



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 292.1 PLN

05 WRZESIEŃ 2014

Stalprodukt jest naszym faworytem z szerokiego obszaru przemysłu (handel/produkcja stali) i decydujemy się na rozpoczęcie wydawania zaleceń dla spółki od rekomendacji Kupuć. Na podstawie naszych założeń wyceniamy spółkę na poziomie 292.1 PLN/akcję, co oznacza potencjał do wzrostu o ok. 27%. Przy naszych prognozach i cenie docelowej na poziomie 292.1 PLN, Stalprodukt będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 5.3x i 4.4x. Uważamy, że będą to wartości dalej atrakcyjne dla inwestorów, w szczególności przy uwzględnieniu komfortowej sytuacji płynnościowej pozwalającej na realizację nowych projektów, których nie uwzględniamy w modelu.

Rezultaty spółki za 2Q'14 były lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania i dotyczyło to zwłaszcza segmentu blach transformatorowych oraz w mniejszym stopniu segmentu profili. Ogółem w 2Q'14 na poziomie skonsolidowanym przychody Stalproduktu wzrosły o ponad 5% r/r do 693.4 mln PLN. Tak jak oczekiwaliśmy, wraz z 2Q'14 spółka zapoczątkowała (z mocniejszym niż sądziliśmy akcentem) okres, kiedy przez kilka kolejnych kwartałów powinna już wykazywać dodatnią dynamikę wzrostu zysków w ujęciu r/r. W samym 2Q'14 poprawa wyników we wszystkich segmentach pozwoliła na wykazanie zysku EBITDA na poziomie 73.1 mln PLN, a EBIT na pułapie 40.4 mln PLN.

Mamy nadzieję, że obserwowane pierwsze podwyżki cennikowe blach transformatorowych, po długim okresie erozji, będą miały charakter trwały. Tym samym historycznie kluczowy obszar działalności powinien w kolejnych kwartałach wykazywać dodatnią dynamikę wzrostu wyników w ujęciu q/q. Oceniając dalsze perspektywy dla segmentu cynku podkreślamy, że jesteśmy zbudowani ostatnimi wzrostami cen surowca (na czym skorzysta bezpośrednio część górnicza ZHG). Obecna cena cynku na poziomie prawie 2400 USD/t jest znacznie wyższa niż w 2Q'14 oraz w 3Q'13. Szacujemy, że średnia cena cynku w 3Q'14 jest wyższa o ponad 450 USD/t w relacji r/r oraz 280 USD w relacji q/q. Tym samym również ten segment powinien w kolejnych kwartałach wpływać na wzrost rentowności. Ogółem na 2014 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać zysk EBITDA na poziomie prawie 300 mln PLN. Zapoczątkowana w 2Q'14 ścieżka wzrostu wyników powinna być kontynuowana w kolejnych dwóch latach. Tym samym przyjąłmy, że EBITDA w latach 2015-2016 wzrośnie odpowiednio do 353 i 402 mln PLN.

Zwracamy też uwagę, że wpływ na poziom raportowanych wyników w najbliższych kwartałach/latach będą miały zdarzenia (jednorazowe) w segmencie cynku. W naszej ocenie Stalprodukt ostrożnie podszeł do wyceny ryzyk związanych z zakończeniem działania kopalni Olkusz-Pomorzany, dodatkowo ewentualna sprzedaż Gradiar również powinna wpłynąć na wykazanie dodatniego wyniku z transakcji (czego nie uwzględniamy w modelu).

Wycena końcowa [PLN]	292.1
Potencjał do wzrostu / spadku	+27 %
Cena rynkowa [PLN]	231.0
Kapitalizacja [mld PLN]	1.55
Ilość akcji [mln. szt.]	6.725
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	244.0
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	183.0
Stopa zwrotu za 3 mc	9%
Stopa zwrotu za 6 mc	17%
Stopa zwrotu za 9 mc	9%
Akcjonariat (% głosów):	
Arcelor Mittal Poland	38.2%
STP investment	32.92%
Stalprodukt-Profil	5.22%
Pozostali	23.65%

Maciej Bobrowski

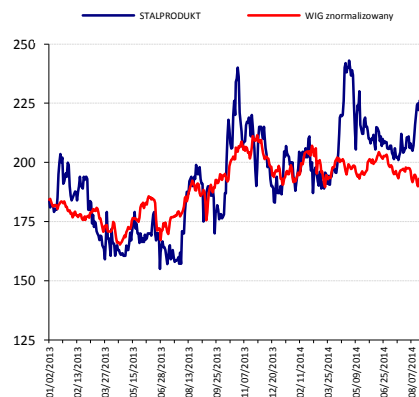
bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	2 003	1 809	2 807	2 813	2 982	3 137
EBITDA [mln PLN]	198	129	210	299	353	402
EBIT [mln PLN]	147	75	81	165	214	259
Wynik netto [mln PLN]	122	63	73	115	164	204
P/BV	1.0x	1.0x	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x
P/E	12.8x	24.5x	21.4x	13.5x	9.5x	7.6x
EV/EBITDA	7.6x	12.5x	7.7x	5.3x	4.1x	3.4x
EV/EBIT	10.2x	21.5x	20.0x	9.6x	6.8x	5.2x



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q 2014	8
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY	12
INFORMACJE O SPÓŁCE ORAZ STRUKTURA WYNIKÓW	14
SEGMENTU BLACH ELEKTROTECHNICZNYCH	16
CZYM JEST BLACHA ELEKTROTECHNICZNA	16
OPIS SEGMENTU BLACH ELEKTROTECHNICZNYCH.....	16
NAJWIĘKSI PRODUCENCI BLACH ELEKTROTECHNICZNYCH NA ŚWIECIE.....	17
CENY PRODUKTÓW ZE STALI -HRC ORAZ BLACHY ELEKTROTECHNICZNE	18
RYNEK STALI	20
WYKORZYSTANIE STALI.....	20
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	21
NAJWIĘKSI PRODUCENCI STALI NA ŚWIECIE	23
OPIS SEGMENTU CYNKU	24
CHARAKTERYSTYKA PRZYCHODÓW SEGMENTU CYNKU	25
CHARAKTERYSTYKA KOSZTÓW SEGMENTU CYNKU	29
RYNEK CYNKU.....	30
PRZEWIDYWANY BILANS NA RYNKU CYNKU.....	31
NAJWIĘKSI GRACZE NA RYNKU CYNKU – POZYCJA ZGH.....	32
OPIS SEGMENTU PROFILI	33
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	35

WYCENA I PODSUMOWANIE

Po długim okresie erozji wyników w segmencie blach elektrotechnicznych, mamy nadzieję że obserwowane pierwsze podwyżki cennikowe będą miały charakter trwały. Tym samym historycznie kluczowy obszar działalności będzie w kolejnych kwartałach wykazywał dodatnią dynamikę wzrostu wyników q/q. Oceniając dalsze perspektywy dla segmentu cynku podkreślamy, że jesteśmy zbudowani ostatnimi wzrostami cen surowca (na czym skorzysta bezpośrednio część górnicza ZHG). Obecna cena cynku na poziomie prawie 2400 USD/t jest znacznie wyższa niż w 2Q'14 oraz w 3Q'13. Szacujemy, że średnia cena cynku w 3Q'14 jest wyższa o ponad 450 USD/t w relacji r/r oraz 280 USD w relacji q/q. Tym samym również ten segment powinien w kolejnych kwartałach wpływać na wzrost wyników Stalproduktu.

