Dom Maklerski BDM S.A.

STALPROFIL

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 16,51 PLN

21 SIERPIEŃ 2017, 10:36 CEST

Wyceniamy spółkę na 16,51 PLN/akcję i wydajemy zalecenie AKUMULUJ. W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 44,7 mln PLN, co traktujemy jako przełom po wcześniejszych trzech latach perturbacji jakie przechodziła grupa. Zgodnie z naszymi prognozami spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2018-2019 na poziomie odpowiednio 7,2x i 6,1x.

Początek 2017 roku okazał się udany dla grupy Stalprofil. Wyraźne wzrosty cenników na większości grupach produktowych wyrobów stalowych korzystnie wpłynęły na zrealizowane marże handlowe. Ogółem przychody spółki wyniosły 336,4 mln PLN, w segmencie handlu było to 171,5 mln PLN, z kolei w dywizji infrastruktura poziom sprzedaży osiągnął pułap niemal 165 mln PLN. W 1Q'17 EBITDA grupy wyniosła 10,5 mln PLN, co oznacza wzrost o 8,8 mln PLN w relacji r/r oraz 7,7 mln PLN powyżej odczytu z 4Q'16. Na poziomie netto (dla akcjonariuszy) spółka wykazała zysk w kwocie 4,9 mln PLN.

Dane PUDS z przełomu 2016/2017 roku potwierdzają dynamiczne zwyżki cenników na większości grupach produktów ze stali. Okres 2Q'17 przyniósł korektę cen po wcześniejszych silnych wzrostach. Średnia cena blachy wg danych PUDS mogła być niższa o 57 PLN/t względem 1Q'17. Dla prętów obniżki cen sięgnęły ok 30 PLN/t. Profile wg statystyk PUDS w 2Q'17 były tańsze w relacji q/q o 58 PLN/t. Dane jakie widzimy w materiałach PUDS z lipca'17 nie uwzględniają jeszcze wprowadzanych kolejnych podwyżek cen. Oceniamy, że odczyty z PUDS są opóźnione i w kolejnych raportach będą widoczne już obserwowane wyższe cenniki widoczne obecnie na rynkach zagranicznych. Zakładamy, że w 3Q'17 średnie ceny wyrobów płaskich jak i długich mogą wrócić na poziomy notowane w 1Q'17. W modelu przyjmujemy, że w 4Q'17 będziemy obserwowali w miarę płaskie poziomy cen względem 3Q'17.

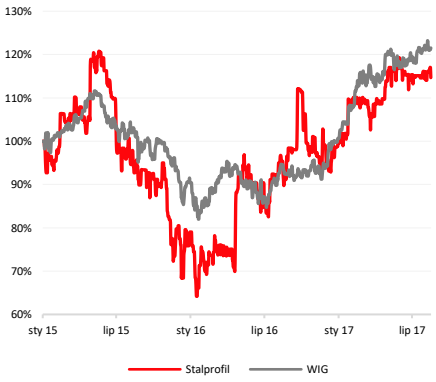
W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 44,7 mln PLN. Dla Stalprofilu jednostkowego przyjmujemy wzrost EBITDA do 25,5 mln PLN (bez straty oddziału w Zabrzu, która może wg nas wynieść ok 0,9 mln PLN). Izostal powinien wg naszych założeń wypracować EBITDA w kwocie 18,2 mln PLN. Uwzględniając utrzymanie dobrej koniunktury dla dystrybutorów stali oraz wejście dywizji izolacji na kilkuletnią ścieżkę mocnych wolumenów liczymy na dalszą poprawę EBITDA grupy w latach 2018-2019.

Tak jak już wskazywaliśmy, korzystna sytuacja dla dystrybutorów wyrobów hutniczych oraz wysokie wolumeny sprzedaży izolacji i rur stalowych skłaniają nas do podtrzymania pozytywnego spojrzenia na Stalprofil. Dodatkowo akcentujemy, że zakończenie restrukturyzacji oddziału w Zabrzu (dawny ZRUG Zabrze) powinno doprowadzić do sytuacji, kiedy ten obszar działalności nie będzie już obciążeniem dla wyników grupy. Na koniec 2017 roku spodziewamy się, że dług neto/EBITDA spadnie do 2,7x, z kolei na koniec 4Q'18 wskaźnik ten powinien wynosić 1,9x. W trakcie 2019 roku wraz z zakończeniem procesu zwiększania kapitału obrotowego oczekujemy spadku relacji długu netto/EBITDA poniżej 1,3x.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	740	650	800	1 194	1 203	1 258
EBITDA [mln PLN]	**4,8**	**0,7**	**6,1**	**44,7**	**49,3**	**54,8**
EBIT [mln PLN]	-6,5	-10,4	-5,5	33,7	38,8	44,2
Wynik netto [mln PLN]	-4,8	-8,7	-10,7	21,7	25,9	28,6
P/BV	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
P/E	---	---	---	12,1x	10,2x	9,2x
EV/EBITDA	**74,4x**	**---**	**56,3x**	**8,6x**	**7,2x**	**6,1x**
EV/EBIT	---	---	---	11,3x	9,1x	7,5x

Wycena końcowa [PLN]	**16,51**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+10 %**
Cena rynkowa [PLN]	15,0
Kapitalizacja [mln PLN]	262,5
Ilość akcji [mln szt.]	17,5
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	15,70
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	12,51
Stopa zwrotu za 3 mc	-2%
Stopa zwrotu za 6 mc	+7%
Stopa zwrotu za 9 mc	+17%
Akcjonariat (% głosów):	
Arcelor Mittal	32,68%
MZZ Pracowników AM	24,58%
MOZ NSZZ Solidarność	19,70%
Aviva OFE	5,14%
Pozostali	17,89%

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

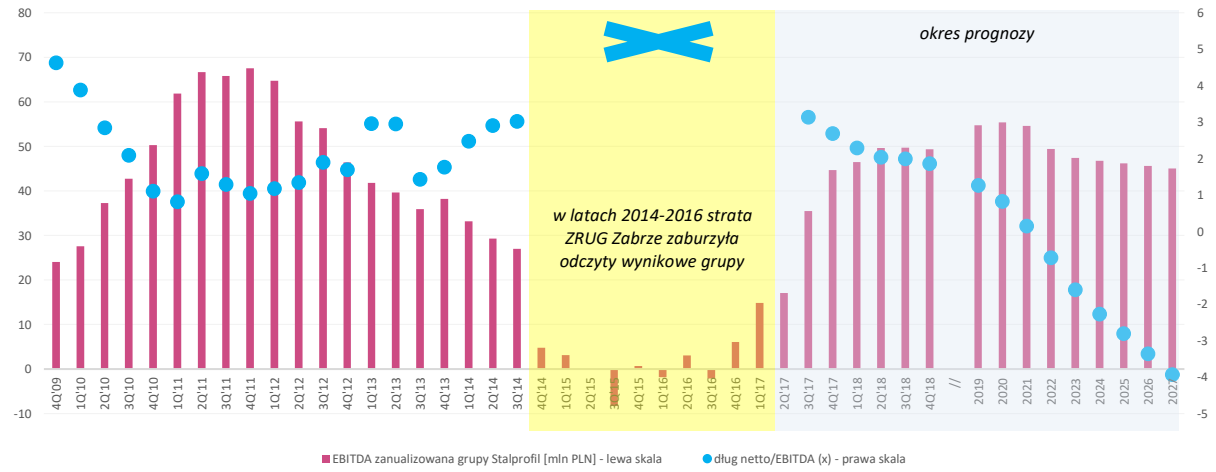
SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2017 9
WYNIKI JEDNOSTKOWE STALPROFILU ZA 1Q'17 11
ZAŁOŻENIA NA 2017 I POŹNIEJSZE OKRESY 13
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE 17
PRODUKCJA I KONSUMPCJA JAWANA STALI POLSCE 18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Korzystna sytuacja dla dystrybutorów wyrobów hutniczych oraz wysokie wolumeny sprzedaży izolacji i rur stalowych skłaniają nas do podtrzymania pozytywnego spojrzenia na Stalprofil. Dodatkowo akcentujemy, że zakończenie restrukturyzacji oddziału w Zabrzu (dawny ZRUG Zabrze) powinno doprowadzić do sytuacji, kiedy ten obszar działalności nie będzie już obciążeniem dla wyników grupy. Tym samym najbliższe dwa lata w naszym modelu powinny znacząco odbudować płynność finansową spółki. Szacujemy, że EBITDA za 2017 – 2018 wyniesie łącznie ok 94 mln PLN. Wydatki inwestycyjne w tym okresie przyjęliśmy na ograniczonym poziomie. Jednocześnie w tym okresie przewidujemy wzmożone zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (widać to już po danych z segmentu infrastruktury w związku z wysokim wolumenem sprzedaży rur izolowanych). Na koniec 2017 roku spodziewamy się, że dług neto/EBITDA spadnie do 2,7x, z kolei na koniec 4Q'18 wskaźnik ten powinien wynosić 1,9x. W 2019 wraz z zakończeniem procesu zwiększania kapitału obrotowego oczekujemy spadku relacji długu netto/EBITDA poniżej 1,3x.

Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na podstawie naszych założeń wyceniamy spółkę na 16,51 PLN/akcję i wydajemy zalecenie AKUMULUJ. W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 44,7 mln PLN, co będzie przełomem po wcześniejszych trzech latach dotkliwych zawirowań. Zgodnie z naszymi prognozami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2018-2019 na poziomie odpowiednio 7,2x i 6,1x.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	293,9	16,80
B	Wycena mnożnikowa	283,9	16,23
C=A*50%+B*50%	**Wycena końcowa**	**288,9**	**16,51**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Trendy na rynkach światowych – produkcja i ceny stali

Rok 2016 przyniósł dynamiczne odbudowy cenników na produkty ze stali, dotyczyło to zarówno grup produktów wyrobów płaskich jak i długich. Odbicie cen nastąpiło po kilku latach spadków. Wpływ na gwałtowną zmianę sytuacji producentów stali jak i dystrybutorów miały podjęte działania ochronne w poszczególnych obszarach gospodarczych (zarówno w UE, USA czy krajach azjatyckich). Dodatkowo dobre dane makro z gospodarki światowej i wzrost konsumpcji jawnej stali wpływają na podtrzymanie wywołanych wcześniej impulsów wzrostowych. Nie bez znaczenia są też deklaracje i decyzje władz chińskich akcentujące nowe podejście do przemysłu związanego z produkcją stali (temat rynku stali był jednym z obszarów dyskusji na ostatnich szczytach G20). Z danych WSA wynika, że w 2016 roku produkcja stali na świecie wzrosła o 0,4% względem 2015 roku. W 1H'17 produkcja światowa była wyższa o 4,7% r/r. Jak podaje WSA w czerwcu'17 średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło 73%. Ewentualne załamanie cen stali będzie mieć natywny wpływ na przyszłe wyniki grupy (Chiny stały się odpowiedzialne za ponad 50% produkcji i konsumpcji stali na świecie).

Nieudany projekt ekspansji ZRUG Zabrze

ZRUG Zabrze w latach 2014-2016 w istotny sposób zaburzył kondycję finansową grupy Stalprofil. Od końca 2016 roku ZRUG Zabrze funkcjonuje w ramach spółki matki jako oddział w Zabrzu. W modelu zakładamy, że od 2H'17 oddział w Zabrzu nie będzie miał już ujemnej kontrybucji do rezultatów grupy. Nie uwzględniamy w założeniach ewentualnych kolejnych obciążeń z tytułu historycznych projektów realizowanych przez ZRUG Zabrze (bardziej prawdopodobne wydaje nam się rozwiązanie części rezerw).

