis AG s preporukom za kupnju dionice. Ciljanu cijenu od €49.49 dobili smo na osnovi DCF modela. U odnosu na tržišnu cijenu od €38.66, vidimo potencijal za rast od 28% u sljedećih godinu dana.

U prvom kvartalu Aurubis je proizveo manju količinu katoda bakra zbog zastoja u proizvodnji. PS Recikliranje / Dragocjeni metali i PS Proizvodi od bakra ostvarili su proizvodnju na razini prethodnih razdoblja ili veću. S rastom cijena metala očekujemo da će poduzeće ostvariti snažan rast prodaje u narednim kvartalima, odnosno na kraju fiskalne godine.

Proizvodnja i potrošnja bakra porasti će ove i sljedeće prema prognozama ICSG. Ukupna proizvodnja rudnika bakra trebala bi rasti 4.6% i 6.4% u 2010 i 2011, a rafinirana proizvodnja 3.5% i 4.9%. Rast potražnje za bakrom trebao bi iznositi oko 4.1% tekuće i sljedeće godine.

Prema konsenzus prognozama analitičara s Bloomberga, cijene bakra, srebra i zlata u 2011 i 2012 kretati će se oko najviših razina u dosadašnjoj povijesti. Tek 2013 trebalo bi doći do korekcije cijena bakra i srebra, odnosno 2014 u slučaju zlata. Cijena bakra u 2012 biti će oko 9953.1 \$/t, srebra 30.1 \$/oz i zlata 1478.3 \$/oz.

Kao glavnu slabost Aurubisa vidimo nedostatak potencijalnih investicija koje bi omogućile rast proizvodnje.

(€ '000)	TTM	31.12.2012P	31.12.2013P
Prodaja	10,519,595	13,937,122	11,491,304
EBITDA	544,414	627,075	434,193
EBIT	438,018	515,690	311,663
Neto dobit	301,980	348,605	199,504
EPS	7.46	7.75	4.44

Izvor: Aurubis, Student investor procjene

PREPORUKA: Kupiti

Ciljana cijena	€49.49
Cijena na dan 15/04/2011	€38.66
Potencijal za rast	28.0%
Min/maks cijena zadnjih 12 mjeseci	€30.85/€46.84

Podaci o dionici

Yahoo/Reuters	nda.de/nafg.de
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	326,262
Tržišna kapitalizacija (' 000)	1,564,957
Broj dionica (' 000)	40,480
Sektor	Industrijski metali
Država	Njemačka

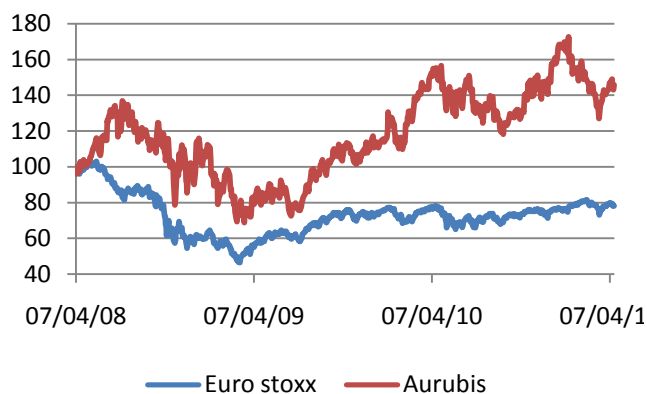
Nadolazeći događaji

Rezultati drugog kvartala	13/05/2011
Rezultati trećeg kvartala	10/08/2011

Profil poduzeća

Aurubis AG, prethodno Norddeutsche Affinerie AG, njemačko je poduzeće uključeno u proizvodnju primarnog bakra iz koncentrata bakra i sekundarnog bakra iz recikliranih sirovina, proizvodnju dragocjenih metala, kao što su srebro i zlato, i procesuiranje bakra u konačne proizvode, od kojih je najvažniji bakrena žica. Posluje putem tri poslovna segmenta: Primarni bakar, Recikliranje / Dragocjeni metali i Proizvodi od bakra. Aurubis je najveći europski proizvođač bakra.

Performanse dionice



	3G	1G	6M	1M
Aurubis	42.9%	-6.1%	4.4%	14.8%
Euro stoxx	-19.0%	0.0%	4.3%	4.7%

Amir Janus
amir.janus@gmail.com

Sadržaj

1. Poduzeće ukratko	2
1.1. Povijest poduzeća	2
1.2. Struktura dioničara	2
2. Pogled na industriju bakra	3
2.1. Općenito o bakru	3
2.2. Proizvodnja bakra	3
2.3. Namjene bakra	4
2.4. Proces proizvodnje bakra	4
2.5. Cijena bakra	5
3. Poslovni segmenti.....	6
3.1. PS Primarni bakar	7
3.2. PS Recikliranje / Dragocjeni materijali.....	7
3.3. PS Proizvodi od bakra	8
4. Financijska analiza	9
4.1. Financijski pokazatelji	9
4.2. Prvi kvartal 2010/11.	9
4.3. Financijske prognoze	10
5. Vrednovanje	11
5.1. DCF.....	11
5.2. Multiplikatori	12
6. Financijski izvještaji.....	13



1. Poduzeće ukratko

Aurubis je najveći europski proizvođač bakra

Aurubis AG je njemačko poduzeće koje se bavi proizvodnjom bakra i dragocjenih metala, recikliranjem sekundarnih sirovih materijala i proizvodnjom finalnih proizvoda od bakra. Aurubis je najveći integrirani proizvođač bakra u Europi i jedno od vodećih svjetskih poduzeća u recikliranju bakra. Posluje putem tri poslovna segmenta: Primarni bakar, Recikliranje/Dragocjeni metali i Proizvodi od bakra.