Ogółem na 2014 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać wynik EBITDA na poziomie prawie 300 mln PLN. Zapoczątkowana w 2Q'14 ścieżka wzrostu wyników powinna być kontynuowana w kolejnych dwóch latach. Tym samym przyjęliśmy, że EBITDA w latach 2015-2016 wzrośnie odpowiednio do 353 i 402 mln PLN. Na poziomie netto w 2014 roku spodziewamy się zysku na poziomie 115 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęliśmy ścieżkę wzrostu do ponad 200 mln PLN.

Stalprodukt jest naszym faworytem z szerokiego obszaru przemysłu (handel/produkcja stałą) i decydujemy się na rozpoczęcie wydawania zaleceń dla spółki od rekomendacji Kupuj. Na podstawie naszych założeń wyceniamy spółkę na poziomie 292.1 PLN/akcję, co oznacza potencjał do wzrostu o ok. 27%. Przy naszych prognozach i cenie docelowej na poziomie 292.1 PLN, Stalprodukt będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 5.3x i 4.4x. Uważamy, że będą to wartości dalej atrakcyjne dla inwestorów, w szczególności przy uwzględnieniu komfortowej sytuacji płynnościowej pozwalającej na realizację nowych projektów, których nie uwzględniamy w modelu.

Zwracamy też uwagę, że wpływ na poziom raportowanych wyników w najbliższych kwartałach/latach będą miały zdarzenia (jednorazowe) w segmencie cynku. W naszej ocenie Stalprodukt ostrożnie podszedł do wyceny ryzyk związanych z zakończeniem działania kopalni Olkusz-Pomorzan, dodatkowo sprzedaż Gradir również powinna wpłynąć na wykazanie dodatniego wyniku z transakcji (czego nie uwzględniamy w modelu).

Podsumowanie wyceny

		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	1.88	279.0
B	Wycena porównawcza do Accor	2.17	322.9
C	Wycena końcowa (A*0.7 + B*0.3)	1.96	292.1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia (szczegółowe założenia dla poszczególnych segmentów znajdują się w osobnym rozdziale):

- W obszarze blach liczymy na stopniową odbudowę wyników w 2H'14 (w porównaniu z 1H'14). Wpływ na to będzie miał wysoki wolumen (zakończony proces modernizacji jednej linii produkcyjnej) oraz lepsze ceny sprzedaży. Sytuacja na rynku blach jest jednak nadal skomplikowana i wysoka podaż na świecie wpływa na akceptowalne niskie ceny. Niemniej z dzisiejszej perspektywy oceniamy, że nadchodzące kwartały przyniosą poprawę marż działalności. Na 2014 rok założyliśmy, że wynik segmentu blach powinien wynieść ok. 515 PLN/t, a w 2015 roku przyjęliśmy wzrost do 765 PLN/t. Docelowo w modelu zakładamy wykorzystanie mocy produkcyjnych na poziomie 95%, oraz wynik na poziomie 1000-1050 PLN/t produktu.
- Oceniając dalsze perspektywy dla segmentu cynku podkreślamy, że jesteśmy zbudowani ostatnimi wzrostami cen surowca (na czym skorzysta bezpośrednio część górnicza ZHG). Obecna cena cynku na poziomie prawie 2400 USD/t jest znacznie wyższa niż w 2Q'14 oraz w 3Q'13. Szacujemy, że średnia cena cynku w 3Q'14 jest wyższa o ponad 450 USD/t w relacji r/r oraz 280 USD w relacji q/q. Na koniec 2014 roku przyjęliśmy średnią cenę cynku na pułapie 2450 USD/t, przy USD/PLN równym 3.2. W kolejnych latach prognozy cena cynku w naszym modelu rośnie do 2700 USD/t w 2017 roku (później stopniowa stabilizacja). Dla rentowności części hutniczej w zakresie produkcji cynku i stopów cynku nie wprowadzamy istotnych zmian. Poziom TC oraz premii regionalnej w naszym modelu ma charakter stabilny w skali roku (efekt umów długoterminowych). W modelu przyjmujemy, że na przełomie 2017/2018 dojdzie do zamknięcia kopalni Olkusz-Pomorzany, co będzie miało negatywny wpływ na poziom rentowności segmentu. Zakładamy, jednak że w przyszłości coraz większa część wsadu będzie pozyskiwana z recyklingu odpadów cynkonośnych. W założeniach staramy się uwzględniać efekty działania instalacji odchlorowania, odfluorowania i ługowania surowego tlenku cynku pochodzącego z procesu przerobu pyłów stalowniczych, co w coraz większym stopniu powinno pozwalać na uzupełnienie malejącego udziału kopalnianego wsadu siarczkowego. Zwiększenie udziału tlenków we wsadzie stanowi bowiem lokalną „nową i własną” bazę surowcową. Dodatkowo zastosowanie technologii wzbogacania rud do przerobu szlamów i budowa instalacji do wzbogacania flotacyjnego i filtracji szlamów z hydrometalurgii cynku umożliwia odzysk srebra (metal Dore'a).
- Dług netto uwzględnia stan na koniec 2013 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 30.09.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 1.88 mld PLN, czyli ok. 279 PLN/akcję.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 813	2 982	3 137	3 248	3 130	3 093	3 075	3 110	3 146	3 179
EBIT. [mln PLN]	164.5	213.9	258.6	231.8	175.9	180.4	187.3	196.2	198.1	200.1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	31.3	40.6	49.1	44.0	33.4	34.3	35.6	37.3	37.6	38.0
NOPLAT [mln PLN]	133.3	173.2	209.5	187.8	142.5	146.1	151.7	158.9	160.5	162.1
Amortyzacja [mln PLN]	136.2	139.6	143.4	148.2	139.7	142.2	141.7	141.2	140.7	140.2
CAPEX [mln PLN]	-103.0	-132.7	-160.9	-135.9	-141.7	-135.6	-135.2	-134.7	-134.3	-133.8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-106.2	-39.3	-36.1	-34.7	-58.1	-24.1	5.0	-9.6	-9.8	-9.1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	60.3	141	156	165	82	129	163	156	157	159
DFCF [mln PLN]	59.1	127	129	126	58	82	96	84	78	73
Suma DFCF [mln PLN]	912									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 257	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 029									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 940									
Dług netto [mln PLN]	64									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 876									
Ilość akcji [mln szt.]	6.7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	279.0									