Poziom zadłużenia spółki

Grupa w latach 2014-2016 zmagała się w wieloma wyzwaniami będącymi pochodną spadających cen stali (do 1Q'16) oraz poniesioną stratą przez ZRUG Zabrze. Tym samym na koniec 2015 roku poziom zaangażowanego kapitału obrotowego skorygowanego o dług netto spadł do 89 mln PLN. Na koniec 1Q'17 wartość zaangażowanego kapitału obrotowego skorygowana o dług netto wynosiła ok 106 mln PLN. Biorąc pod uwagę zarysowaną ścieżkę odbudowy rezultatów grupy w 2017-2019 zakładamy przyszłą istotną poprawę wskaźnika dług netto/EBITDA.

Poziom zadłużenia netto grupy oraz wielkość kapitału obrotowego

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Dług netto z bilansu [mln PLN]	78,4	67,2	91,9	74,7	79,1	119,9	91,6	69,1
Dług netto / EBITDA (x)	1,7x	1,8x	---	---	13,0x	2,7x	1,9x	1,3x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	205,5	207,6	213,0	164,2	179,7	247,1	250,3	257,8
Zapasy	173,6	143,5	173,6	153,4	269,3	277,4	278,5	290,1
Należności	141,5	222,3	196,2	92,6	116,5	155,7	156,8	156,3
Zobowiązania handlowe	109,6	158,1	156,8	81,8	206,1	186,0	185,0	188,6
Zaangażowany kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	127,1	140,4	121,1	89,5	100,6	127,2	158,7	188,7

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne założenia:

- Rok 2016 przyniósł dynamiczne odbudowy cenników na produkty ze stali, dotyczyło to zarówno grup produktów wyrobów płaskich jak i długich. Odbicie cen nastąpiło po kilku latach spadków. Oceniamy, że wprowadzone istotne podwyżki cennikowe zasadniczo zmieniają perspektywę dla dystrybutorów stali (nawet w sytuacji nadejścia kolejnej korekty tego ruchu).
- W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 44,7 mln PLN. Dla Stalprofilu jednostkowego przyjmujemy wzrost EBITDA do 25,5 mln PLN (bez straty oddziału w Zabrzu, która może wg nas wynieść ok 0,9 mln PLN). Izostal powinien wg naszych założeń wypracować EBITDA w kwocie 18,2 mln PLN. Uwzględniając utrzymanie dobrej koniunktury dla dystrybutorów stali oraz wejście dywizji izolacji na kilkuletnią ścieżkę mocnych wolumenów liczymy na dalszą poprawę EBITDA grupy w latach 2018-2019 do poziomu odpowiednio 49,3 mln PLN i 54,8 mln PLN.
- Stopę wolną od ryzyka pozostawiamy na poziomie 4%.
- Dług netto uwzględnia stan bilansowy na koniec 2016 roku.
- Wartość końcowa wyceny uwzględnia korektę o udział mniejszości (głównie efekt konsolidacji Izostalu).
- W modelu nie uwzględniamy akwizycji oraz dezinwestycji posiadanych aktywów.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.10.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 293,9 mln PLN, czyli 16,80 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 194	1 203	1 258	1 282	1 272	1 197	1 172	1 166	1 159	1 153
EBIT [mln PLN]	33,7	38,8	44,2	44,9	44,2	39,2	37,2	36,6	36,1	35,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	6,4	7,4	8,4	8,5	8,4	7,4	7,1	7,0	6,9	6,7
NOPLAT [mln PLN]	27,3	31,4	35,8	36,4	35,8	31,7	30,1	29,7	29,2	28,7
Amortyzacja [mln PLN]	11,0	10,5	10,6	10,5	10,4	10,3	10,2	10,1	10,1	10,1
CAPEX [mln PLN]	-4,5	-5,3	-7,9	-8,1	-8,1	-9,5	-9,6	-10,2	-10,7	-10,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-67,4	-3,2	-7,5	-5,9	10,4	22,8	19,0	9,7	2,7	2,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	-33,6	33,4	31	33	49	55	50	39	31	31
DFCF [mln PLN]	-33,2	30,5	26	26	35	37	30	22	16	15
Suma DFCF [mln PLN]	203,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	471,4		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	223,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	426,4									
Dług netto [mln PLN]	79,1									
Wartość kapitału[mln PLN]	**347,3**									
Kapitał mniejszości	-53,4									
Kapitał po korekcie o udziały mniejszości [mln PLN]	**293,9**									
Ilość akcji [mln szt.]	17,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**16,80**									

Przychody zmiana r/r	49,1%	0,8%	4,5%	2,0%	-0,8%	-5,9%	-2,1%	-0,6%	-0,5%	-0,5%
Marża EBITDA	3,7%	4,1%	4,4%	4,3%	4,3%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Marża EBIT	2,8%	3,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
CAPEX / Przychody	0,4%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	41%	50%	75%	77%	78%	93%	95%	101%	106%	106%
Wolumen handlu stalą w segmencie handel [tys. ton]	210	225	250	265	267	252	247	242	237	232
Wolumen izolacji [tys. m^2]	1 166	1 155	1 225	1 181	1 138	963	875	875	875	875
Zaangażowany kapitał obrotowy [mln PLN]	247	250	258	264	253	230	212	202	199	196

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	80,9%	82,1%	83,9%	85,9%	87,7%	89,0%	90,8%	92,6%	94,2%	95,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	19,1%	17,9%	16,1%	14,1%	12,3%	11,0%	9,2%	7,4%	5,8%	4,3%
WACC	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
beta	0.7	14,8	16,1	17,8	18,8	19,9	21,3	22,9	24,9	27,3
	0.8	13,7	14,8	16,3	17,1	18,1	19,2	20,6	22,1	24,1
	0.9	12,7	13,7	14,9	15,6	16,5	17,4	18,5	19,8	21,4
	1.0	11,8	12,6	13,7	14,3	15,1	15,9	**16,8**	17,9	19,1
	1.1	10,9	11,7	12,6	13,2	13,8	14,5	15,3	16,2	17,2
	1.2	10,1	10,8	11,6	12,1	12,7	13,3	13,9	14,7	15,6
	1.3	9,4	10,0	10,7	11,2	11,6	12,1	12,7	13,4	14,1
	1.4	8,7	9,3	9,9	10,3	10,7	11,2	11,7	12,2	12,9
	1.5	8,1	8,6	9,2	9,5	9,9	10,3	10,7	11,2	11,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
beta	0.7	29,6	27,0	24,9	23,9	22,9	22,1	21,2	19,7	18,4
	0.8	27,0	24,6	22,4	21,5	20,6	19,7	18,9	17,5	16,2
	0.9	24,9	22,4	20,3	19,4	18,5	17,7	17,0	15,6	14,3
	1.0	22,9	20,6	18,5	17,6	**16,8**	16,0	15,3	13,9	12,7
	1.1	21,2	18,9	17,0	16,1	15,3	14,5	13,8	12,5	11,4
	1.2	19,7	17,5	15,6	14,7	13,9	13,2	12,5	11,3	10,2
	1.3	18,4	16,2	14,3	13,5	12,7	12,0	11,4	10,2	9,1
	1.4	17,1	15,0	13,2	12,4	11,7	11,0	10,3	9,2	8,2
	1.5	16,0	13,9	12,2	11,4	10,7	10,0	9,4	8,3	7,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
premia za ryzyko	3.0%	16,0	17,5	19,5	20,7	22,1	23,8	25,8	28,2	31,3
	3.5%	14,8	16,1	17,8	18,8	19,9	21,3	22,9	24,9	27,3
	4.0%	13,7	14,8	16,3	17,1	18,1	19,2	20,6	22,1	24,1
	4.5%	12,7	13,7	14,9	15,6	16,5	17,4	18,5	19,8	21,4
	5.0%	11,8	12,6	13,7	14,3	15,1	15,9	**16,8**	17,9	19,1
	5.5%	10,9	11,7	12,6	13,2	13,8	14,5	15,3	16,2	17,2
	6.0%	10,1	10,8	11,6	12,1	12,7	13,3	13,9	14,7	15,6
	6.5%	9,4	10,0	10,7	11,2	11,6	12,1	12,7	13,4	14,1
	7.0%	8,7	9,3	9,9	10,3	10,7	11,2	11,7	12,2	12,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Stalprofil jest jednym z głównych graczy na rynku dystrybutorów stali w Polsce (z silną pozycję w regionie śląskim). Zdecydowaliśmy się na ujęcie w analizie zagranicznych podmiotów, które związane są z rynkiem stali (produkcja jak i dystrybucja). Dodatkowo głównym odniesieniem jest podmiot Kloeckner (jeden z większych dystrybutorów stali w UE).

Historyczne akceptowalne mnożniki rynkowe dla Stalprofilu kształtowały się w zależności od dynamiki zmian cen na wyroby stalowe. W latach 2006-2007 doszło do bardzo silnego wzrostu kursu, co wynikało z hossy na cennikach wyrobów stalowych (bardzo agresywne podwyżki cen). W latach 2009 – 2013 średni akceptowalny mnożnik EV/EBITDA (+1Yr – EBITDA liczona 4 kwartały do przodu) wynosił 8,8x. W okresie 2014-2016 istotne zaburzenie w wynikach grupy związane było ze stratą ZRUG Zabrze (głównie na jednym kontrakcie na Pomorzu).

W bieżącej wycenie utrzymujemy podejście z maja'16 i akceptowanym przez nas wskaźnikiem EV/EBITDA (+1 rok) jest dla nas poziom 7,0x. Tym samym uwzględniając nasze prognozy na lata 2018-2019 wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na 16,23 PLN/akcję.

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2018-2019

	Średni poziom EV/EBITDA na 2018-2019								
	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	**7,0x**	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	10,3	11,8	13,3	14,7	**16,23**	17,7	19,2	20,7	22,2

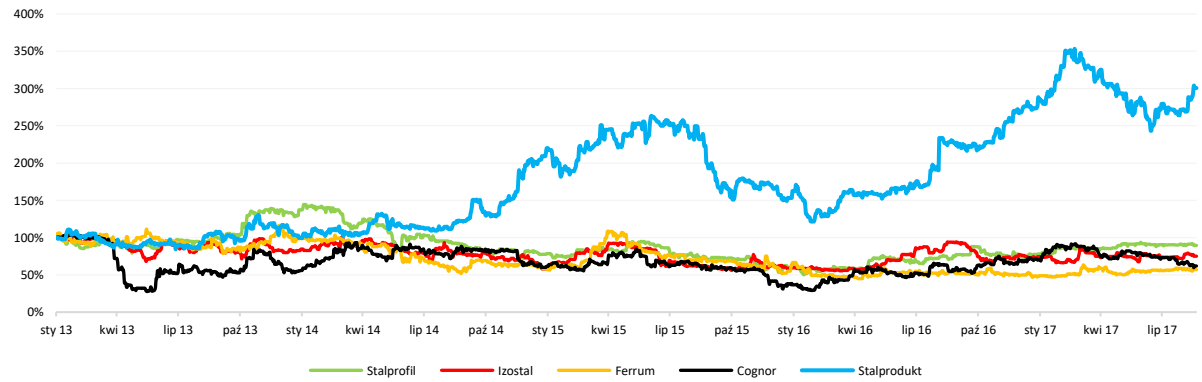
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