Tri poslovna segmenta:
 1. Primarni bakar

Segment Primarni bakar uključuje sve aktivnosti vezane uz proizvodnju bakra u obliku bakrenih katoda načinjenih od primarnih sirovina, koncentrata bakra. Ovaj segment također pokriva aktivnosti topljenja i prerade koncentrata bakra u tvornici u Hamburgu (Njemačka), Oleni (Belgija) i Pirdopu (Bugarska) i prodaju nus-proizvoda, sumporne kiseline. Podružnice koje proizvode posebne proizvode (oblike) spadaju u ovu poslovnu jedinicu.

2. Recikliranje / Dragocjeni metali

Segment Recikliranje/Dragocjeni metali proizvodi bakrene katode od recikliranih primarnih materijala. U ovom segmentu još se proizvode dragocjeni metali i ostali metali kao što su zlato, srebro, platina i cink, koji se nalaze u sirovim primarnim materijalima.

3. Proizvodi od bakra

Segment Proizvodi od bakra prerađuje bakrene katode. Najvažniji bakreni proizvod je elektrolitička bakrena valjana žica za industriju kablova i žica. Ostali proizvodi segmenta su neprekidni lijevani oblici, trake, folije i ostali posebni proizvodi.

1.1. Povijest poduzeća

Do travnja 2009
 Norddeutsche
 Affinerie

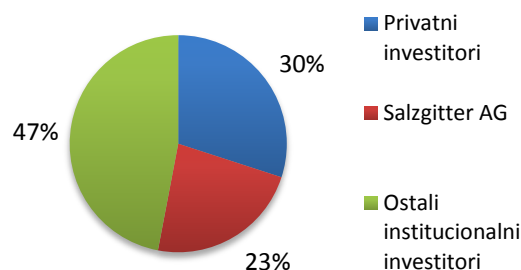
Aurubis AG bio je prije poznat kao Norddeutsche Affinerie AG, dok nisu promijenili ime 1. travnja 2009. Povijest Aurubisa seže daleko u 1866. kada je registriran kao dioničko društvo. 1936. Aurubis je započeo procesuiranje koncentrata bakra. 1949. počele su operacije kontinuiranog lijevanja. 1972. puštena je u pogon prva tvornica za kontinuiranu lijevanu valjanu žicu. 1997. započeo je zajednički pothvat Degussa i Aurubisa u sektor dragocjenih materijala. Dionice Aurubisa prvi su put uvrštene na burzu 1998. Od 2008. Aurubis posjeduje 100% dionica Cumeria, čime je postao najveći integrirani proizvođač bakra u Europi.

2008. spajanje
 Aurubisa i Cumeria

1.2. Struktura dioničara

Najveći dio dionica Aurubisa podijeljen je između institucionalnih investitora (47%) i privatnih investitora (30%). 23% dionica u vlasništvu je Salzgitter AG, njemačkog poduzeća koje posluje u industriji čelika.

Struktura dioničara



Izvor: Aurubis

2. Pogled na industriju bakra

Aurubis je klasificiran u sektor industrijskih metala i rudarstva

Prema ICB (*Industry classification benchmark*) klasifikaciji Aurubis se nalazi u industriji bazičnih materijala, sektoru industrijskih metala i rudarstva i subsektoru neželjeznih metala, odnosno obojenih metala (*nonferrous metals*).

2.1. Općenito o bakru

Bakar je metal koji se može kovati i odličan vodič topline i struje te antikorozivan i antimikrobni metal. Prirodno se bakar može naći u zemljinoj kori u raznim oblicima. Može ga se naći u depozitima sulfida, karbonata i silicija i kao prirodni bakar. Bakar je jedan od metala koji se najviše reciklira. Reciklirani bakar ili sekundarni bakar jednom kad je prerađen ne razlikuje se od primarnog bakra iz dobivenog iz rude bakra.

Čile je najveći proizvođač bakra iz rudnika

Svjetska proizvodnja rudnika bakra 2009 iznosila je 15.7 mil. tona. Najveći proizvođač bakra iz rudnika je Čile (skoro 5.4 mil.) Proizvodnja tvornica za taljenje bakra iznosila je preko 14.5 mil. tona iste godine. Kina je bila najveći proizvođač blister-bakra i anoda bakra. Proizvodnja rafinerija je porasla na 18.4 mil tona, od čega je 2.9 mil. tona bila sekundarna proizvodnja. Potrošnja rafiniranog bakra (od strane prvih korisnika bakra) iznosila je 18.2 mil. tona. Kina je bila najveći potrošač rafiniranog bakra s količinom od 7 mil. tona. Potrošnja bakra u konačnim proizvodima bila je 22 mil. tona.

Kina je najveći potrošač bakra

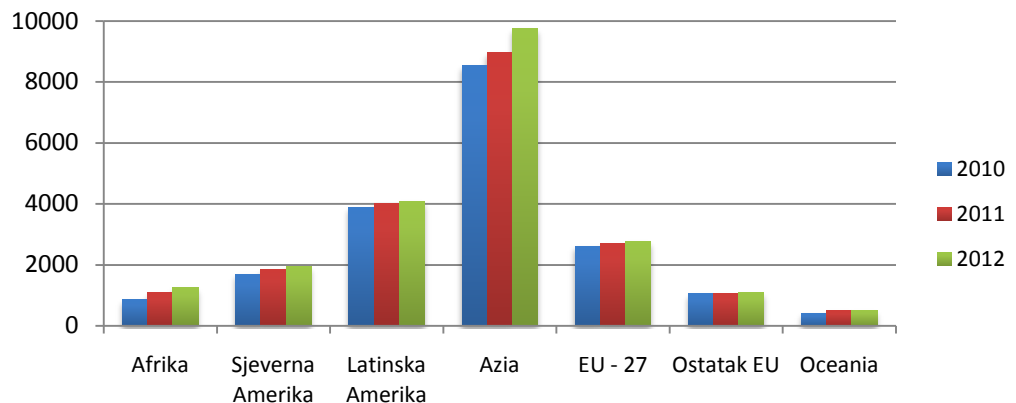
2.2. Proizvodnja bakra

Očekuje se rast potražnje bakra u 2011 i 2012

Očekuje se da će rast svjetske potražnje za bakrom u 2011 premašiti svjetski rast proizvodnje bakra i godišnji proizvodnji deficit kretati će se oko 380,000 t bakra, kako se navodi u izvješću ICSG. Industrijska potražnja u svim glavnim sektorima trebali bi nastaviti uzlazni trend koji je započeo 2010. Potražnja bakra u Kini, koja čini 38% ukupne svjetske potražnje, trebala bi rasti za 6% u 2011 (2010: 4.3%).