Przychody zmiana r/r	0.2%	6.0%	5.2%	3.5%	-3.6%	-1.2%	-0.6%	1.1%	1.1%	1.1%
EBIT zmiana r/r	103.8%	30.0%	20.9%	-10.4%	-24.1%	2.6%	3.8%	4.8%	1.0%	1.0%
Marża EBITDA	10.7%	11.9%	12.8%	11.7%	10.1%	10.4%	10.7%	10.8%	10.8%	10.7%
Marża EBIT	5.8%	7.2%	8.2%	7.1%	5.6%	5.8%	6.1%	6.3%	6.3%	6.3%
Marża NOPLAT	4.7%	5.8%	6.7%	5.8%	4.6%	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%
CAPEX / Przychody	3.7%	4.4%	5.1%	4.2%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
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	93.0%	94.2%	95.4%	96.4%	97.3%	98.0%	98.0%	98.0%	98.1%	98.1%
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	7.0%	5.8%	4.6%	3.6%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
WACC	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	0.8	231.5	242.7	256.4	273.5	295.6	325.2	344.0	366.7	394.5
	0.9	220.5	230.3	242.3	257.0	275.7	300.3	315.7	333.9	355.9
	1.0	210.4	219.1	229.5	242.3	258.3	279.0	291.7	306.6	324.2
	1.1	201.2	208.9	218.1	229.2	242.9	260.4	271.1	283.4	297.8
	1.2	192.7	199.5	207.6	217.3	229.3	244.2	253.2	263.5	275.4
	1.3	184.8	190.9	198.1	206.6	217.0	229.9	237.5	246.2	256.2
	1.4	177.5	183.0	189.3	196.9	206.0	217.1	223.7	231.1	239.5
	1.5	170.7	175.6	181.3	188.0	196.0	205.7	211.4	217.7	224.9
	1.6	164.4	168.8	173.9	179.9	186.9	195.4	200.3	205.8	211.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.8	405.7	374.8	348.2	336.3	325.2	314.8	305.0	287.1	271.2
	0.9	378.4	348.2	322.5	311.0	300.3	290.3	281.0	263.9	248.9
	1.0	354.5	325.2	300.3	289.2	279.0	269.4	260.4	244.2	229.9
	1.1	333.5	305.0	281.0	270.3	260.4	251.3	242.7	227.2	213.6
	1.2	314.8	287.1	263.9	253.7	244.2	235.4	227.2	212.4	199.4
	1.3	298.0	271.2	248.9	239.0	229.9	221.4	213.6	199.4	187.0
	1.4	283.0	257.0	235.4	225.9	217.1	209.0	201.5	187.9	176.0
	1.5	269.4	244.2	223.3	214.1	205.7	197.9	190.6	177.6	166.2
	1.6	257.0	232.6	212.4	203.6	195.4	187.9	180.9	168.4	157.5

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								
premia za ryzyko		-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
	3.0%	256.8	271.5	289.9	313.6	345.2	389.7	419.4	456.6	504.6
	3.5%	243.5	256.3	272.2	292.2	318.5	354.5	378.0	406.7	442.7
	4.0%	231.5	242.7	256.4	273.5	295.6	325.2	344.0	366.7	394.5
	4.5%	220.5	230.3	242.3	257.0	275.7	300.3	315.7	333.9	355.9
	5.0%	210.4	219.1	229.5	242.3	258.3	279.0	291.7	306.6	324.2
	5.5%	201.2	208.9	218.1	229.2	242.9	260.4	271.1	283.4	297.8
	6.0%	192.7	199.5	207.6	217.3	229.3	244.2	253.2	263.5	275.4
	6.5%	184.8	190.9	198.1	206.6	217.0	229.9	237.5	246.2	256.2
	7.0%	177.5	183.0	189.3	196.9	206.0	217.1	223.7	231.1	239.5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Mediana EV/EBITDA podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi wynosi 5.9x na 2015 rok. Decydujemy się na uwzględnienie tego mnożnika jako docelowego dla Stalproduktu. Tym samym wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na poziomie 322.9 PLN.

Zwracamy też uwagę, że Stalprodukt jest obecnie najtańszym podmiotem z obszaru handlu/produkcji wyrobów stalowych na GPW. Jest to sytuacja nieuzasadniona zważywszy na budowę grupy i jej pozycję rynkową w poszczególnych obszarach biznesowych. Dodatkowo sytuacja płynnościowa Stalproduktu świadczy o najbezpieczniejszej strukturze bilansu.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA			Komentarz
			2014	2015	2016	2014	2015	2016	
KLOECKNER	10.8	EUR	40.7	17.3	12.4	7.5	6.0	5.2	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi.
THYSSENKRUPP	22.1	EUR	36.9	18.8	13.8	7.5	6.1	5.4	
VOESTALPINE	33.7	EUR	10.9	9.4	8.6	6.1	5.6	5.2	
SALZGITTER	29.5	EUR	----	19.6	12.4	5.5	4.3	3.8	
ARCELORMITTAL	11.2	EUR	13.8	9.3	6.2	4.8	4.0	3.4	
VALLOUREC	37.2	EUR	20.3	16.2	12.5	7.7	6.8	5.9	
US STEEL	40.2	USD	20.0	13.7	10.2	6.2	5.2	4.7	
NLMK	14.8	USD	15.7	13.2	11.7	6.3	5.8	5.2	
AK STEEL	10.3	USD	---	7.3	5.5	9.1	4.6	3.6	
POSCO	349.0	tys. KRW	18.5	14.4	13.3	8.1	7.3	6.8	
TATA	512.3	INR	11.3	9.3	7.6	6.6	6.0	5.4	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji (górnictwej i hutniczej) cynku.
WISCO	2.2	CNY	27.8	21.6	18.2	6.8	6.2	5.8	
Mediana			19.2	14.0	12.0	6.7	5.9	5.2	
KOREA ZINC	420.0	tys. KRW	16.3	14.0	10.5	8.3	7.9	7.6	
BOLIDEN	115.3	SEK	19.7	11.4	9.9	7.4	5.5	4.8	
NYRSTAR	3.2	EUR	---	---	39.4	5.5	4.9	3.8	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru stali notowane na GPW.
HINDUSTAN ZINC	169.9	INR	9.8	9.0	8.6	6.6	6.4	5.9	
Mediana			16.3	11.4	10.2	7.0	6.0	5.4	
Stalprofil	14.5	PLN	25.5	13.8	10.8	11.0	7.0	5.7	
Izostal	5.85	PLN	36.9	14.7	12.1	18.1	9.7	8.2	
Ferrum	4.5	PLN	26.4	12.6	6.9	7.3	6.1	4.6	
Cognor	1.85	PLN	12.6	6.7	6.4	6.1	5.1	4.9	
Mediana			25.9	13.2	8.8	9.1	6.5	5.3	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q 2014