			P/E			EV/EBITDA		
	Cena	**Waluta**	**2017**	**2018**	**2019**	**2017**	**2018**	**2019**
STALPRODUKT	553	PLN	9,0	8,2	8,0	5,1	4,4	3,6
KLOECKNER	9,341	EUR	14,5	14,2	13,8	7,0	6,7	6,4
THYSSENKRUPP	26,095	EUR	27,4	14,9	12,7	6,5	5,9	5,3
VOESTALPINE	42,285	EUR	11,9	11,3	10,5	6,0	5,7	5,4
SALZGITTER	36,545	EUR	14,8	13,3	12,2	3,5	3,3	3,0
ARCELORMITTAL	22,2	EUR	7,8	7,8	7,0	4,1	3,9	3,6
SSAB	39,41	SEK	14,0	13,3	11,5	7,5	6,7	6,1
VALLOUREC	4,493	EUR	---	---	---	---	15,1	7,5
US STEEL	23,7	USD	13,0	9,0	6,6	4,8	4,1	3,2
NLMK	21,3	USD	10,1	11,2	10,5	5,8	6,4	5,9
AK STEEL	5,25	USD	10,4	6,5	6,5	5,7	4,6	4,3
POSCO	339000	KRW	10,8	10,3	9,7	5,8	5,4	5,0
TATA	633	INR	10,9	9,7	8,8	7,1	6,5	6,2
BAOSTEEL	8,08	CNY	13,9	12,6	11,5	6,4	5,8	5,1
Mediana			**11,9**	**11,2**	**10,5**	**5,8**	**5,7**	**5,2**

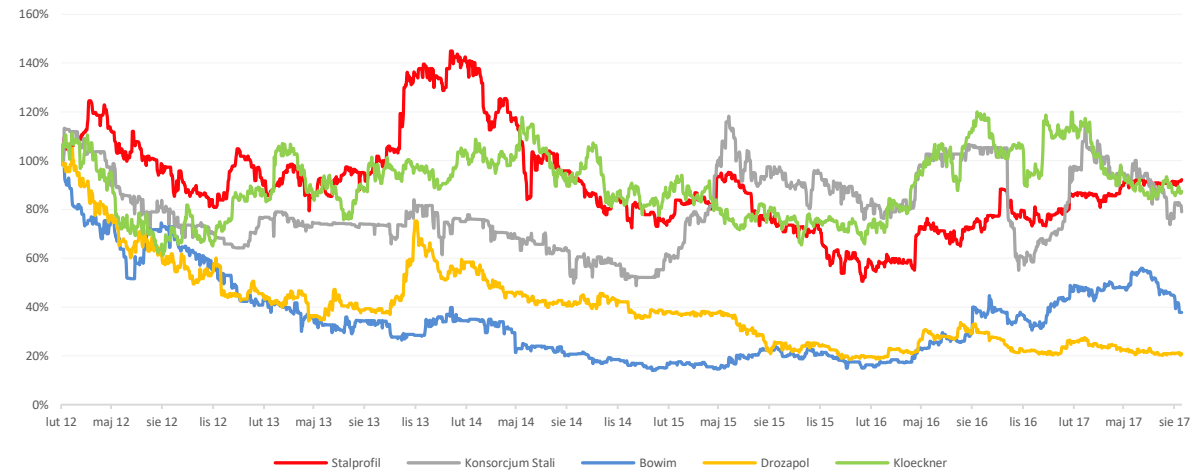
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalprofilu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na stal notowanych na GPW



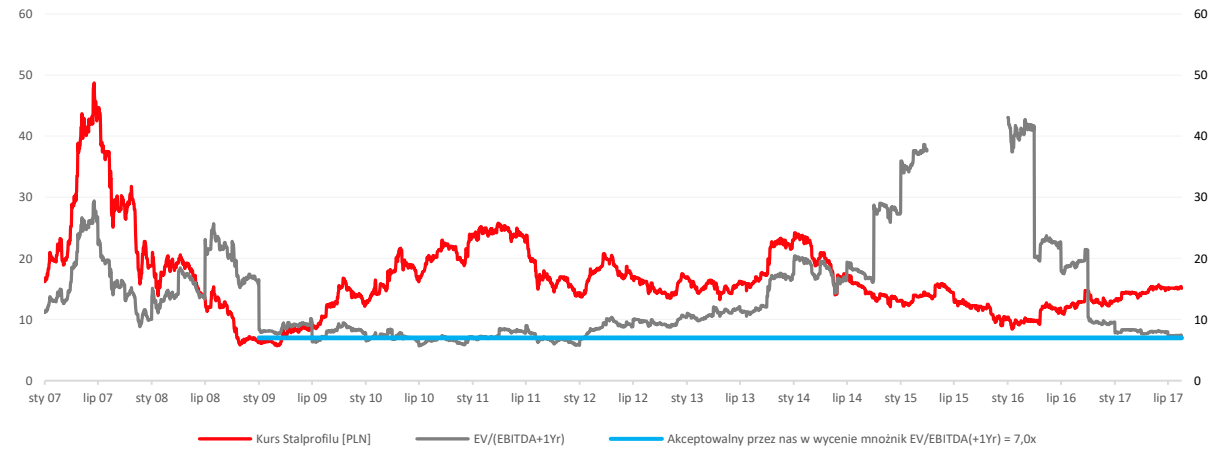
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana kursów wybranych dystrybutorów stali



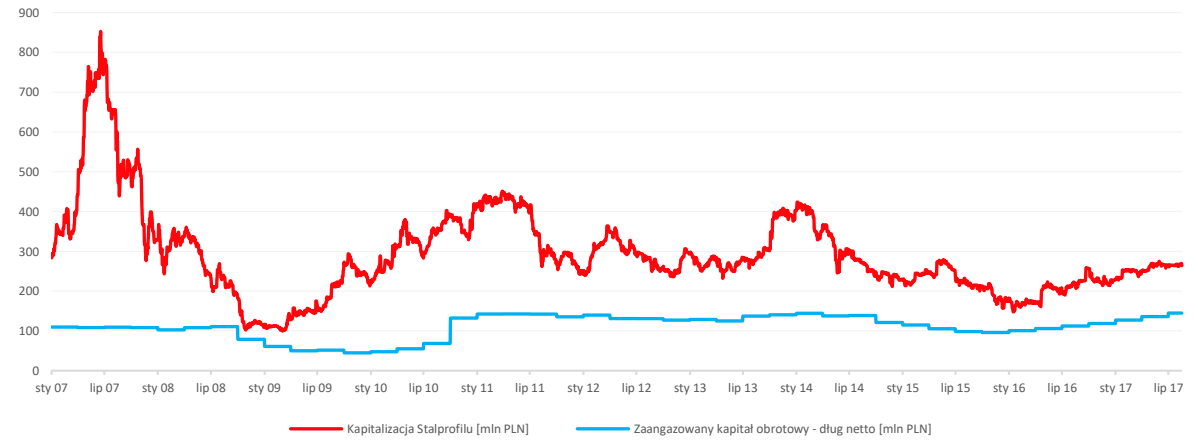
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Historycznie akceptowane mnożniki EV/EBITDA(+1Yr) dla Stalprofilu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna kapitalizacja Stalprofilu na tle zaangażowanego kapitału obrotowego skorygowanego o dług netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2017

Początek 2017 roku okazał się udany dla grupy Stalprofil. Wyraźne wzrosty cenników na większości grupach produktowych korzystnie wpłynęły na zrealizowane marże handlowe. Ogółem przychody grupy wyniosły 336,4 mln PLN, w segmencie handlu było to 171,5 mln PLN, z kolei w dywizji infrastruktura poziom sprzedaży osiągnął niemal 165 mln PLN. EBITDA grupy za 1Q'17 wyniosła 10,5 mln PLN, co oznacza wzrost o 8,8 mln PLN w relacji r/r oraz 7,7 mln PLN powyżej odczytu z 4Q'16. Na poziomie netto (dla akcjonariuszy) spółka wykazała zysk w kwocie 4,9 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że od grudnia'16 ZRUG Zabrze został inkorporowany i rezultaty są wykazywane w sprawozdaniu jednostkowym spółki matki. Szacujemy, że w 1Q'17 oddział w Zabrzu (inkorporowana część biznesowa) miał wciąż ujemną kontrybucję.

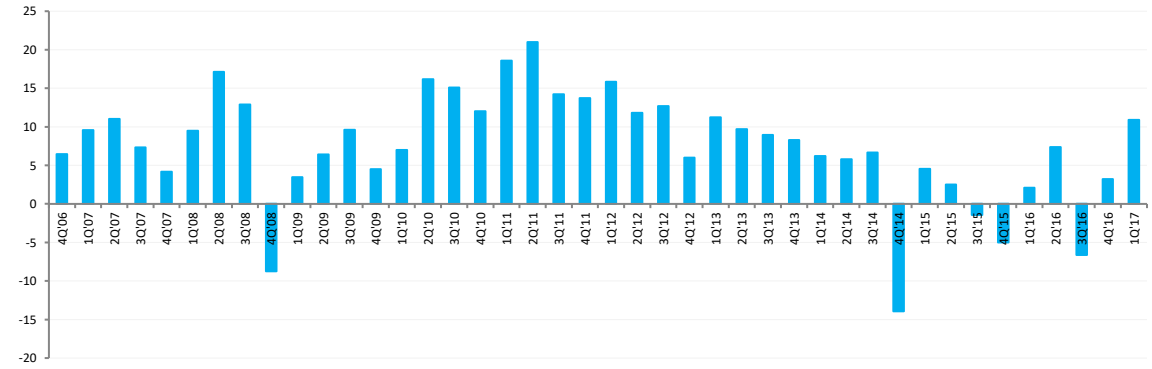
Dług netto na koniec marca'17 wyniósł ok. 129,5 mln PLN. Oznacza to wzrost o ok 50 mln PLN q/q. Wartość zaangażowanego kapitału obrotowego na koniec 1Q'17 szacujemy na 236 mln PLN, czyli o ponad 55 mln PLN więcej niż na koniec 4Q'16.