Proizvodnja rudnika bakra u 2011 porasti će oko 740,000 t (4.6%). Ipak, ta brojka vjerojatno će biti niža zbog odgoda projekata, tehničkih problema i radničkih i političkih nereda. Procjenjuje se da će proizvodnja rafiniranog bakra porasti 3.5% u 2011, odnosno oko 4.8% u 2012. ICSG očekuje da će potrošnja rafiniranog bakra u 2011 biti veća za 4%, kao i u 2012.

Proizvodnja rafiniranog bakra ('000 t)



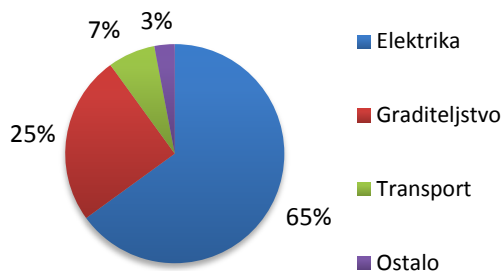
Izvor: ICSG

2.3. Namjene bakra

Elektronika je industrija s najvećom potražnjom bakra

Bakar se koristi za tri glavne namjene: električna, građevinarstvo i transport. Otprilike 65% ukupne primjene bakra otpada na primjenu u elektronici. Bakar ima najveću električnu vodljivost od svih metala, osim srebra, što ga čini pogodnim za primjenu u stvaranju i prijenosu energije i elektroničkoj opremi. 25% ukupnog bakra koristi se u građevinarstvu. 7% bakra ugrađuje se u vlakove, tramvaje, automobile i druga prijevozna sredstva. Ostalih 3% bakra koristi se za kovanice, skulpture, muzičke instrumente i kuhinjsku opremu.

Glavne namjene bakra



Izvor: ICSG

2.4. Proces proizvodnje bakra

Od rude do konačnog proizvoda:

1. ruda bakra
2. koncentrat bakra

Proces proizvodnje bakra započinje u rudniku s vađenjem rude koja sadrži bakar. Ruda bakra koja sadrži oko 0.5% - 4% bakra procesuirana se u rudniku u koncentrat bakra koji u prosjeku sadrži bakar, željezo i sumpor u jednakim količinama (30%). Aurubis nabavlja koncentrate bakra većinom na osnovi dugoročnih ugovora koje zaključuje izravno s rudnicima, a ostatak potreba pokriva na spot tržištu.

Prohodi i troškovi rudnika ovise o cijeni bakra tako što se prihodi i rashodi rudnika i TC/RC (*treatment charges and refining charges*) mjereni US\$/t kreću ovisno o cijeni bakra. TC/RC je cijena koju rudnici bakra plaćaju proizvođačima bakra za procesuiranje metala u koncentratima u metal koji se može prodati na burzi (katode). TC/RC predstavljaju glavni izvor zarade za proizvođače bakra.

3. bakrenac

Proizvođači bakra transformiraju koncentrat bakra u bakrenac koji sadrži 50-70% bakra. Dalje se bakrenac procesuirana u blister bakar čistoće 98.5-99.5%. U sljedećem koraku se od blister bakra dobiju anode. Elektrolitičkim postupkom obrade anoda dobiju se katode bakra koje sadrže 99.99% bakra. Pod bakrom koji kotira na burzi podrazumijevaju se bakrene katode.

4. anode
5. katode

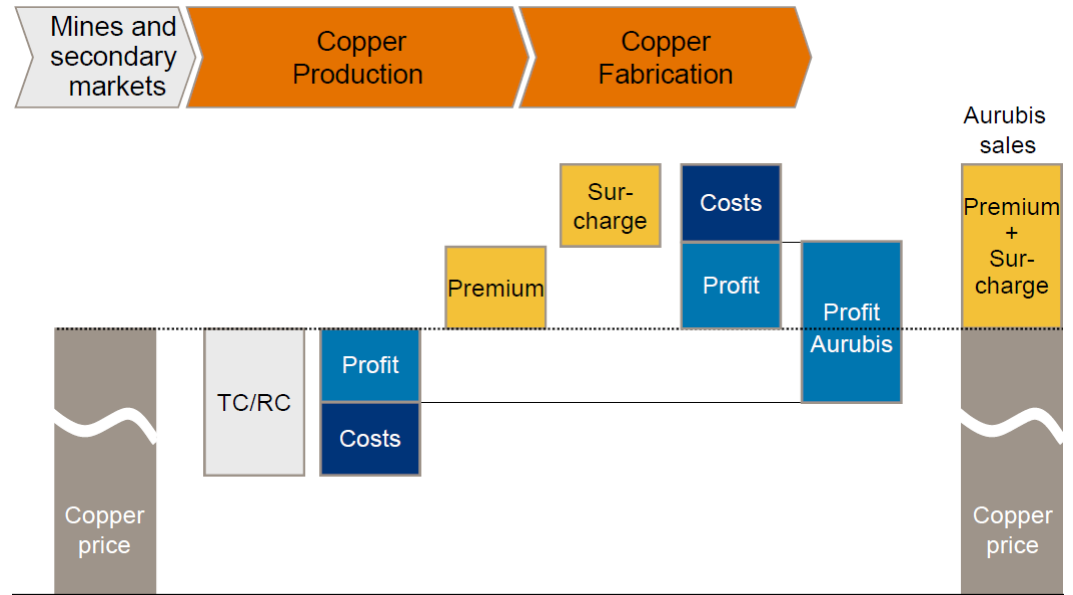
Opisani postupak proizvodnje bakra iz rudnika naziva se primarnom proizvodnjom bakra. Proizvodnja bakra putem recikliranja otpada i starog bakra naziva se sekundarnom proizvodnjom bakra. Proizvođači sekundarno bakra koriste slične postupke koji su korišteni u primarnoj proizvodnji. ICSG procjenjuje da je u 2009 sekundarna proizvodnja bakra iznosila 16% ukupne proizvodnje bakra.