Wyniki spółki za 2Q'14 były lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania, dotyczyło to zwłaszcza segmentu blach transformatorowych oraz profili. Ogółem w 2Q'14 na poziomie skonsolidowanym przychody Stalproduktu wzrosły o ponad 5% r/r do 693.4 mln PLN. Tak jak oczekiwaliśmy, wraz z 2Q'14 spółka zapoczątkowała (z mocniejszym niż sądziliśmy akcentem) okres, kiedy przez kilka kolejnych kwartałów powinna już wykazywać dodatnią dynamikę wzrostu zysków w ujęciu r/r. Poprawa wyników we wszystkich segmentach pozwoliła na wykazanie w 2Q'14 zysku EBITDA na poziomie 73.1 mln PLN, a EBIT na pułapie 40.4 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka zaraportowała zysk w omawianym okresie w kwocie 29.6 mln PLN.

W segmencie blach przychody wzrosły o 11.2% r/r do niespełna 113.5 mln PLN. Dzięki wyższym wolumenom sprzedaży i pomimo wciąż trudnej sytuacji cenowej udało się wypracować wynik na poziomie 12.3 mln PLN (wyższy o 6.8 mln PLN w relacji q/q oraz o 1.6 mln PLN w ujęciu r/r).

W segmencie profili rezultaty również uległy poprawie. Trudna sytuacja w zakresie cen oraz niestabilny popyt wpłynęły na dalszy nieznaczny spadek przychodów. Dzięki lepszemu mixowi sprzedażowemu, dyscyplinie kosztowej oraz sprzyjającej relacji cen wsadu, wynik segmentu wzrósł jednak o 16.1 mln PLN.

Segment cynku w 2Q'14 jeszcze nie odczuwał wyższych cen cynku (co powinno być widoczne w 3Q'14) i w relacji q/q zaraportowane rezultaty okazały się płaskie. Ogółem przychody segmentu wyniosły ok. 327.6 mln PLN, a wynik był na poziomie 28.8 mln PLN.

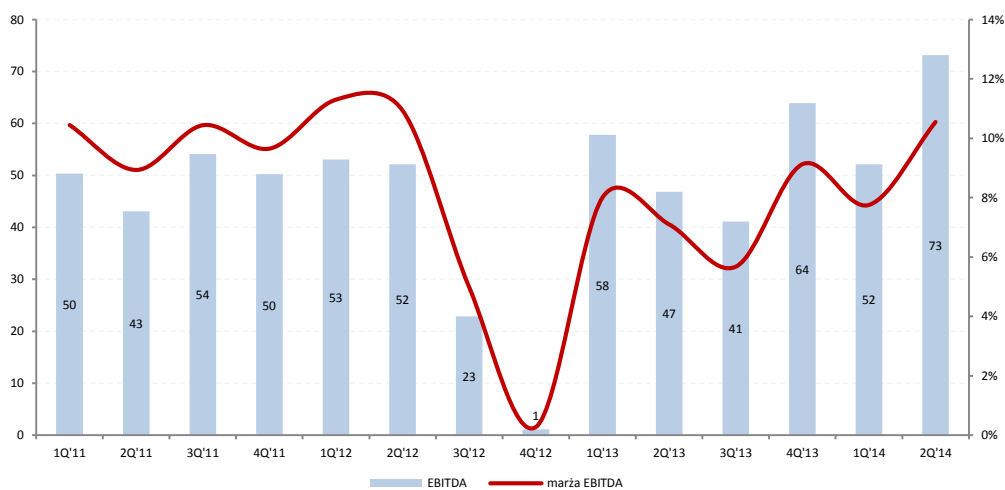
Wyniki skonsolidowane za 2Q'14

Dane skonsolidowane	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	659.9	693.4	5.1%	2243.8	2790.5	24.4%
Wynik brutto na sprzedaży	66.5	81.4	22.4%	205.2	246.2	19.9%
EBITDA	46.8	73.1	56.1%	128.6	230.3	79.1%
EBIT	15.8	40.4	155.9%	39.5	96.9	145.6%
Saldo finansowe	2.9	-2.2	---	4.4	10.7	143.1%
Wynik netto	15.1	30.0	98.4%	31.3	84.7	171.0%
Wynik netto przypisany jedn. dominującej	16.6	29.6	78.5%	34.9	76.5	119.3%
Marża EBITDA	7.1%	10.5%		5.7%	8.3%	
Marża EBIT	2.4%	5.8%		1.8%	3.5%	
Segment blach	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	102.0	113.4	11.2%	455.0	385.5	-15.3%
Wynik segmentu	10.7	12.3	14.8%	44.5	15.8	-64.4%
Marża segmentu	10.5%	10.9%		9.8%	4.1%	
Segment profili	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	196.9	194.5	-1.2%	912.1	802.5	-12.0%
Wynik segmentu	11.2	16.1	44.1%	24.9	41.3	66.0%
Marża segmentu	5.7%	8.3%		2.7%	5.1%	
Segment cynku	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	3Q'12-2Q'13	3Q'13-2Q'14	zmiana r/r
Przychody	314.2	327.6	4.3%		1361.2	---
Wynik segmentu	21.7	28.8	32.4%		95.7	---
Marża segmentu	6.9%	8.8%			7.0%	

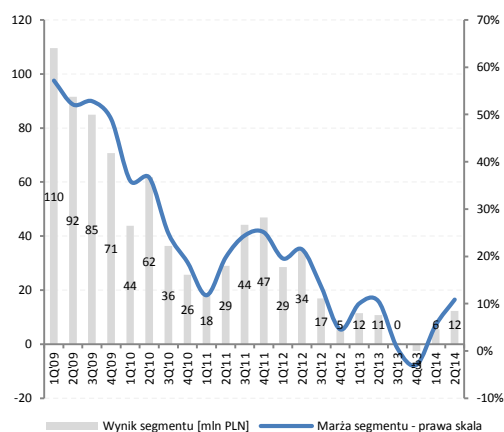
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentów w ujęciu kwartalnym

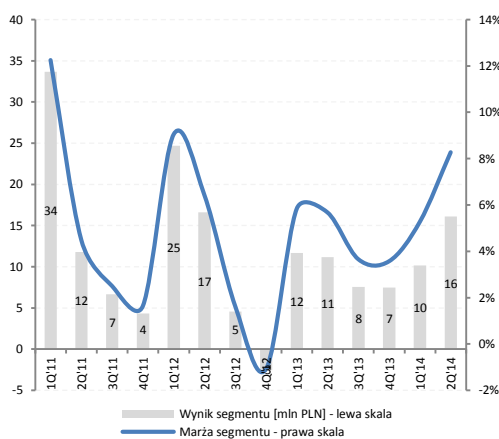
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