Wyniki skonsolidowane za 1Q'17

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	**141,9**	**336,4**	**137,0%**	**633,1**	**994,8**	**57,1%**
segment handlu	86,0	171,5	99,4%	379,3	516,4	36,1%
segment infrastruktury	55,9	164,9	194,8%	253,7	478,3	88,5%
Wynik brutto na sprzedaży	10,0	21,4	114,6%	35,3	73,2	107,6%
segment handlu	6,2	15,0	141,5%	28,9	49,9	72,4%
segment infrastruktury	3,7	6,3	69,8%	6,4	24,5	285,4%
Koszty sprzedaży	4,1	6,9	67,9%	17,3	24,9	43,8%
Koszty zarządu	7,4	8,1	9,9%	28,7	32,8	14,3%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	0,9	1,7	92,9%	-2,2	-12,3	---
EBITDA	**2,1**	**10,9**	**417,9%**	**-1,8**	**14,9**	**---**
EBIT	-0,7	8,0	----	-12,9	3,2	---
Saldo finansowe	-1,0	-0,9	----	-1,7	1,4	---
Wynik brutto	-1,7	7,1	----	-14,6	4,6	---
Wynik netto	-1,5	5,6	----	-13,6	-0,9	---
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	**-1,4**	**4,9**	**----**	**-11,8**	**-4,4**	**---**
Marża brutto ogółem	7,0%	6,4%		5,6%	7,4%	
Marża brutto segment handlu	7,2%	8,8%		7,6%	9,7%	
Marża brutto segment infrastruktury	6,7%	3,8%		2,5%	5,1%	
Marża EBITDA	1,5%	3,2%		-0,3%	1,5%	
Szacunkowa sprzedaż segmentu handlu [tys. ton]	38,7	57,1	47,5%	161,2	201,5	25,0%
Szacunek wolumenu izolacji [tys. m2]	145,0	282,4	94,7%	448,5	735,5	64,0%
Dług netto eop [mln PLN]	62,1	129,5	108,6%	62,1	129,5	108,6%
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	149,7	235,4	57,2%	149,7	235,4	57,2%

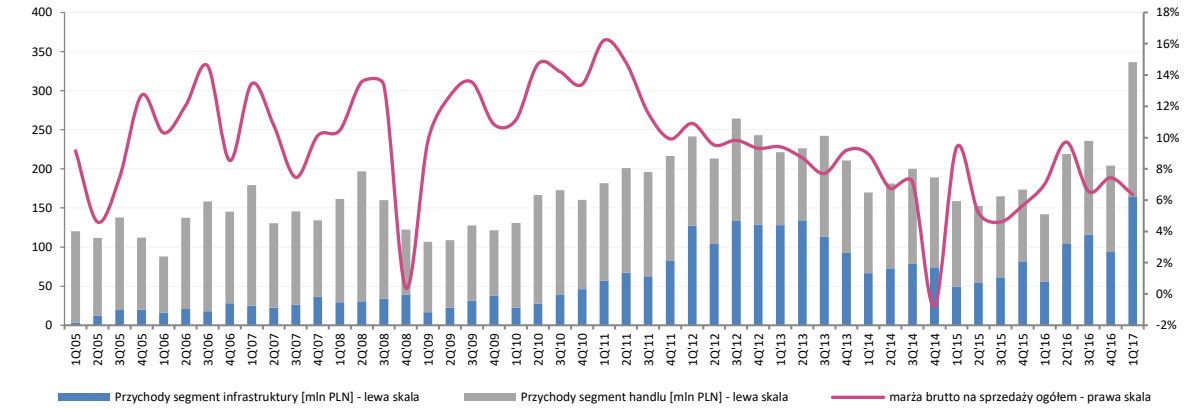
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty EBITDA grupy Stalprofil w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż grupy (wg segmentów) oraz marża brutto na sprzedaży

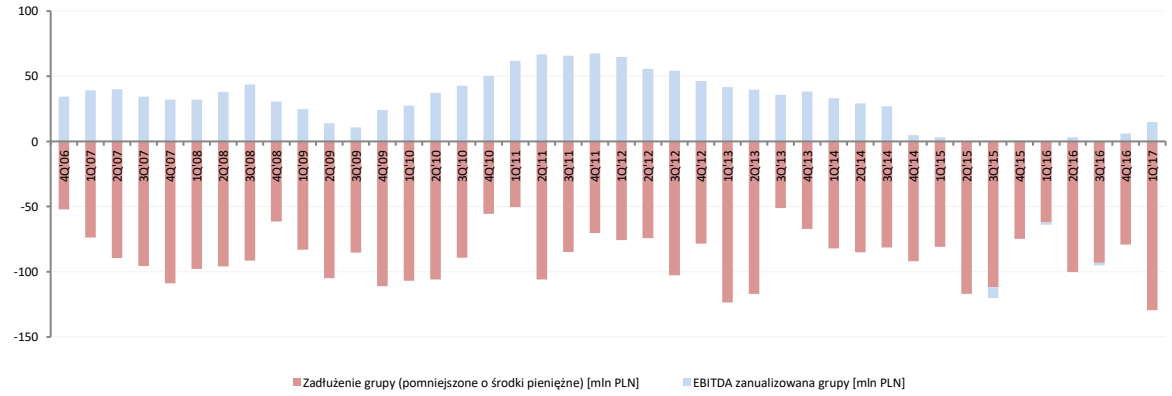


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto grupy na tle zaangażowanego kapitału obrotowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto grupy na tle zanalizowanego wyniku na poziomie EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI JEDNOSTKOWE STALPROFILU ZA 1Q'17

Przypominamy, że w 4Q'16 zakończył się proces połączenia spółki dominującej Stalprofil z podmiotem zależnym ZRUG Zabrze. Od grudnia'16 w ramach Stalprofil został utworzony „samobilansujący się i będący odrębnym pracodawcą oddział w Zabrzu." Zatem należy mieć na uwadze, że wyniki jednostkowe Stalprofil od grudnia'16 ujmują także rezultaty pozostałości po dawnym ZRUG Zabrze.

Zakładamy, że kontrybucja oddziału w Zabrzu była ujemna w 1Q'17 (podobnie może być w 2Q'17). Dopiero w 2H'17 liczymy na dodatni wynik wraz z zaawansowaniem robót na nowych projektach budowy gazociągów.

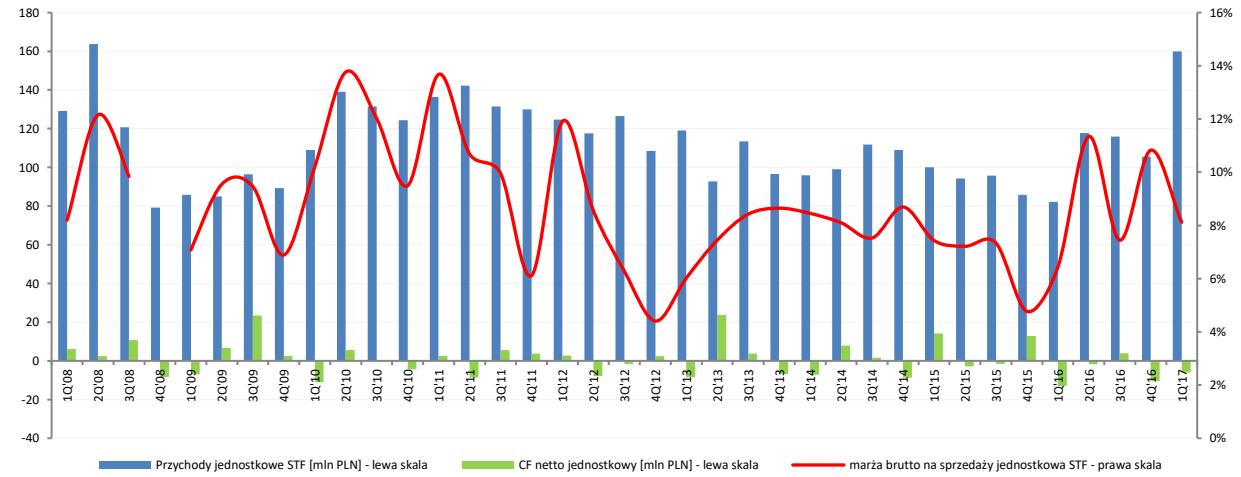
Sytuacja dla dystrybutorów stali od połowy 2016 roku jest komfortowa. Po długim okresie nastąpiły dynamiczne zwyżki cen asortymentów, a dodatkowo konsumpcja jawna stali w Polsce wykazywała tendencję wzrostu. W 1Q'17 obserwowaliśmy kontynuację wzrostów cen wyrobów długich jak i płaskich. Zatem jednostkowe wyniki Stalprofilu przyniosły wyraźny wzrost w relacji r/r (dodatkowo wysokie wolumen handlu w relacji r/r to efekt nowego magazynu w Dąbrowie Górniczej). W 1Q17 jednostkowe przychody kształtowały się na poziomie 160 mln PLN. Raportowana jednostkowa EBITDA wyniosła 6,6 mln PLN. Z kolei jednostkowy zysk netto to 3,8 mln PLN.

Wyniki jednostkowe Stalprofilu za 1Q'17

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	**82,2**	**160,0**	**94,7%**	**358,0**	**499,2**	**39,4%**
Wynik brutto na sprzedaży	5,3	13,0	146,0%	23,2	46,4	100,0%
Koszty sprzedaży	3,7	4,6	24,2%	15,1	18,1	19,9%
Koszty zarządu	2,1	4,1	89,9%	9,6	12,7	32,5%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	0,1	1,0	---	1,7	0,5	-70,2%
EBITDA	**0,1**	**6,6**	**---**	**2,5**	**19,5**	**667,8%**
EBIT	-0,5	5,3	---	0,3	16,1	---
Saldo finansowe	1,0	-0,6	---	2,5	-1,0	---
Wynik brutto	0,5	4,7	---	2,8	15,2	449,4%
Wynik netto	0,6	3,8	591,5%	2,6	12,2	363,4%
Marża brutto na sprzedaży	6,4%	8,1%		6,5%	9,3%	
Marża EBITDA	0,1%	4,1%		0,7%	3,9%	
Marża EBIT	0,7%	2,4%		0,7%	2,4%	
Kapitał obrotowy [mln PLN]	87,9	137,3	56,2%	87,9	137,3	56,2%

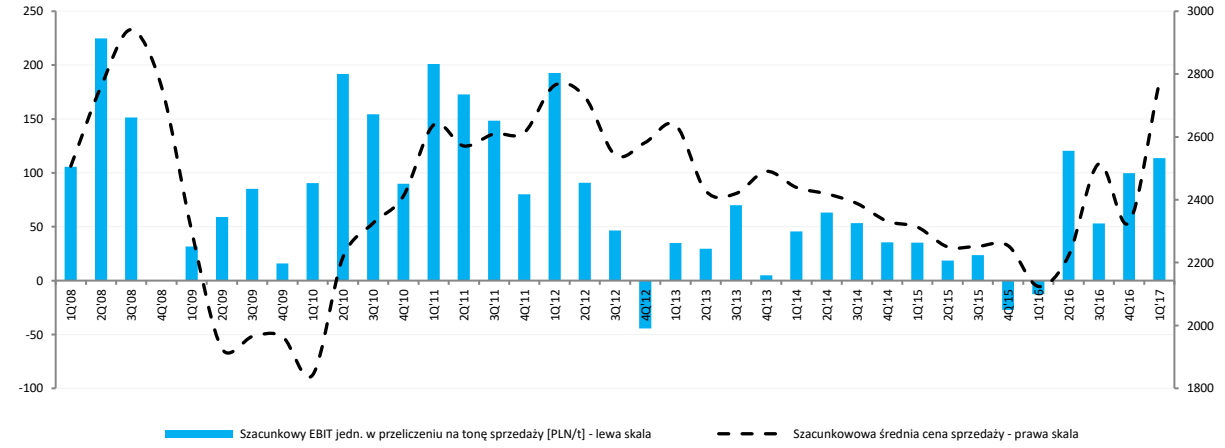
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane finansowe Stalprofilu jednostkowego