6. konačni proizvod

Poduzeća koja se bave proizvodnjom proizvoda od bakra (potrošači rafiniranog bakra) ostvaruju zaradu iz dva izvora, premija i dodatnih naknada (*surcharges*). Premije najviše ovise o kvaliteti proizvoda. Dodatne naknade su naknade za pretvaranje katoda bakra u konačne proizvode, a ovise o cijeni metala na burzi; u slučaju rasta cijene metala,

poduzeća će povećati dodatne naknade i time konačnu cijenu proizvoda.

Poslovni model Aurubisa



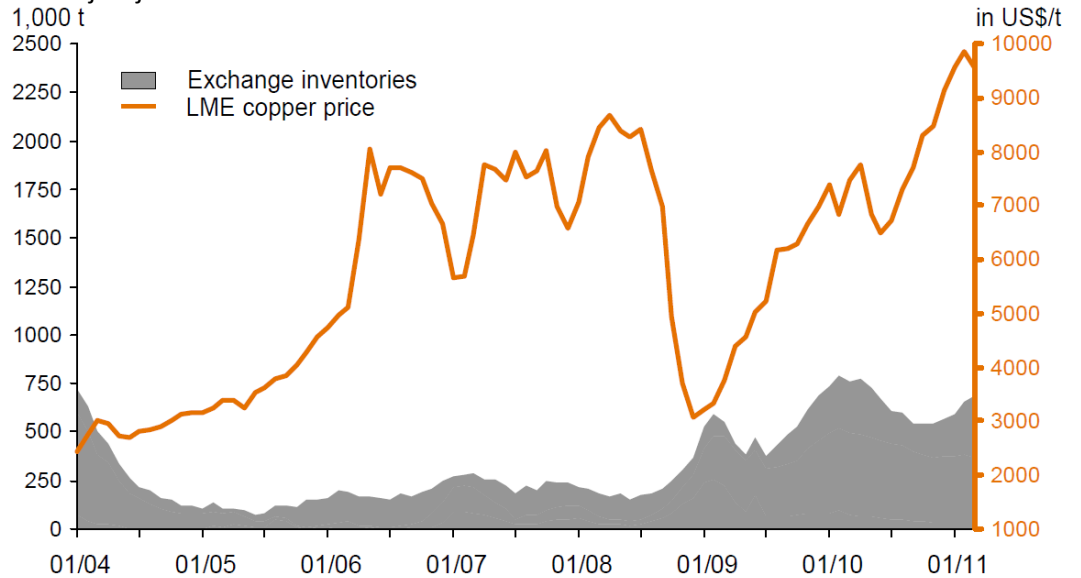
Izvor: Aurubis

2.5. Cijena bakra

Rekordna cijena bakra
– 10,179 \$/t

Cijena bakra određuje se na Londonskoj burzi metala (LME) i drugim burzama metala, te predstavlja benchmark za cijenu bakra i međunarodno je priznata. Najveću cijenu od 10,179 \$/t bakar je dosegao 15/02/2011.

Kretanje cijene i zaliha bakra na LME



Izvor: Aurubis

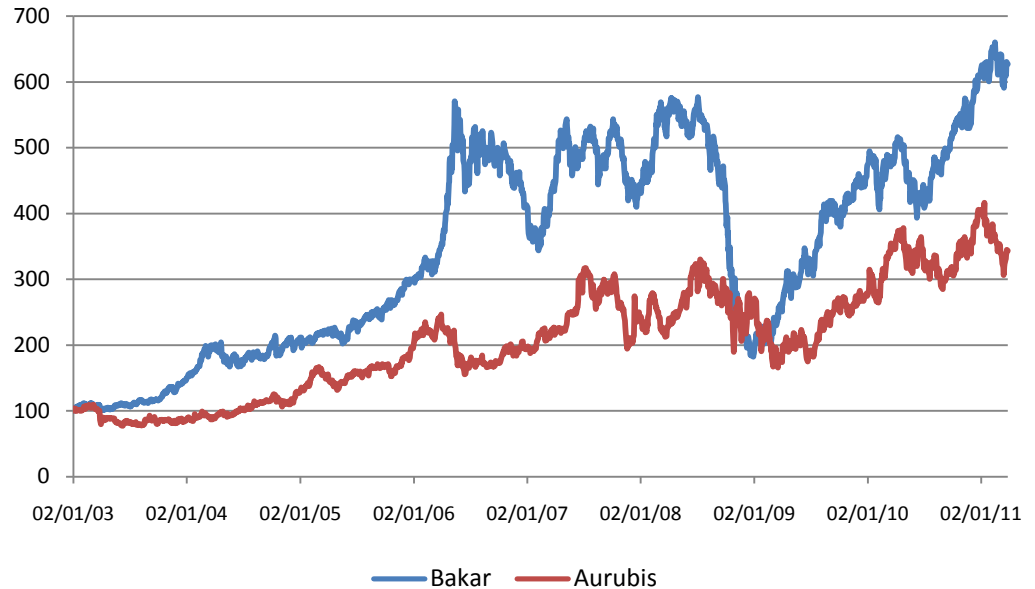
Cijena bakra na LME mjerena je u američkim dolarima te je stoga poslovanje poduzeća, koja ne rade financijsko računovodstvo i izvještavanje u dolarima, podložno učincima fluktuacije tečaja. Aurubis proizvodi većinu bakra iz koncentrata bakra koji dolaze izvan Europe pa se poslovi s koncentratima temelje na dolaru. Većina sirovina za sekundarni

bakar nabavlja se u Europi i ti poslovi temelje se na euru. Slab euro u odnosu na dolar pozitivno će utjecati na zaradu Aurubisa.