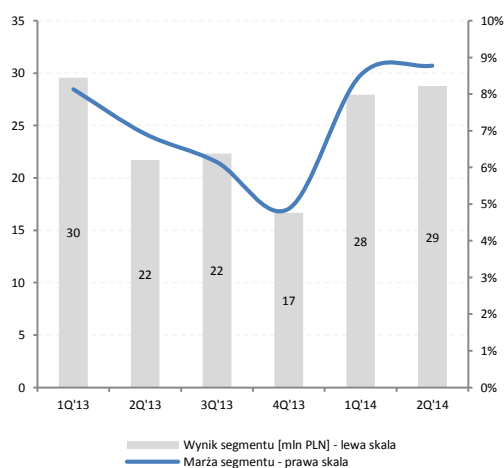
Segment blach



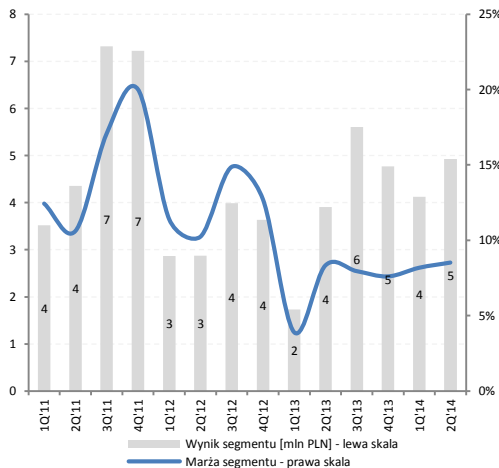
Segment profili



Segment cynku

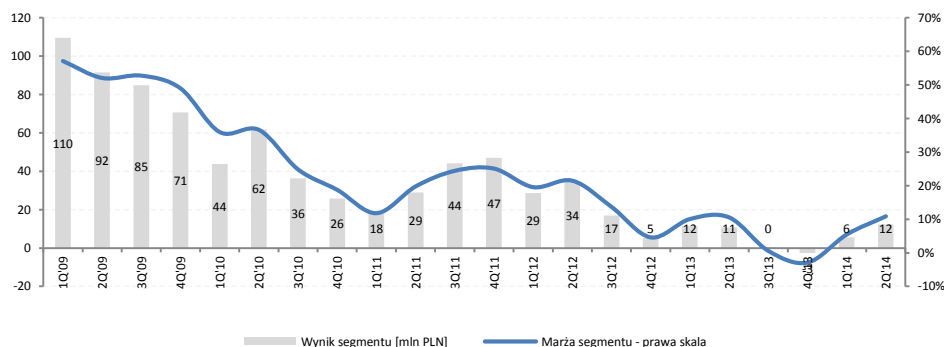


Pozostała działalność



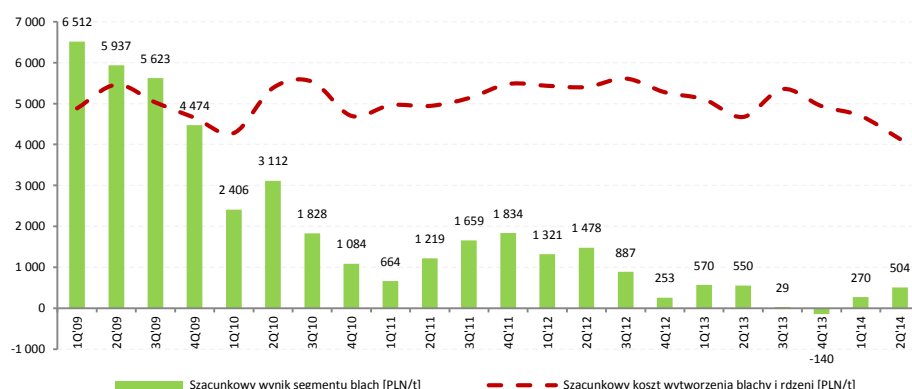
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik segmentu blach elektrociepłowniczych w ujęciu kwartalnym



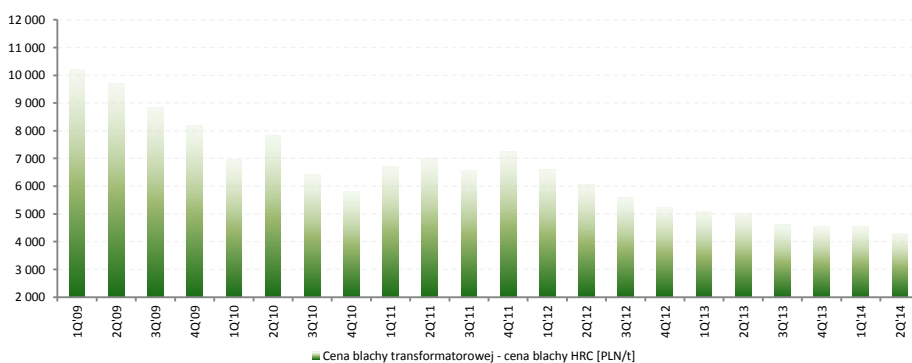
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Szacunkowy wynik oraz koszt wytworzenia segmentu w przeliczeniu na tonę (symulacja BDM)



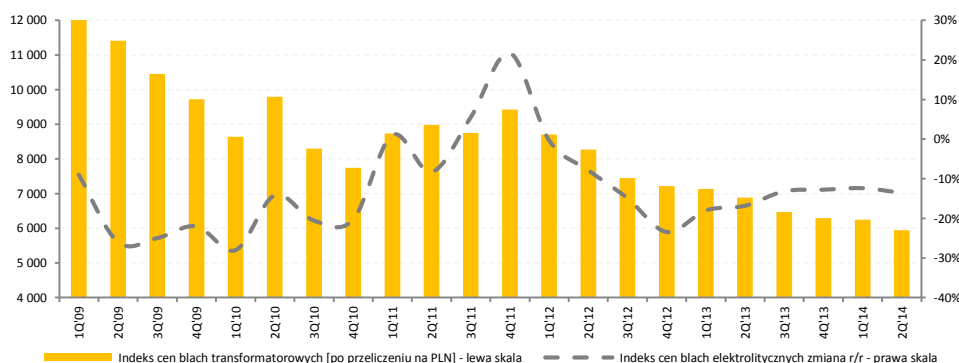
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEIC

Szacunkowa różnica (cena blachy transformatorowej – cena blachy HRC) [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEIC

Szacunkowa indeks cenowy blach transformatorowych (obliczenia BDM)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEI