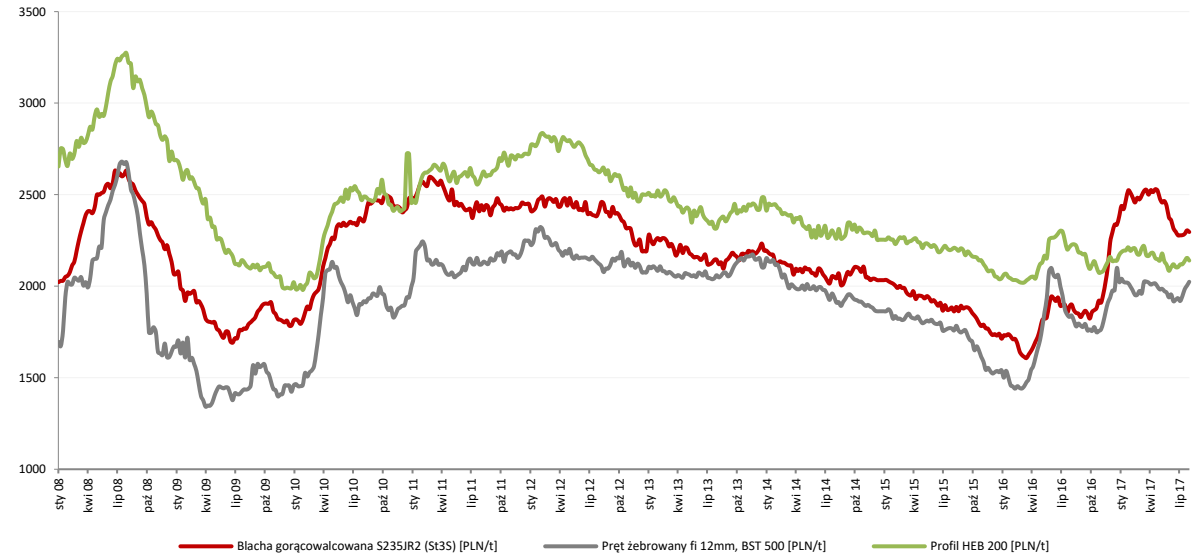
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT/t na tle średnich cen sprzedaży w Stalprofilu jednostkowym



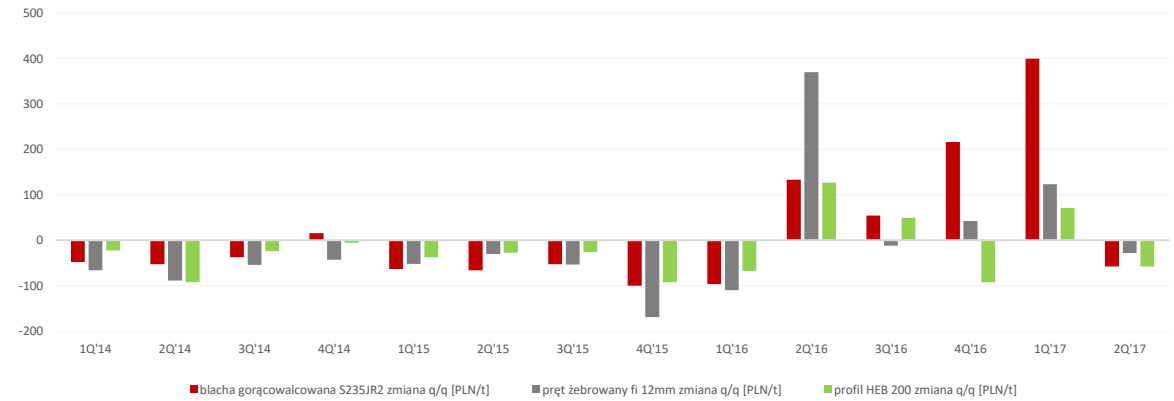
od 1Q'17 staramy się oczyścić wynik EBIT/t o wpływ oddziału w Zabrzu (dawny ZRUG Zabrze)
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty średnich cen wyrobów stalowych w Polsce w latach 2008-2017



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

Zmiana średnich cen wybranych grup produktowych w ujęciu q/q (odczyty PUDS dla Polski)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

ZAŁOŻENIA NA 2017 I POŹNIEJSZE OKRESY

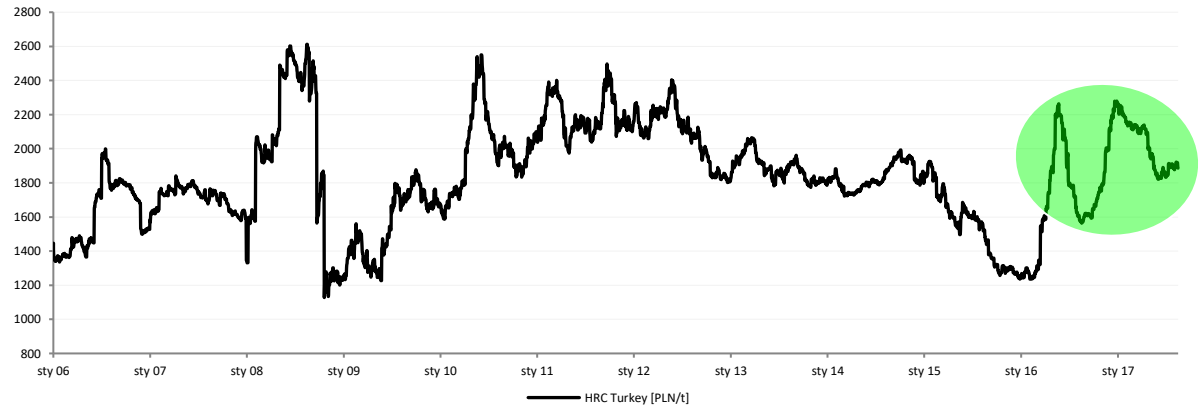
Rok 2016 przyniósł dynamiczne odbudowy cenników na produkty ze stali i dotyczyło to zarówno grup produktów wyrobów płaskich jak i długich. Odbicie cen nastąpiło po kilku latach spadków. Wpływ na gwałtowną zmianę sytuacji producentów stali jak i dystrybutorów miały podjęte działania ochronne w poszczególnych obszarach gospodarczych (zarówno w UE, USA czy krajach azjatyckich). Dodatkowo dobre dane makro z gospodarki światowej i wzrost konsumpcji jawnej stali wpływają na podtrzymanie wywołanych wcześniej impulsów wzrostowych. Nie bez znaczenia są też deklaracje i decyzje władz chińskich akcentujące nowe podejście do przemysłu związanego z produkcją stali (temat rynku stali był jednym z obszarów dyskusji na ostatnich szczytach G20). Z danych WSA wynika, że w 2016 roku produkcja stali na świecie wzrosła o 0,4% względem 2015 roku. W 1H'17 produkcja światowa była wyższa o 4,7% r/r. Jak podaje WSA w czerwcu'17 średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło 73%.

Oceniamy, że wprowadzone istotne podwyżki cennikowe zasadniczo zmieniają perspektywę dla dystrybutorów stali (nawet w sytuacji nadejścia kolejnej korekty tego ruchu).

Odczyty średnich cen Turkey steel bars [po przeliczeniu PLN/t]

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Odczyty średnich cen Turkey HRC [po przeliczeniu PLN/t]

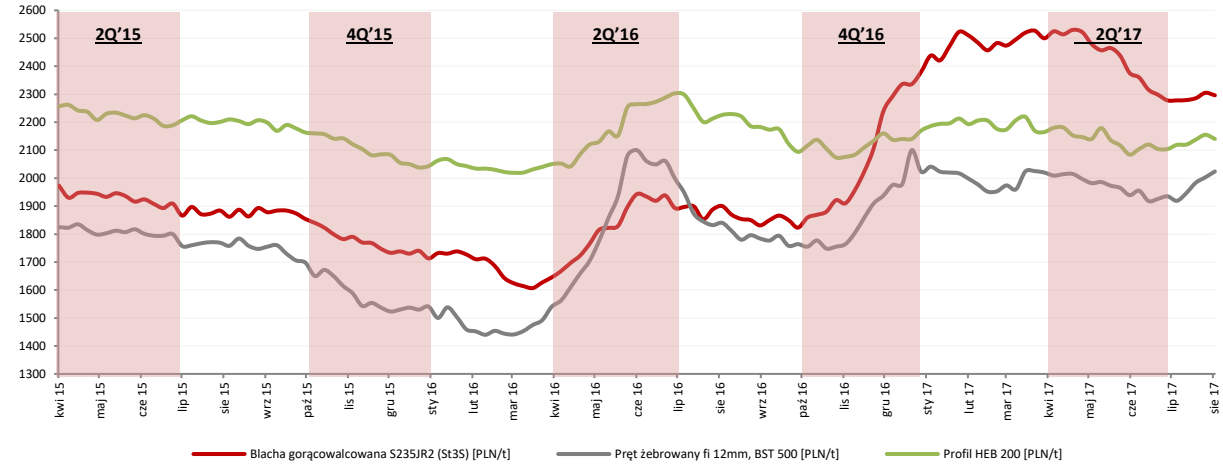


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dane PUDS z przełomu 2016/2017 roku potwierdzają dynamiczne zwyżki cenników na większości grupach produktów ze stali. Okres 2Q'17 przyniósł korektę cen po wcześniejszych silnych wzrostach. Średnia cena blachy wg danych PUDS mogła być niższa o 57 PLN/t względem 1Q'17. Dla prętów obniżki cen sięgnęły ok 30 PLN/t. Profile wg statystyk PUDS w 2Q'17 były tańsze w relacji q/q o 58 PLN/t.

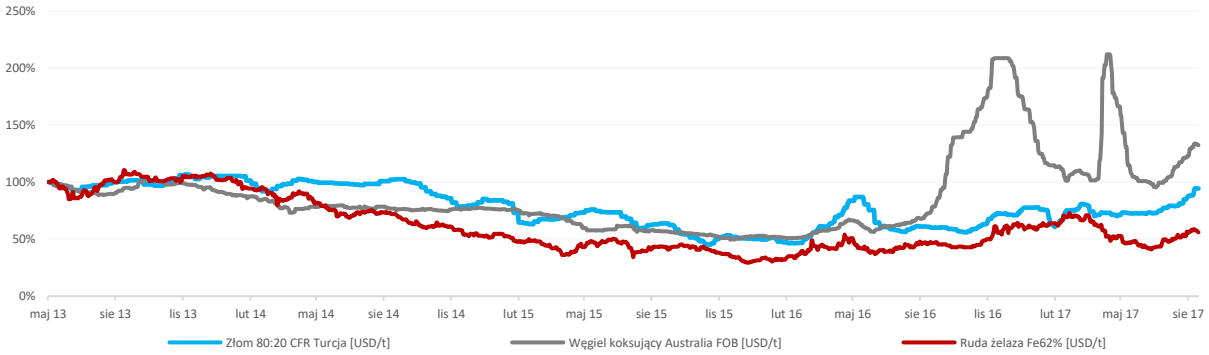
Odczyty jakie widzimy w materiałach PUDS z lipca'17 nie uwzględniają jeszcze wprowadzanych kolejnych podwyżek cen. Oceniamy, że odczyty z PUDS są opóźnione i w kolejnych raportach będą widoczne już obserwowane ruchy cen widoczne obecnie na rynkach zagranicznych. Zakładamy, że w 3Q'17 średnie ceny wyrobów płaskich jak i długich mogą wrócić na poziomy notowane w 1Q'17. W modelu przyjmujemy, że w 4Q'17 będziemy obserwowali w miarę płaskie poziomy cen względem 3Q'17.