Slično kretanje cijene bakra i cijena dionica

Iako je cijena bakra puno više volatilna od cijene dionice Aurubisa, cijena dionice kreće se približno uz cijenu bakra.

Cijena bakra i cijena Aurubisa



Izvor: Bloomberg

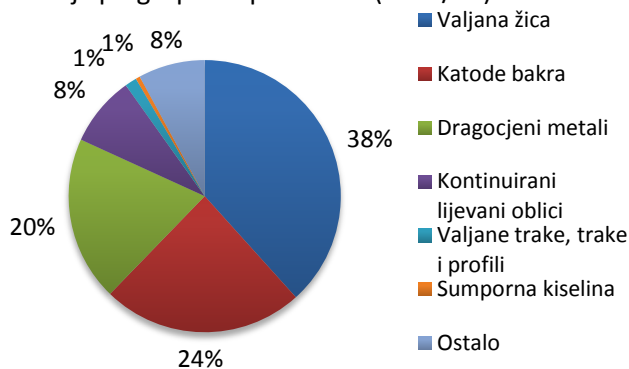
3. Poslovni segmenti

U lancu proizvodnje bakra Aurubis zauzima dva mjesta. Proizvodnja bakra odvija se u poslovnim segmentima Primarni bakar i Recikliranje / Dragocjeni metali, a obrada bakra odvija su u poslovnom segmentu Proizvodi od bakra.

PS Proizvodi od bakra ostvario najveću prodaju

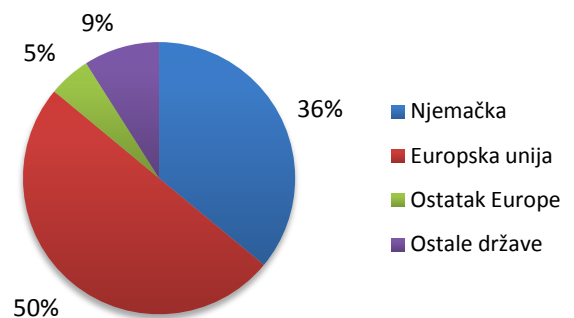
U ukupnoj prodaji 2009/10 najveći udio (40%) zauzimao je PS Proizvodi od bakra. Na PS Primarni bakar odnosilo se je 38% ukupne prodaje, a na PS Recikliranje / Dragocjeni metali 22% prodaje.

Prodaja po grupama proizvoda (2009/10)



Izvor: Aurubis

Prodaja po geografskim područjima (2009/10)



Izvor: Aurubis

3.1. PS Primarni bakar

PS Primarni bakar proizvodi katode bakra iz koncentrata bakra i blister bakra od drugih talionica. Uz to, otpad bakra, intermedijalni proizvodi i drugi reciklažni materijali se prerađuje radi optimizacije proizvodnje. TC/RC predstavljaju glavni izvor zarade za PS. Proizvodne operacije uključuju tvornice za taljenje i preradu u Hamburgu (Njemačka), Pirdop (Bugarska) i Olen (Belgija).

Prihodi PS Primarni bakar ovise o:

1. TC/RC. Veći TC/RC znače veću zaradu PS.
2. Dostupnosti sirovina bakra. Ponuda koncentrata bakra, otpada bakra i reciklažnih materijala utječe na iskorištenost kapaciteta tvornica za proizvodnju bakra. Slaba dostupnost sirovina bakra može dovesti do potpunog zaustavljanja proizvodnje. Aurubis ima politiku dugoročne nabave i dobre odnose sa vlastitim dobavljačima što omogućuje opskrbljenost tvornica s sirovinama.
3. Potražnja za sumpornom kiselinom. Sumporna kiselina je nus-proizvod koji se javlja prilikom proizvodnje bakra. Veća potražnja kemijske industrije i industrije gnojiva i metalnoj industriji ima za rezultat veće prihode.

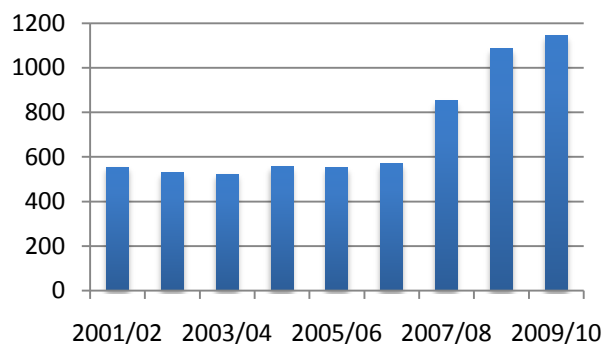
Prodaja PS u 2009/10 porasla je za €1,553 mil. na €5,801 mil. EBIT u 2009/10 iznosila je €149.9 mil. što je rast od €118 mil. ili 364% u odnosu prošlu godinu. EBIT marža bila je na razini od 2.6% u 2009/10, a EBT marža 2.4%.

Financijski pokazatelji PS Primarni bakar

€ mil.	2007/08	2008/09	2009/10
Prodaja	4,038	4,248	5,801
EBIT	82.2	32.2	149.9
EBIT marža	2.0%	0.8%	2.6%
EBT	65.4	14.6	141.2
EBT marža	1.6%	0.3%	2.4%
CAPEX	65.2	48.3	71.3
Amortizacija	54.1	72.2	73.3

Izvor: Aurubis

Količina proizvedenih katoda bakra ('000 t)



Izvor: Aurubis

3.2. PS Recikliranje / Dragocjeni materijali

PS Recikliranje / Dragocjeni materijali proizvodi katode bakra iz širokog raspona reciklažnih sirovina. Reciklaža se odvija na različitim lokacijama u Grupi, a posebno u centru za reciklažu u Lunenu (Westphalia). Podružnice Elektro-Recycling NORD i CABLO Metall-Recycling & Handel trgoju s komoditetima i pripremaju sirovine. U ovom PS proizvode se i metali sadržani u sirovinama koji uključuju zlato, srebro, platinu, olovo i druge metale.