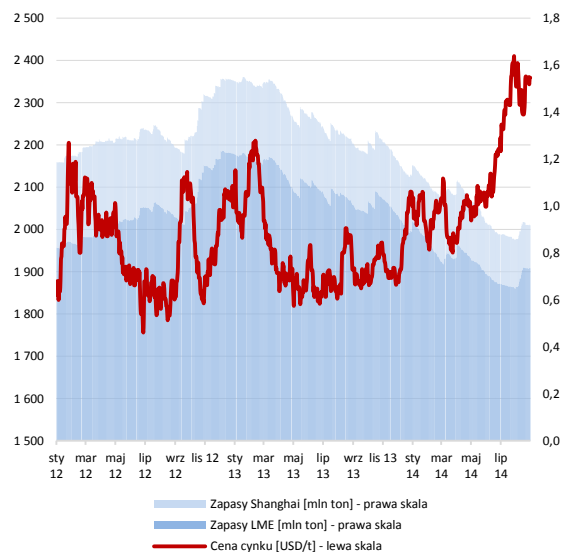
Wyniki segmentu blach są pod presją od wielu lat. Zwiększenie mocy produkcyjnych przy mniejszym niż oczekiwano wzroście popytu w istotny sposób wpłynęło na spadek marżowości produkcji blach transformatorowych. Wyniki za 2H'13 wskazywały osiągnięcie ceny progowej, kiedy Stalprodukt generuje dodatni wynik z tego obszaru działalności.

Wg naszych szacunków średni wynik w 1H'13 wynosił ok. 560 PLN/t, w 2H'13 było to już znacznie mniej (w 4Q'13 nawet starta segmentu). Okres 1Q'13 nie zmienił zasadniczo relacji cenowych, niemniej przy dużej dyscyplinie kosztowej i rozliczaniu bonusów, spółce udało się poprawić wyniki względem słabych odczytów z 2H'13. Pozytywnie jesteśmy zbudowanie efektem wzrostu wolumenów w 2Q'14.

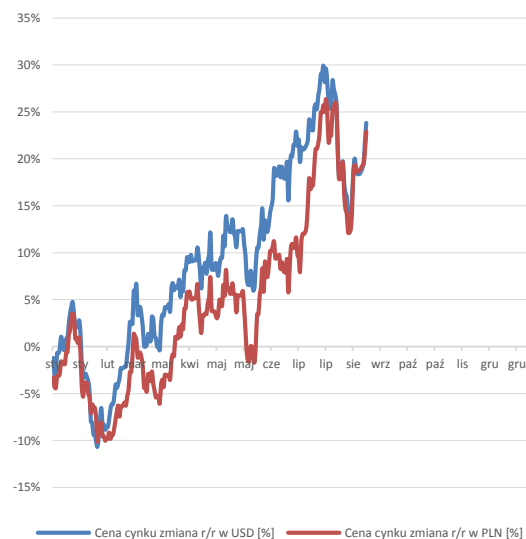
Szacunkowa różnica pomiędzy ceną blachy transformatorowej a ceną blachy HRC systematycznie ulegała obniżaniu. Nasze obliczenia wskazują, że w 1Q'14 i 2Q'14 wspomniana różnica była niższa o ponad 500-600 PLN/t w ujęciu r/r. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w ujęciu q/q odczyty wskazują na wyhamowanie negatywnych tendencji dla Stalproduktu (lepsze dane za 3Q'14).

Ceny blach transformatorowych w 1Q'14 i 2Q'14 utrzymywały tendencją spadkową w ujęciu r/r, niemniej w relacji q/q widać stabilizację cen. Odczyty za 3Q'14 wskazują, że następuje powolny wzrost cen blach transformatorowych (dodatkowo pozytywne przełożenia dla spółki będzie miały większy wolumen sprzedaży a w 2015 roku lepszy mix sprzedażowy – uruchomione moce HIB).

Cena cynku oraz zapasy cynku na LME oraz w Shanghaju



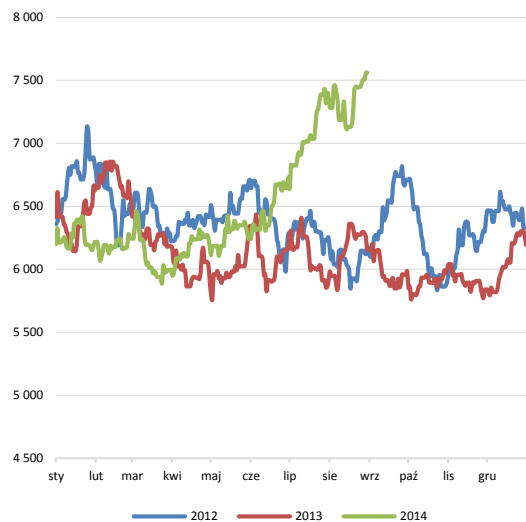
Zmiana r/r cen cynku w 2014 w ujęciu USD i PLN



Cena cynku w latach 2012-2014 (wykresy nałożone) [USD/t]



Cena cynku w latach 2012-2014 (wykresy nałożone) [PLN/t]



Zmiana ceny cynku r/r w 2014 [USD/t]



Zmiana ceny cynku r/r w 2014 [PLN/t]



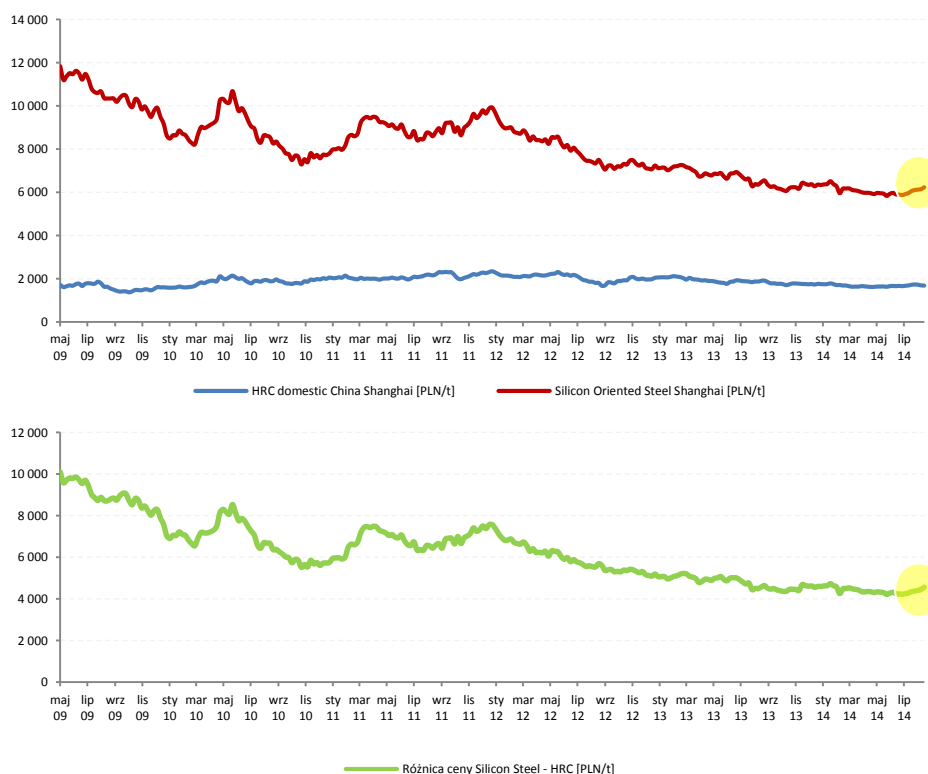
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, CRU