Dynamika cen wybranych asortymentów w Polsce wg PUDS



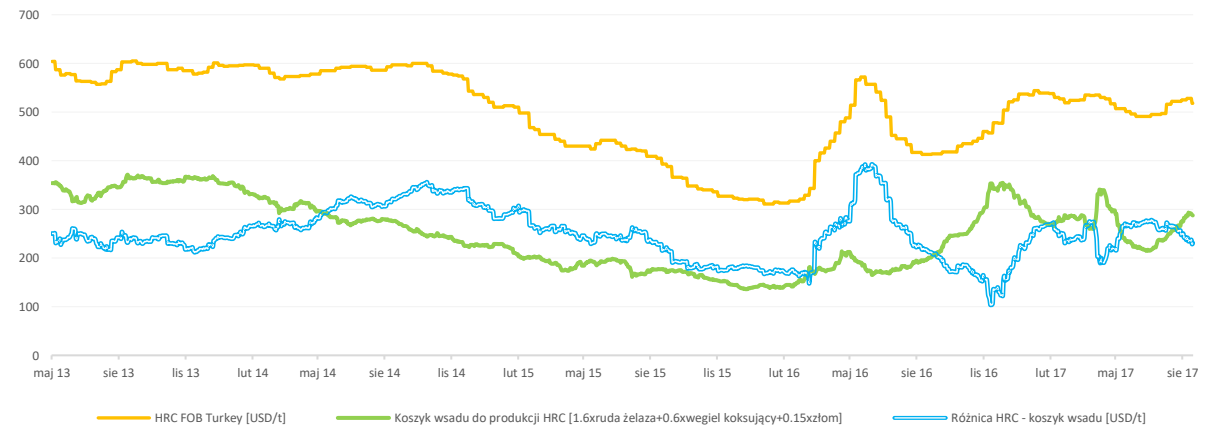
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

Dynamika cen surowców do produkcji stali



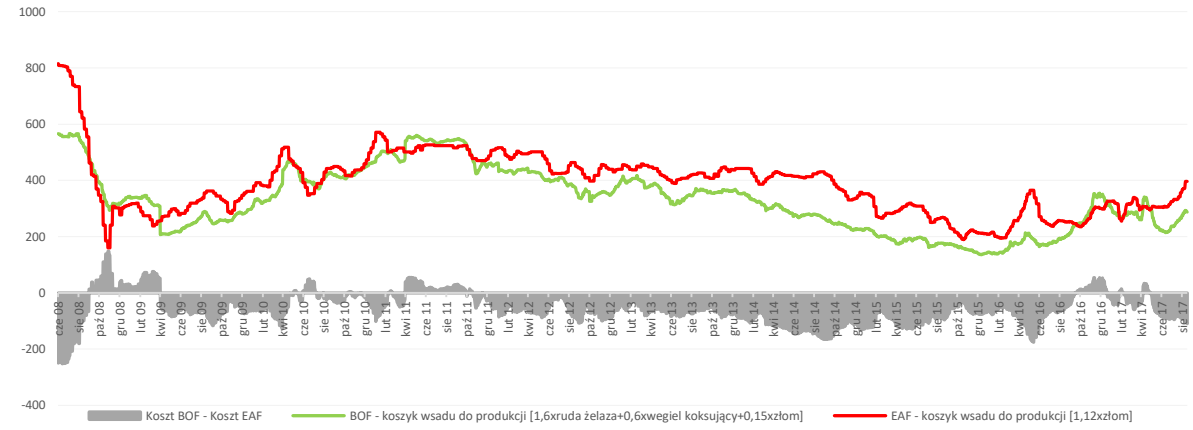
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dynamika cen blachy HRC oraz koszty wsadu do produkcji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Arcelor Mittal, Bloomberg

Teoretyczny koszt produkcji w technologii BOF i EAF (wg cen spotowych surowców)

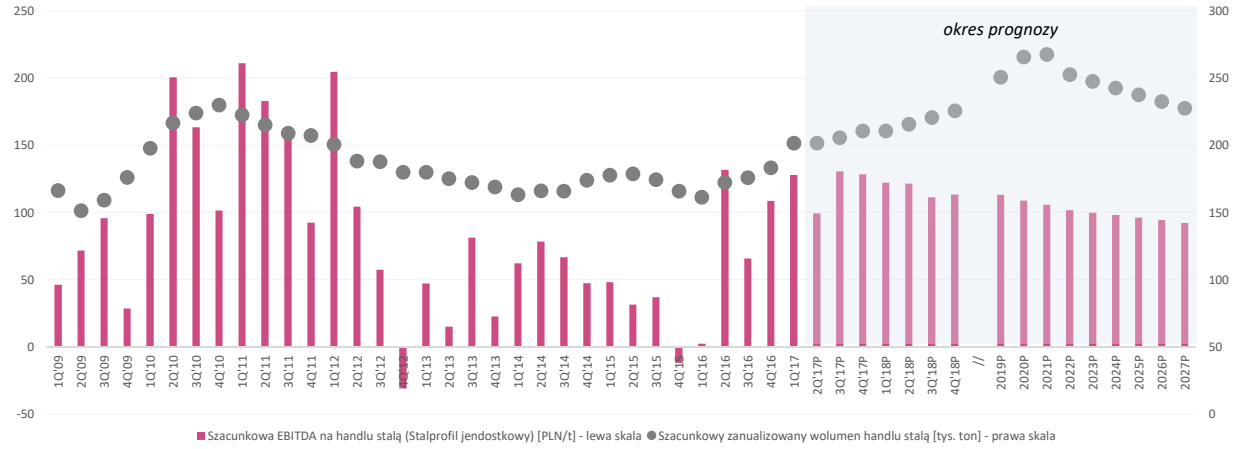


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Arcelor Mittal, Bloomberg

W 2016 roku sprzedaż wyrobów hutniczych w segmencie handel (Stalprofil jednostkowy) wyniosła ok 183 tys. ton (w 2015 roku było to 165,7 tys. ton). Zauważamy wzrost wolumenów handlu od 2Q'16, co wiążemy z poprawą popytu jak i nową infrastrukturą magazynową w Dąbrowie Górniczej. Na 2017 rok zakładamy sprzedaż wyrobów hutniczych na poziomie 210 tys. ton (+27 tys. ton względem 2016 roku). Kolejne trzy lata w naszym modelu przewidują dalsze zwiększenie ilościowego obrotu w tej dywizji biznesowej do około 265 tys. ton w latach 2020-2021, co uzasadniamy zaawansowaniem cyklu inwestycyjnego w polskiej gospodarce. W kolejnych latach przyjęliśmy spadek wolumenu handlu do około 227 tys. ton w 2027 roku.

Realizowany wynik na działalności handlowej w dużej mierze uzależniony jest od trendów cenowych na wyrobach. Wreszcie duże znaczenie ma oferta asortymentowa (w tym wartości dodane/przeróbki) oraz warunki sprzedażowe. W 2016 roku szacujemy, że EBITDA w przeliczeniu na tonę sprzedaży wyniosła ok 72 PLN/t. W 2015 roku (okres spadających cen stali) EBITDA/t mogła wynieść wg naszych wyliczeń niespełna 30 PLN. Przykładowo w latach 2010/2011, czyli w czasie dobrej koniunktury dla dystrybutorów wyrobów stalowych wpracowana EBITDA/t Stalprofilu jednostkowego mieściła się w przedziale 140-160 PLN. W 2017 roku zakładamy, że dywizja wykaże rentowność EBITDA na poziomie około 118 PLN/t. W dalszych dwóch latach prognozy przewidujemy spadek marż to poziomu ok 110 PLN/t. W dalszej części prognozy przyjmujemy erozję wyniku docelowo do pułapu ok 92 PLN/t.

Założenia dla przyszłego wolumenu handlu stalą oraz wyniku na działalności



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 2016 roku tonaż konstrukcji stalowych był na poziomie ok 1,9 tys. ton (w 2015 roku było to 2,7 tys. ton). Dla podmiotu Kolb przewidujemy rezultat EBITDA za 2017 rok na poziomie ok 2,4 mln PLN. W kolejnych dwóch latach EBITDA Kolbu w naszej prognozie rośnie do 2,9 mln PLN.

Oddział zabrzański, czyli dawny ZRUG Zabrze od końcówki 2016 roku jest bezpośrednio ujmowany w wynikach Stalprofilu jednostkowego. W 1Q'17 zakładamy, że oddział miał w dalszym ciągu ujemną kontrybucję do wyników grupy. Również w 2Q'17 uwzględniamy stratę tego obszaru działalności. W 2H'17 uwzględniamy realizację projektu budowy gazociągu DN 700 na odcinku gazociągu Hermanowice – Strachocina. Wartość kontraktu podpisanego z PGNiG Technologie wyniosła ok 29 mln PLN netto. Tym samym liczymy, że od 3Q'17 wynik oddziału w Zabrzu będzie dodatni. Kolejne trzy lata powinny przynieść intensyfikację budowy gazociągów na potrzeby Gaz Systemu i zakładamy, że oddział w Zabrzu będzie zdolny do efektywnego zagospodarowania posiadanych zdolności produkcyjnych. Przypominamy, że w przeciągu lat 2014-2016 strata wygenerowana na ZRUG Zabrze była bolesna dla całej grupy kapitałowej i zaburzyła realizowaną strategię.

W segmencie infrastruktura kluczowe znaczenie ma sprzedaż izolacji antykorozyjnych i rur stalowych. W 2016 roku obserwowaliśmy już odbudowę wolumenów izolacji do około 600 tys. m^2. W 2017 roku przyjmujemy, że wolumen izolacji może przekroczyć 1 mln m^2. Spółka w raporcie za 1Q'17 akcentowała, że na koniec maja'17 Gaz System rozstrzygnął przetargi na 379 km rur izolowanych (w tej kontraktacji grupa Stalprofil wygrała 74% jako lider konsorcjum). Dodatkowo ostatnie komunikaty bieżące wskazują na kolejne zdobyte zlecenia, które będą mieć wpływ na obłożenie produkcji w 2018 roku:

- gazociąg DN 1000 Zdzieszowice – Wrocław odcinek Zdzieszowice - Brzeg o długości około 45 km; wartość projektu to 72 mln PLN netto; termin dostaw od 1 lutego 2018 roku do 31 maja 2018 roku.
- gazociąg DN 1000 Strachocina – Pogórska Wola o długości 55 km; wartość umowy częściowej wynosi 97,1 mln PLN netto; planowana realizacja w terminie od 1 listopada 2017 roku do 30 czerwca 2018 roku.

W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 44,7 mln PLN. Dla Stalprofilu jednostkowego przyjmujemy wzrost EBITDA do 25,5 mln PLN (bez straty oddziału w Zabrzu, która może wg nas wynieść ok 0,9 mln PLN). Izostal powinien wg naszych założeń wypracować EBITDA w kwocie 18,2 mln PLN. Uwzględniając utrzymanie dobrej koniunktury dla dystrybutorów stali oraz wejście dywizji izolacji na kilkuletnią ścieżkę mocnych wolumenów liczymy na dalszą poprawę EBITDA grupy w latach 2018-2019 do poziomu odpowiednio 49,3 mln PLN i 54,8 mln PLN.