Prihodi PS Primarni bakar ovise o:

1. Dostupnosti otpada za recikliranje. PS je izravno izložen fluktuacijama na tržištu bakra i otpada za recikliranje. Ulogu igraju i ekonomski trendovi o kojima ovisi industrijska proizvodnja i količina otpada iz proizvodnje.

2. Cijeni bakra na burzama metala. Veća cijena bakra na burzi metala potaknuti će veću potražnju za drugim izvorima bakra – otpadom bakra koji se može reciklirati.
3. Vrsti otpada. Pored običnog otpada za recikliranje, Aurubis reciklira i složene sekundarne sirovine, kao što su elektronički otpad, industrijski otpad i ostali otpad s malim udjelom bakra. Složeni otpad nije cikličan koliko obični otpad te tako omogućuje visoku iskorištenost kapaciteta tvornica u slučaju nestašica običnog otpada.
4. Cijenama dragocjenih metala. Dragocjeni materijali s najvećim udjelom u prodaji poduzeća su srebro i zlato.

Prodaja PS u 2009/10 porasla je za €1,443 mil. na €3,400 mil. EBIT u 2009/10 iznosila je €59.3 mil. što je rast od €17.7 mil. ili 42.6% u odnosu prošlu godinu. EBIT marža bila je na razini od 2.6% u 2009/10, a EBT marža 2.4%.

Financijski pokazatelji PS Primarni bakar

€ mil.	2007/08	2008/09	2009/10
Prodaja	2,710	1,957	3,400
EBIT	147.2	41.6	59.3
EBIT marža	5.4%	2.1%	1.7%
EBT	144.0	34.8	49.4
EBT marža	5.3%	1.8%	1.5%
CAPEX	26.1	42.2	47.4
Amortizacija	12.3	12.8	14.1

Izvor: Aurubis

3.3. PS Proizvodi od bakra

PS Proizvodi od bakra proizvodi konačne proizvode od katoda bakra proizvedenih u Grupi i kupljenih od drugih proizvođača bakra. Najvažniji proizvod PS je valjana bakrena žica koja se proizvodi u Hamburgu (Njemačka), Olenu (Belgija), Avellinu (Italija) i Emmerich (Njemačka). Ostali važni proizvodi su kontinuirano lijevani oblici, valjane trake, trake i profili, i kontinuirani lijevani oblici.

Prihodi PS Proizvodi od bakra ovise o:

1. Dodatnim naknadama.
2. Premiji.
3. Potražnji za konačnim proizvodima. Glavni sektori koji koriste proizvode od bakra su industrije kablova i žica, bijelih i smeđih dobara, elektroničkog inženjerstva, elektronike i automobilska industrija.

Financijski pokazatelji PS Primarni bakar

€ mil.	2007/08	2008/09	2009/10
Prodaja	6,273	3,644	6,195
EBIT	123.5	44.0	80.5
EBIT marža	2.0%	1.2%	1.3%
EBT	102.0	30.9	71.0
EBT marža	1.6%	0.8%	1.1%
CAPEX	22.6	21.0	20.4
Amortizacija	25.2	20.1	18.3

Izvor: Aurubis



4. Financijska analiza

4.1. Financijski pokazatelji

Troškovi materijala su najveći trošak

Promatrano na godišnjoj razini Aurubis je ostvario najbolje marže u 2006 godini. Na bruto maržu najviše utječu troškovi materijala, koji čine oko 91% prodaje, i nešto manje promjene zaliha gotovih proizvoda i proizvodnje u toku, koji čine oko 2% prodaje.

Najveći iznos općih troškova odnosi se na troškove plaća i beneficija zaposlenika. Na kraju fiskalne 2010 godine u Aurubisu bilo je zaposleno 4,831 osoba. Sve stavke poslovnih troškova, uključujući amortizaciju, kreću u konstantnom omjeru u odnosu na prodaju u promatranim razdobljima.

Pad cijene bakra ima veliki utjecaj na poslovni rezultat

Najlošije rezultate Aurubis je ostvario 2009. Snažan pad cijene bakra na kraju fiskalne godine od 42% u odnosu na cijenu bakra u prethodnom razdoblju utjecao je na negativne EBIT i EBT marže. EBIT je iznosila €-28,012 tisuća, što je pad 110% u odnosu kraj fiskalne godine 2008/09, dok je neto dobit pala za 127%.

Pokazatelji profitabilnosti

	30.09.2006	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010
Bruto marža	11.60%	10.74%	9.50%	7.49%	10.55%
EBITDA marža	6.66%	5.77%	4.49%	1.16%	5.89%
EBIT marža	5.76%	4.87%	3.39%	-0.42%	4.82%
EBT marža	5.63%	4.74%	2.90%	-0.98%	4.53%
Neto marža	3.34%	3.45%	2.04%	-0.69%	3.30%
ROA	9.00%	9.62%	5.26%	-1.62%	9.55%
ROE	27.61%	24.44%	14.97%	-4.48%	24.86%

Izvor: Aurubis

Pokriće kamata može značajno varirati

Aurubis poslovanje financira većinom iz glavnice. Na kraju fiskalne godine 2009./10. iznos duga smanjio se je po sva tri pokazatelja odnosa duga.

Pokazatelji zaduženosti

	30.09.2006	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010
Odnos duga i imovine	0.09	0.13	0.29	0.22	0.18
Odnos duga i kapitala	0.21	0.25	0.45	0.37	0.32
Odnos duga i glavnice	0.26	0.33	0.82	0.60	0.48
Pokriće kamata	24.36	18.22	4.95	-0.53	12.24

Izvor: Aurubis

4.2. Prvi kvartal 2010/11.

Rast cijene bakra u prvom kvartalu

U zadnjem kvartalu Aurubis je ostvario neto dobit od €97.2 mil., što je rast od 1.6% u odnosu na prošli kvartal, odnosno pad od 19.6% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Razlog većem rastu prodaje u prvom kvartalu 2010/11 u odnosu na isti kvartal prošle godine ponajviše je veća prosječna cijena bakra u kvartalu od 8.605 \$/t (rast od 1,974 \$/t). 31/12/2011 cijena bakra se je popela na do tada rekordnu razinu od 9,541 \$/t. Na takav scenarij najviše je utjecala visoka potražnja bakra, što se je odrazilo i na pad zaliha bakra na LME.