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

Okres 2Q'14 był symbolicznym kwartałem zakończenia procesu erozji wyników spółki. Spodziewamy się, że Stalprodukt na poziomie skonsolidowanym w 3Q'14 i 4Q'14 wykaże dalszą poprawę wyników. Wpływ na to powinna mieć coraz lepsza sytuacja w segmencie blach (pierwsze podwyżki cennikowe oraz wysoki wolumen po uruchomieniu modernizowanej wcześniej linii produkcyjnej) i segmencie cynku (w części górniczej będą sprzyjały wyższe ceny cynku – silne wzrosty w 3Q'14 vs 2Q'14). Na 2H'14 przyjęliśmy ostrożniejsze założenia dla obszaru profili. Obawiamy się, że ten segment może odczuwać słabszą sprzedaż barier oraz pogorszenie relacji cenowych wsad/produkt finalny.

W obszarze blach liczymy na dalszą stopniową odbudowę wyników w 2H'14 (w porównaniu z 1H'14). Wpływ na to będzie miał wysoki wolumen (zakończony proces modernizacji jednej linii produkcyjnej) oraz lepsze ceny sprzedaży. Sytuacja na rynku blach jest jednak nadal skomplikowana i wysoka podaż na świecie wpływa na akceptowalne niskie ceny. Niemniej z dzisiejszej perspektywy oceniamy, że nadchodzące kwartały przyniosą poprawę marż działalności. Na 2014 rok założyliśmy, że wynik segmentu blach powinien wynieść ok. 515 PLN/t, a w 2015 roku przyjęliśmy wzrost do 765 PLN/t. Docelowo w modelu zakładamy wykorzystanie mocy produkcyjnych na poziomie 95%, oraz wynik na poziomie 1000-1050 PLN/t produktu.

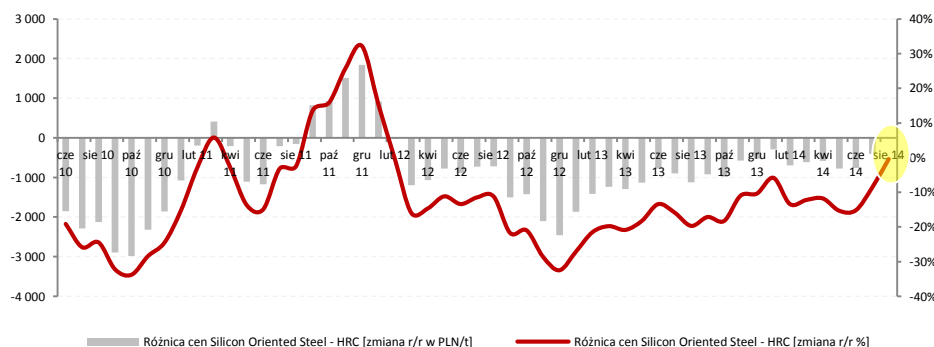
Relacje cenowe – blacha transformatorowa i HRC (Shanghai)



W 3Q'14 widać pierwsze optymistyczne sygnały świadczące o powolnym podnoszeniu cen blach transformatorowych. Liczymy, że spółka w 3Q'14 i 4Q'14 będzie mogła wprowadzić wyższe cenniki, co będzie miało bezpośrednie przełożenie na osiągnięte marże segmentu blach. Dodatkowo na 2015 rok impulsem wzrostowym (poza oczekiwanym dalszym wzrostem cen blach) powinien być lepszy mix sprzedażowy – więcej blach w technologii HiB.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana spreadu cena blachy transformatorowej i HRC (Shanghai)



Odczyty z Shanghai Silicon Oriented Steel oraz HRC wykazały za sierpień'14 dalszą poprawę relacji cenowej dla producentów blach transformatorowych. Spodziewamy się, że kolejne miesiące przyniosą umocnienie tego zjawiska.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Oceniając dalsze perspektywy dla segmentu cynku podkreślamy, że jesteśmy zbudowani ostatnimi wzrostami cen surowca (na czym skorzysta bezpośrednio część górnicza ZHG). Tym samym liczymy na dobre wyniki tej dywizji w kolejnych kwartałach i pozostawiamy sobie otwartą opcję do rewizji przyszłych założeń w górę. Przyjmujemy, że w 2014 roku w segmencie cynku spółka sprzeda porównywalne wolumeny cynku i stopów w ujęciu r/r. Ogółem w modelu przyjmujemy wzrost wyniku segmentu cynku do poziomu 136.2 mln PLN. Za lepsze rezultaty w 2H'14 powinna odpowiadać w szczególności część górnicza w ZGH. Obecna cena cynku na poziomie prawie 2400 USD/t jest znacznie wyższa niż w 2Q'14 oraz w 3Q'13. Szacujemy, że średnia cena cynku w 3Q'14 jest wyższa o ponad 450 USD/t w relacji r/r oraz 280 USD w relacji q/q. Na koniec 2014 roku przyjęliśmy średnią cenę cynku na pułapie 2450 USD/t, przy USD/PLN równym 3.2. W kolejnych latach prognozy cena cynku w naszym modelu rośnie do 2700 USD/t w 2017 roku (później stopniowa stabilizacja). Dla rentowności części hutniczej w zakresie produkcji cynku i stopów cynku nie wprowadzamy istotnych zmian. Poziom TC oraz premii regionalnej w naszym modelu ma charakter stabilny w skali roku (efekt umów długoterminowych). W modelu przyjmujemy, że na przełomie 2017/2018 dojdzie do zamknięcia kopalni Olkusz-Pomorzany, co będzie miało negatywny wpływ na poziom rentowności segmentu. Zakładamy, jednak że w przyszłości coraz większa część wsadu będzie pozyskiwana z recyklingu odpadów cynkonośnych. W założeniach staramy się uwzględniać efekty działania instalacji odchlorowania, odfluorowania i ługowania surowego tlenku cynku pochodzącego z procesu przerobu pyłów stalowniczych, co w coraz większym stopniu powinno pozwalać na uzupełnienie malejącego udziału kopalnianego wsadu siarczkowego. Zwiększenie udziału tlenków we wsadzie stanowi bowiem lokalną „nową i własną” bazę surowcową. Dodatkowo zastosowanie technologii wzbogacania rud do przerobu złamów i budowa instalacji do wzbogacania flotacyjnego i filtracji szlamów z hydrometalurgii cynku umożliwi odzysk srebra (metal Dore'a).