Szczegółowa prognoza wyników w oparciu o model BDM

	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018	2019
Przychody	218,8	235,5	204,0	336,4	291,3	276,3	289,6	306,8	306,5	295,8	293,8	800,3	1 194	1 203	1 258
Wynik brutto na sprzedaży	21,3	15,5	15,2	21,4	23,0	23,7	24,5	24,9	26,9	24,3	24,5	61,8	92,6	100,6	108,6
EBITDA	**7,4**	**-6,6**	**3,2**	**10,9**	**9,6**	**11,7**	**12,4**	**12,7**	**12,8**	**11,8**	**12,0**	**6,1**	**44,7**	**49,3**	**54,8**
EBIT	4,6	-9,3	-0,1	8,0	6,9	9,1	9,7	10,1	10,1	9,2	9,4	-5,5	33,7	38,8	44,2
Saldo finansowe	0,7	0,1	1,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	1,4	-2,3	-1,7	-3,3
Wynik brutto	5,3	-9,3	1,5	7,1	6,4	8,6	9,3	9,6	9,7	8,8	9,0	-4,2	31,4	37,1	40,9
Wynik netto	2,0	-9,3	0,9	5,6	5,2	7,0	7,5	7,8	7,9	7,1	7,3	-7,9	25,3	30,1	33,2
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	**2,1**	**-10,3**	**-1,1**	**4,9**	**4,3**	**6,0**	**6,4**	**6,7**	**6,8**	**6,1**	**6,2**	**-10,7**	**21,7**	**25,9**	**28,6**
Marża brutto ogółem	9,7%	6,6%	7,4%	6,4%	7,9%	8,6%	8,5%	8,1%	8,8%	8,2%	8,3%	7,7%	7,8%	8,4%	8,6%
Marża EBITDA	3,4%	-2,8%	1,6%	3,2%	3,3%	4,3%	4,3%	4,1%	4,2%	4,0%	4,1%	0,8%	3,7%	4,1%	4,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

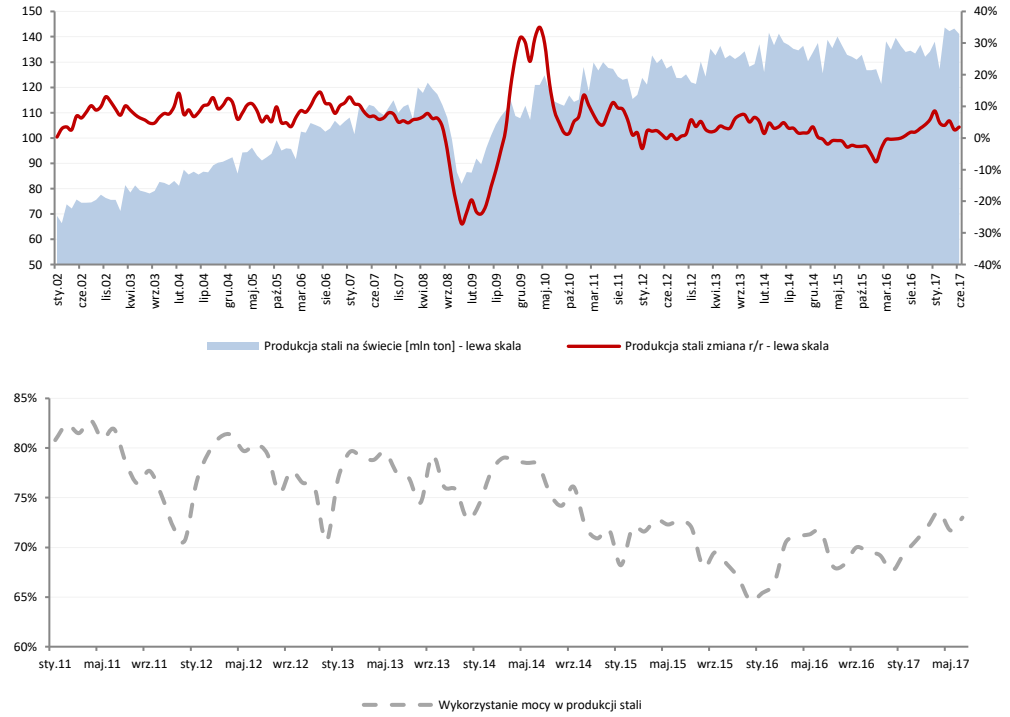
Zmiana w prognozie w porównaniu z założeniami zawartymi w raporcie analitycznym z 09.05.2016 r.

	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana
Przychody	864	1 194	38%	944	1 203	27%	996	1 258	26%
Wynik brutto na sprzedaży	93,8	92,6	-1%	98,8	100,6	2%	101,6	108,6	7%
EBITDA	51,8	44,7	-14%	53,4	49,3	-8%	54,1	54,8	1%
EBIT	40,3	33,7	-16%	42,2	38,8	-8%	43,0	44,2	3%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	25,8	21,7	-16%	26,7	25,9	-3%	27,5	28,6	4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., World Steel Association

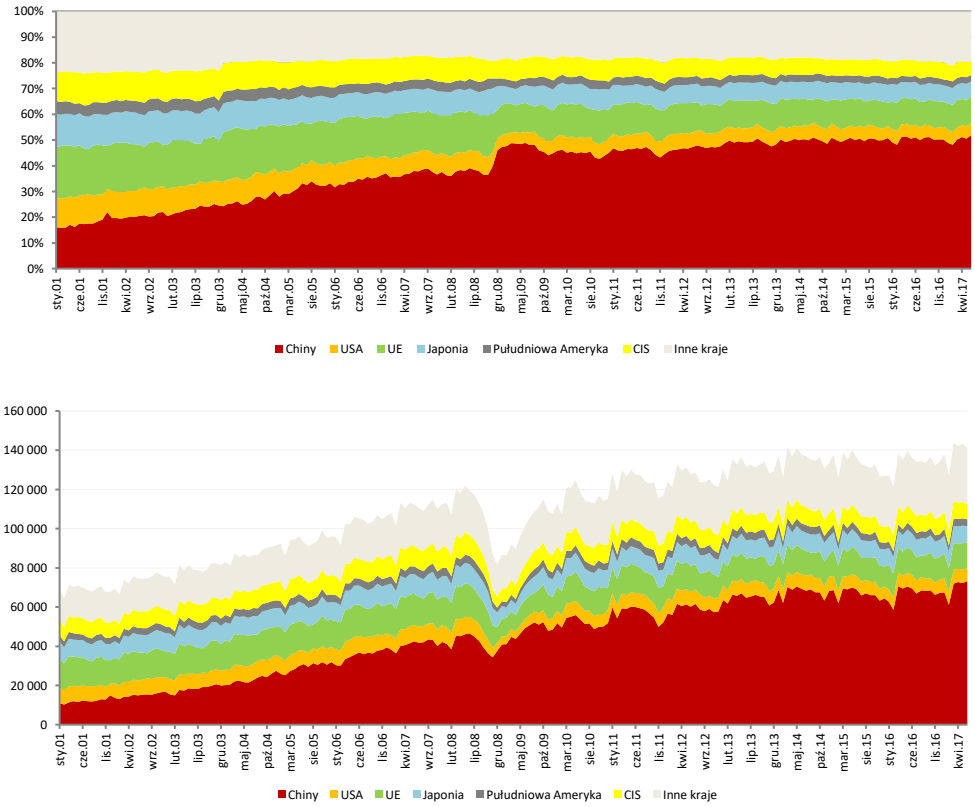
W 2015 roku nastąpiła erozja produkcji stali na świecie jednoczesne oraz znaczące zmniejszenie wykorzystania mocy w hutach. Przypominamy, że był to również wyjątkowy okres pogłębienia spadku cen większości asortymentów.

W 2016 roku nastąpiło bardzo dynamiczne odbicie cenników na wyroby ze stali. Dodatkowo wzrost konsumpcji jawnej w największych gospodarkach świata korzystnie wpłynął na wykorzystanie mocy produkcyjnych. Kluczowe znaczenie dla wyższych cenników miały/mają także wprowadzone bariery ochronne przemysł stalowniczy w głównych obszarach gospodarczych.

Z danych WSA wynika, że w 2016 roku produkcja stali na świcie wzrosła o 0,4% względem 2015 roku. **W 1H'17 produkcja światowa była wyższa o 4,7% r/r.**

Jak podaje WSA w czerwcu'17 średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło 73%.

Udział poszczególnych obszarów geograficznych w produkcji stali na świecie oraz produkcja wolumenowa [tys. ton]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., World Steel Association

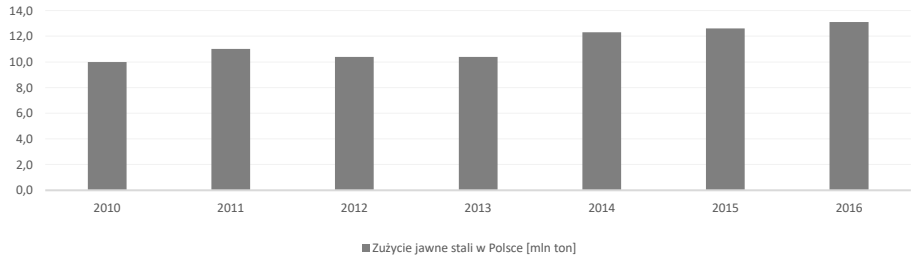
Od kilku lat zauważalna jest dominująca rola Chin w produkcji stali. W 2001 roku Chiny odpowiadały za ok. 18.1% produkcji światowej, w 2007 roku udział Chin wyniósł już 37% w światowej produkcji, a w 2016 roku było to ok. 50,4%.

Udział największych producentów z UE w światowym rynku w 2007 roku wynosił 15.9%, w 2011 roku było to 11.9%, a w 2016 roku udział w światowej produkcji spadł do ok. 10,1%.

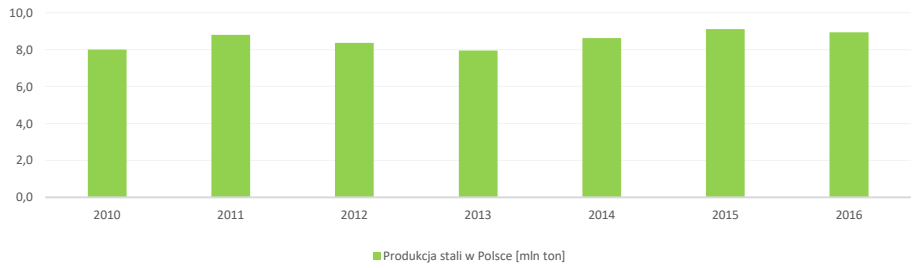
Polska w 2016 roku odpowiadała za ok. 0,56% produkcji światowej i ok. 5,49% produkcji w UE28.

PRODUKCJA I KONSUMPCJA JAWANA STALI POLSCE

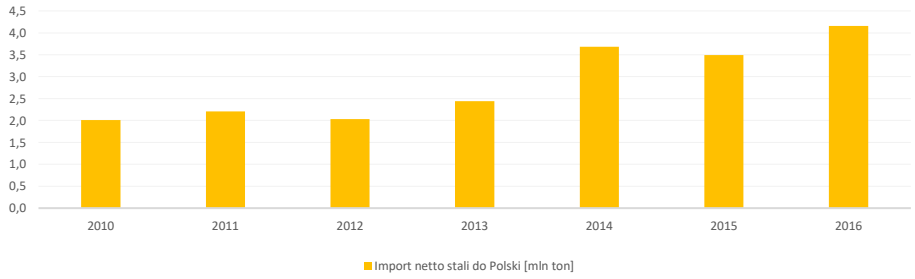
Charakterystyka polskiego rynku stali (produkcja i konsumpcja jawna)



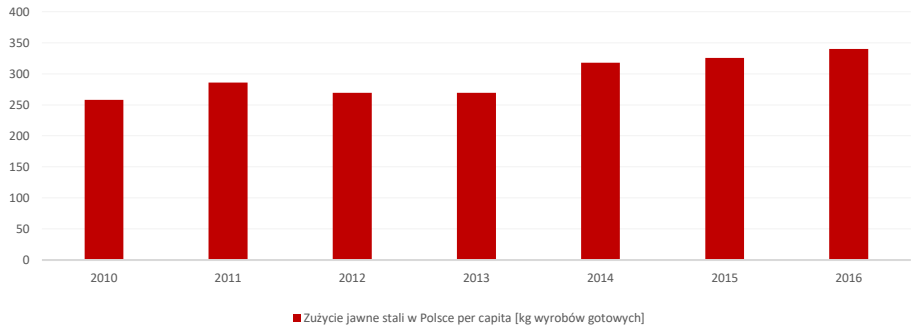
W 2016 roku zużycie jawne stali w Polsce wyniosło 13,1 mln ton, czyli było to więcej o 4% względem 2015 roku.