Kvartalni financijski pokazatelji

€ '000	31.12.2009	Promjena y/y	30.09.2010	Promjena q/q	31.12.2010
Prodaja	2,077,645	31.5%	2,817,152	-3.0%	2,731,871
EBITDA	205,435	-18.1%	155,784	8.0%	168,304
EBIT	179,097	-20.7%	128,697	10.4%	142,029
Neto dobit	121,036	-19.6%	95,702	1.6%	97,269
EBITDA marža	9.9%	-37.7%	5.5%	11.4%	6.2%
EBIT marža	8.6%	-39.7%	4.6%	13.8%	5.2%
Neto marža	5.8%	-38.9%	3.4%	4.8%	3.6%

Izvor: Aurubis

Pad proizvodnje katoda i rast troškova materijala smanjili prodaju, ali niži ostali poslovni troškovi povećali marže

Slabija prodaja naspram prethodnog kvartala posljedica je zastoja u proizvodnji koji je uzrokovao manju proizvodnju u segmentu Primarni bakar. U prvom kvartalu 2010./11. poslovna jedinica Primarni bakar proizvela je 225,000 t katoda bakra (236,000 t prošle godine) i preradila 424,000 t koncentrata bakra (569,000 t prošle godine). Zbog manje prerade koncentrata proizvedeno je 56,000 t manje sumporne kiseline nego prošle godine (569,000 t). Tijekom prosinca prošle godine dogodio se je neočekivani zastoj u tvornici u Hamburgu koji je trajao 15 dana. Osim popravljane štete na peći za taljenje, napravlano je redovno održavanje zakazano prethodno za jesen 2011. U tvornici u Pirdopu proizvodnja je privremeno prekinuta zbog zakazanih radova na održavanju.

U segmentu Recikliranje / proizvodi od bakra proizvedeno je 53,000 t bakra, na razini prošle godine. Dostupnost otpada za sekundarni bakar je bila dobra te je tvornica u Lunenu bila u potpunosti iskorištena. Proizvodnja srebra bila je za 27 t veća nego prošle godine (313 t), dok je proizvodnje bakra bila gotovo jedna kao i prošle godine (8.1 t).

U segmentu Proizvodi od bakra nastavljen je pozitivni trend u svim grupama proizvoda. Tomu je pridonijela veća potražnja glavnih sektora kupaca proizvoda od bakra.

4.3. Financijske prognoze

Prodaju smo prognozirali u dva koraka. Prvo smo na osnovi povijesnih količina proizvedenih proizvoda i zarade po pojedinoj grupi proizvoda, odredili zaradu po jedinici proizvoda. Nakon toga, odredili smo koliki postotak od cijene pripadajućeg metala čini zarada po jedinici proizvoda. Budući da tvornice imaju ograničeni kapacitet koji mogu proizvesti, a menadžment nema u planu proširenje proizvodnje, pretpostavili smo da će se količina proizvodnje u budućnosti kretati na razini dosadašnje količine proizvodnje. Na taj način, najvažniji čimbenik koji će utjecati na buduću prodaju su cijene metala.

Prognoze za drugi kvartal 2010/12

€ '000	31.12.2010	31.03.2011
Prodaja	2,731,871	3,444,071
EBITDA	168,304	99,092
EBIT	142,029	72,817
Neto dobit	97,269	45,484
EPS	2.40	1.01

Izvor: Aurubis, Student investor procjene

Prognoze cijena metala

	2011	2012	2013	2014
Bakar (\$/t)	9794.8	9953.1	7965.5	8500.0
Srebro (\$/oz)	31.8	30.1	27.1	25.1
Zlato (\$/oz)	1474.3	1478.3	1548.6	1313.3

Izvor: Bloomberg



5. Vrednovanje

5.1. DCF

Potencijal za rast cijene 28%

Koristili smo DCF model da bi dobili ciljanu cijenu Aurubisa. Nakon provedene DCF analize dobili smo ciljanu cijenu od €49.49, što je 28.0% više od cijene dionice na burzi od €38.66 (15/04/2011).

Pretpostavke modela:

- za rast prodaje u TV koristili smo prosječnu stopu rasta BDP-a EU koja iznosi 1.86%
- koristili smo poreznu stopu od 28.8% koja predstavlja poreznu stopu cijele Grupe
- uključili smo u model povećanje upisanog kapitala i broja dionica koje je Aurubis proveo u prvom kvartalu 2010/11
- koristili smo prinos do dospelja Njemačkih obveznica uvećanih za 1% kao nerizičnu stopu
- trošak duga poduzeća uvećali smo za 1% zbog volatilnosti neto dobiti u prošlim razdobljima

DCF model

WACC	15.04.2012	15.04.2013	15.04.2014	15.04.2015	15.04.2016	TV
Nerizična stopa	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.9%
Premija rizika kapitala	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0
Trošak kapitala	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.4%
Trošak duga	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.9%
Porezna stopa	28.83%	28.83%	28.83%	28.83%	28.83%	28.83%
Trošak duga nakon poreza	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.2%
Udjel kapitala	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
WACC	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.7%

DCF	15.04.2012	15.04.2013	15.04.2014	15.04.2015	15.04.2016	TV
Prodaja	13,937,122	11,491,304	11,842,129	11,036,514	9,702,782	9,883,253
Stopa rasta	32.5%	-17.5%	3.1%	-6.8%	-12.1%	1.9%
EBIT	515,690	311,663	308,533	279,683	232,485	236,809
EBIT marža	3.7%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
EBIT (1-t)	367,016	221,810	219,583	199,050	165,460	168,537
Amortizacija	111,385	122,530	121,634	121,220	119,970	127,725
Promjena radnog kapitala	5,648	123,121	-28,123	114,580	106,914	0
Kapitalna potrošnja	212,702	114,381	117,873	109,854	96,579	127,725
FCFF	260,051	106,838	251,466	95,836	81,936	168,537
Diskontirani FCFF	240,953	91,722	200,031	70,635	55,955	1,995,694
Vrijednost poduzeća	2,654,991					
Dug	810,754					
Novac	159,258					
Vrijednost kapitala	2,003,495					
Ciljana cijena	€49.49					
Trenutna cijena	€38.66					
Potencijal za rast	28.0%					

Izvor: Student investitor procjene

5.2. Multiplikatori

Koristili smo multiple poduzeća iz subsektora neželjeznih metala (*nonferrous metals*). Nismo koristili cijene dobivene iz vrednovanja usporedbom s drugim poduzećima iz grupe pri određivanju ciljane cijene dionice.

Multiplikatori

	MkCap	Država	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			Y+1	Y+2	Y+3	Y+1	Y+2	Y+3	Y+1	Y+2	Y+3
FREEPORT-MCMORAN COPPER	36,748	SAD	8.68	9.49	11.53	2.46	2.09	1.45	4.18	4.64	5.75
KGHM POLSKA MIEDZ SA	9,190	Poljska	7.00	9.49		1.74	1.79		4.71	6.31	
SALZGITTER AG	3,305	Njemačka	10.31	8.72	9.01	0.68	0.68	0.66	2.74	2.45	2.76
OUTOKUMPU OYJ	2,247	Finska	9.18	6.99	8.19	0.84	0.77		7.30	6.24	8.28
KLOECKNER & CO SE	1,549	Njemačka	9.02	8.21	6.83	1.07	0.96	0.84	4.10	3.71	3.48
Peer grupa	10,608		8.84	8.58	8.89	1.36	1.26	0.98	4.61	4.67	5.07
AURUBIS	1,695	Njemačka	4.86	8.50	8.07	0.98	0.91	0.86	3.74	5.40	5.45
Premija (+) / diskont (-)			-82%	-1%	-10%	-39%	-38%	-15%	-23%	14%	7%
Ciljana cijena			49.38			49.14			41.53		
Cijena (28/03/2011)	37.71										

Izvor: Bloomberg, Student investitor procjene

6. Financijski izvještaji

Izvještaj o dobiti (€ '000)	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010	31.12.2012P	31.12.2012P	31.12.2012P
Prodaja	8,384,561	6,686,878	9,865,369	13,937,122	11,491,304	11,842,129
Rashodi prodani proizvoda	-7,635,555	-6,064,810	-9,018,728	-12,640,577	-10,505,126	-10,825,844
Bruto marža	749,006	622,068	846,641	1,296,545	986,178	1,016,286
Troškovi zaposlenih	-266,052	-269,516	-294,800	-443,535	-365,699	-394,146
Ostali poslovni prihodi	47,687	-121,483	193,733	13,937	11,491	11,842
Ostali poslovni rashodi	-154,278	-153,506	-164,029	-239,872	-197,777	-203,815
EBITDA	376,363	77,563	581,545	627,075	434,193	430,167
Amortizacija	-92,042	-105,584	-106,459	-111,385	-122,530	-121,634
EBIT	284,321	-28,021	475,086	515,690	311,663	308,533
Neto financijski prihod	-41,323	-37,373	-28,004	-25,870	-31,342	-13,224
EBT	242,998	-65,394	447,082	489,820	280,320	295,309
Porez	-72,223	19,288	-121,335	-141,215	-80,816	-85,138
Neto dobit	170,775	-46,106	325,747	348,605	199,504	210,171
Bilanca (€ '000)	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010	31.12.2012P	31.12.2012P	31.12.2012P
Nematerijalna imovina	46,757	41,922	101,887	111,819	110,988	110,604
Materijalna imovina	870,918	874,427	858,345	950,160	943,160	939,930
Financijska imovina	2,683	53,051	39,092	51,933	51,614	51,467
Ostala dugotrajna imovina	36,853	64,860	100,805	124,907	116,399	119,799
Dugotrajna imovina	957,211	1,034,260	1,100,129	1,238,818	1,222,161	1,221,801
Zalihe	1,401,571	1,093,627	1,517,511	1,923,480	1,648,535	1,697,337
Potraživanja	703,840	451,741	644,539	910,561	800,767	823,688
Novac	186,482	257,243	147,803	182,415	348,324	324,984
Ostala kratkotrajna imovina	317	464	301	386	386	386
Kratkotrajna imovina	2,292,210	1,803,075	2,310,154	3,016,841	2,798,011	2,846,395
Aktiva	3,249,421	2,837,335	3,410,283	4,255,660	4,020,173	4,068,196
Glavnica	1,140,787	1,028,866	1,310,203	1,727,973	1,860,043	1,980,302
Dugoročni dug	523,078	451,149	332,617	306,228	247,428	188,628
Ostale dugoročne obveze	331,223	303,333	398,444	569,453	472,457	486,370
Dugoročne obveze	854,301	754,482	731,061	875,681	719,885	674,998
Kratkoročni dug	409,596	165,065	290,919	436,812	385,383	333,954
Ostale kratkoročne obveze	844,737	888,922	1,078,100	1,215,194	1,054,862	1,078,942
Kratkoročne obveze	1,254,333	1,053,987	1,369,019	1,652,006	1,440,245	1,412,896
Pasiva	3,249,421	2,837,335	3,410,283	4,255,659	4,020,173	4,068,196
Izvještaj o novčanom toku (€ '000)	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010	31.12.2012P	31.12.2012P	31.12.2012P
Novčani tok iz poslovnih aktivnosti	455,935	644,806	84,905	375,362	490,882	321,064
Novčani tok iz investicijskih aktivnosti	-621,104	-148,339	-139,415	-201,556	-103,235	-106,727
Novčani tok iz financijskih aktivnosti	330,637	-426,426	-52,358	-139,194	-221,737	-237,677
Neto promjena novca	165,468	70,041	-106,868	34,612	165,909	-23,340

Izvor: Aurubis, Student investitor procjene