Produkcja stali w Polsce w 2016 roku spadła symbolicznie względem 2015 roku i wyniosła prawie 9 mln ton (-1,8% r/r). Oceniamy, że ok 57% produkcji pochodziło z technologii wielkiego pieca, a za 43% produkcji odpowiadały piece elektryczne.

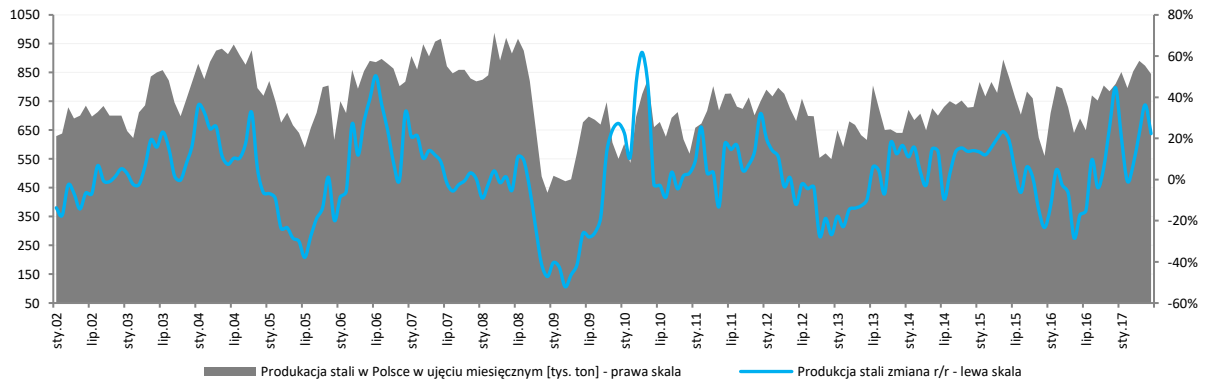


Wzrost konsumpcji stali wpływa na większe zapotrzebowanie na import do Polski. Szacujemy, że w 2016 roku import netto stali mógł wynieść ponad 4 mln ton.



Szacujemy, że w ujęciu per capita zużycie jawne stali w Polsce to ok 340 kg (w 2015 roku mogło to być niespełna 326 kg).

Dla porównania w Niemczech zużycie jawne per capita szacujemy na niespełna 500 kg. W Czechach może to być nawet ponad 630 kg. Z kolei średnie zużycie jawne per capita w UE(28) wynosiło w 2016 roku ok 311 kg.



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., HIPH, GUS, WSA

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Przychody	630,8	795,3	930,1	900,7	740,2	649,9	800,3	1193,6	1202,9	1257,6	1282,2	1271,7	1197,2	1172,1	1165,6	1159,2
Wynik brutto na sprzedaży	85,1	103,3	92,1	78,5	40,2	40,2	61,8	92,6	100,6	108,6	110,2	109,1	101,9	99,4	99,0	98,6
EBITDA	**50,3**	**67,5**	**46,4**	**38,2**	**4,8**	**0,7**	**6,1**	**44,7**	**49,3**	**54,8**	**55,4**	**54,6**	**49,4**	**47,4**	**46,8**	**46,2**
EBIT	42,8	59,8	36,8	27,3	-6,5	-10,4	-5,5	33,7	38,8	44,2	44,9	44,2	39,2	37,2	36,6	36,1
Saldo finansowe	-5,9	-4,1	-6,9	-1,3	0,0	-1,3	1,4	-2,3	-1,7	-3,3	-2,6	-1,7	-0,5	0,6	1,6	2,4
Wynik brutto	36,9	55,7	29,8	26,0	-6,5	-11,7	-4,2	31,4	37,1	40,9	42,3	42,6	38,6	37,8	38,3	38,5
Wynik netto	30,1	45,0	23,8	21,0	-5,8	-10,0	-7,9	25,3	30,1	33,2	34,3	34,5	31,3	30,6	31,0	31,2
przypisany akcjonariuszom	**29,7**	**37,2**	**16,1**	**15,5**	**-4,8**	**-8,7**	**-10,7**	**21,7**	**25,9**	**28,6**	**29,6**	**29,6**	**27,0**	**26,5**	**26,6**	**26,7**

Bilans	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Aktywa trwałe	162,4	206,6	235,2	245,6	252,4	263,7	255,9	249,4	244,2	241,6	239,2	236,9	236,1	235,6	235,7	236,3
RZAT + WNiP	155,1	198,3	223,8	225,5	227,0	247,9	242,1	235,7	230,4	227,8	225,4	223,1	222,4	221,8	222,0	222,6
Inne aktywa trwałe	7,3	8,3	11,4	20,1	25,5	15,7	13,9	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Aktywa obrotowe	307,3	346,0	342,7	379,6	380,5	272,8	403,1	448,7	475,2	499,3	518,6	531,2	530,7	533,6	539,9	547,6
Zapasy	130,1	148,0	173,6	143,5	173,6	153,4	269,3	277,4	278,5	290,1	295,6	284,8	260,0	240,0	230,4	227,8
Kr należności i rozliczenia	143,8	158,2	141,5	222,3	196,2	92,6	116,5	155,7	156,8	156,3	159,0	157,4	147,8	144,4	143,2	142,1
Środki pieniężne	32,8	39,2	26,8	12,9	10,5	26,4	15,1	13,1	37,4	50,4	61,4	86,4	120,4	146,8	163,8	175,2
Inne aktywa obrotowe	0,6	0,6	0,8	0,9	0,3	0,4	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Aktywa razem	**469,7**	**552,6**	**577,8**	**625,1**	**633,0**	**536,5**	**659,1**	**698,1**	**719,4**	**740,8**	**757,8**	**768,1**	**766,9**	**769,2**	**775,7**	**783,9**
Kapitał własny	270,1	310,5	327,3	342,2	333,7	321,1	312,2	335,7	363,3	391,8	420,1	446,2	467,9	489,6	511,8	534,3
Zobowiązania	199,6	242,1	250,5	282,9	299,3	215,4	346,9	362,4	356,2	349,0	337,7	321,9	298,9	279,7	263,9	249,6
Rezerwy	5,8	7,0	7,4	17,5	13,5	6,2	21,3	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Kredyty i pożyczki	88,3	109,5	105,2	80,1	102,4	101,2	94,1	133,0	129,0	119,5	107,0	94,5	84,5	71,0	57,5	45,5
Dł zobowiązania i rozliczenia	19,3	24,9	27,8	26,8	25,7	26,2	24,5	23,4	22,1	20,8	19,6	18,3	17,1	15,8	14,5	13,3
Zobowiązania handlowe	86,2	100,6	109,6	158,1	156,8	81,8	206,1	186,0	185,0	188,6	191,0	189,0	177,3	172,8	171,8	170,7
Inne	0,0	0,1	0,6	0,4	0,8	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	**469,7**	**552,6**	**577,8**	**625,1**	**633,0**	**536,5**	**659,1**	**698,1**	**719,4**	**740,8**	**757,8**	**768,1**	**766,9**	**769,2**	**775,7**	**783,9**

CF	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
CF operacyjny	11,5	47,6	27,3	32,4	-1,7	46,5	5,9	-32,9	37,8	38,2	40,2	55,6	63,6	57,9	47,9	40,3
CF inwestycyjny	-10,3	-40,9	-32,1	-11,9	-14,4	-22,6	-6,5	-3,8	-5,3	-7,9	-8,1	-8,1	-9,5	-9,6	-10,2	-10,7
CF finansowy	25,0	-1,6	-20,3	-32,2	-5,4	-2,1	4,9	-7,8	-8,2	-17,3	-21,0	-22,6	-20,1	-21,9	-20,6	-18,2
Środki pien sop	-5,9	20,3	25,4	0,3	-11,4	-33,0	-11,3	-7,0	-51,4	-27,1	-14,1	-3,1	21,9	55,9	82,3	99,3
Środki pien eop	20,3	25,4	0,3	-11,4	-33,0	-11,3	-7,0	-51,4	-27,1	-14,1	-3,1	21,9	55,9	82,3	99,3	110,6

Inne charakterystyki modelu	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Cena [PLN]	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Liczba akcji [mln szt.]	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
Kapitalizacja [mln PLN]	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5
EV [mln PLN]	318,0	332,9	340,9	329,7	354,4	337,2	341,6	382,4	354,1	331,6	308,1	270,6	226,6	186,7	156,2	132,8
Dług netto [mln PLN]	55,5	70,4	78,4	67,2	91,9	74,7	79,1	119,9	91,6	69,1	45,6	8,1	-35,9	-75,8	-106,3	-129,7
Dług % [mln PLN]	88,3	109,5	105,2	80,1	102,4	101,2	94,1	133,0	129,0	119,5	107,0	94,5	84,5	71,0	57,5	45,5
Dług netto / EBITDA	1,1x	1,0x	1,7x	1,8x	---	---	13,0x	2,7x	1,9x	1,3x	0,8x	0,1x	-0,7x	-1,6x	-2,3x	-2,8x
P/E (x)	**8,8x**	**7,1x**	**16,3x**	**16,9x**	**---**	**---**	**---**	**12,1x**	**10,2x**	**9,2x**	**8,9x**	**8,9x**	**9,7x**	**9,9x**	**9,9x**	**9,8x**
EV/EBITDA (x)	**6,3x**	**4,9x**	**7,4x**	**8,6x**	**74,4x**	**---**	**56,3x**	**8,6x**	**7,2x**	**6,1x**	**5,6x**	**5,0x**	**4,6x**	**3,9x**	**3,3x**	**2,9x**
EV/EBIT (x)	7,4x	5,6x	9,3x	12,1x	---	---	---	11,3x	9,1x	7,5x	6,9x	6,1x	5,8x	5,0x	4,3x	3,7x
P/BV (x)	1,0x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
Dywidenda wypłacona w okresie [PLN/akcję]	0,11	0,25	0,27	0,14	0,09	0,10	0,04	0,10	0,14	0,26	0,34	0,48	0,55	0,51	0,50	0,50
Rentowność dywidendy do kursu bieżącego	0,7%	1,7%	1,8%	0,9%	0,6%	0,7%	0,3%	0,7%	1,0%	1,7%	2,3%	3,2%	3,6%	3,4%	3,3%	3,3%
Zaangażowany kapitał obrotowy [mln PLN]	187,7	205,7	205,5	207,6	213,0	164,2	179,7	247,1	250,3	257,8	263,6	253,3	230,5	211,5	201,8	199,1
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	132,2	135,3	127,1	140,4	121,1	89,5	100,6	127,2	158,7	188,7	218,1	245,2	266,4	287,3	308,1	328,8

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	**16,51**	**kupuj**	**14,6**	**21.08.2017**	**10:36 CEST**	**15**	**62 175**
Kupuj	14.60	wznowienie	18.2	09.05.2016		11.99	46 664
Akumuluj	18.20	Kupuj	24.60	22.08.2012		14.50	41 921
Kupuj	24.60	---	---	17.04.2012		19.6	40 750

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17:

Kupuj	2	22%
Akumuluj	5	56%
Trzymaj	1	11%
Redukuj	1	11%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM *S.A.* (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 21.08.2017 roku (10:36 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.08.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 21.08.2017 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Przewodniczący Rady Nadzorczej DM BDM S.A. pełni jednocześnie funkcję Wiceprezesa Zarządu spółki STALPROFIL

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog potencjalnego ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.