Dla segmentu profili zakładamy na 2H'14 spadek wyników w relacji do 1H14 (słabsza sprzedaż barier oraz gorsza relacja cenowa wsad/product finalny). Docelowo w modelu nie zakładamy istotnych zmian dla tej działalności (okresowo sprzedaż barier powinna pomagać segmentowi w kolejnych 2-3 latach). Zwracamy uwagę, że kluczowe znaczenie dla dalszych perspektyw segmentu profili (poza uwarunkowaniami makro) będą miały zmiany po stronie konkurencji (krytycznej sytuacji płynnościowej wybranych konkurentów).

Ogółem na 2014 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać wynik EBITDA na poziomie prawie 300 mln PLN. Zapoczątkowana w 2Q'14 ścieżka wzrostu wyników powinna być kontynuowana w kolejnych dwóch latach. Tym samym przyjęliśmy, że EBITDA w latach 2015-2016 wzrośnie odpowiednio do 353 i 402 mln PLN. Na poziomie netto w 2014 roku spodziewamy się zysku na poziomie 115 mln PLN. w kolejnych dwóch latach przyjęliśmy ścieżkę wzrostu do ponad 200 mln PLN.

Zwracamy też uwagę, że wpływ na poziom raportowanych wyników w najbliższych kwartałach/latach będą miały zdarzenia (jednorazowe) w segmencie cynku. W naszej ocenie Stalprodukt ostrożnie podszedł do wyceny ryzyk związanych z zakończeniem działania kopalni Olkusz-Pomorzany, dodatkowo sprzedaż Gradir również może wpłynąć na wykazanie dodatniego wyniku z transakcji (czego nie uwzględniamy w modelu).

Wybrane założenia do modelu

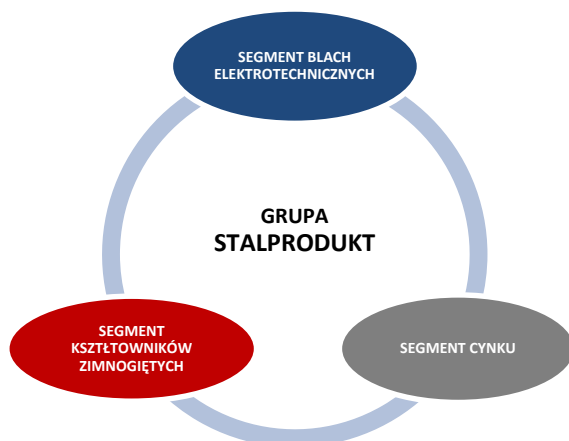
	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody	724.3	700.2	672.6	693.4	714.4	733.0	2 806.5	2 813.4	2 982.3	3 137.3	3 248.0	3 130.4	3 093.0	3 074.9	3 109.8	3 145.5	3 178.8
segment blach	84.1	86.1	101.9	113.4	112.4	121.0	386.7	448.7	502.8	533.0	554.3	576.5	596.7	617.5	636.1	655.2	671.5
segment profili	206.4	209.4	192.2	194.5	199.0	197.8	812.4	783.6	822.8	905.0	977.4	987.2	928.0	881.6	890.4	899.3	908.3
segment cynku	363.4	342.0	328.2	327.6	344.3	354.6	1 383.2	1 354.7	1 407.7	1 425.4	1 435.5	1 278.9	1 273.4	1 273.4	1 273.4	1 273.4	1 273.4
Wyniki segmentów	35.9	26.4	47.8	62.1	70.7	74.0	164.4	254.6	317.0	347.4	309.4	244.7	248.5	255.0	264.7	267.5	270.3
segment blach	0.5	-2.5	5.5	12.3	13.4	15.5	20.2	46.7	72.7	84.6	90.3	92.2	94.1	95.5	96.9	98.3	99.8
segment profili	7.6	7.5	10.1	16.1	13.9	9.9	37.9	50.1	53.5	58.8	63.5	59.2	53.4	50.7	51.2	51.7	52.2
segment cynku	22.3	16.7	28.0	28.8	37.6	41.8	90.3	136.2	164.7	175.3	126.2	63.1	70.1	77.1	84.1	84.1	84.1
EBITDA	41.1	63.9	52.2	73.1	85.4	88.7	209.6	299.4	353.5	402.0	380.0	315.6	322.6	329.0	337.4	338.9	340.4
EBIT	6.7	31.1	18.7	40.4	51.1	54.3	80.7	164.5	213.9	258.6	231.8	175.9	180.4	187.3	196.2	198.1	200.1
Saldo finansowe	7.3	6.8	-1.3	-2.2	-2.4	-3.4	16.1	-9.2	-2.0	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9
Wynik netto	10.7	27.1	9.1	29.6	37.5	39.0	72.8	115.2	164.3	203.7	184.2	141.7	145.1	150.4	157.4	159.0	160.7
marża segmentu blach	0.5%	-2.9%	5.4%	10.9%	11.9%	12.8%	5.2%	10.4%	14.5%	15.9%	16.3%	16.0%	15.8%	15.5%	15.2%	15.0%	14.9%
marża segmentu profili	3.7%	3.6%	5.3%	8.3%	7.0%	5.0%	4.7%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
marża segmentu cynku	6.1%	4.9%	8.5%	8.8%	10.9%	11.8%	6.5%	10.1%	11.7%	12.3%	8.8%	4.9%	5.5%	6.1%	6.6%	6.6%	6.6%
Wynik blach [PLN/t]	29	-140	270	504	600	660	276	515	765	890	950	970	990	1005	1020	1035	1050
Wynik cynku [PLN/tonę cynku i stopów]	637	476	798	820	1074	1194	644	971	1175	1250	900	450	500	550	600	600	600
USD/PLN śr	3.22	3.10	3.05	3.04	3.14	3.20	3.16	3.11	3.15	3.15	3.10	2.95	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

INFORMACJE O SPÓŁCE ORAZ STRUKTURA WYNIKÓW

Stalprodukt jest wiodącym producentem wysoko przetworzonych wyrobów ze stali: blach elektrotechnicznych transformatorowych, kształtowników giętych na zimno, barier drogowych i rdzeni toroidalnych. Spółka posiada też własną, rozwiniętą sieć dystrybucji wyrobów hutniczych. Tworzą ją składy handlowe i biura w kilkunastu miastach na terenie Polski. Dodatkowo poprzez ZGH Bolesław, grupa jest jedynym w Polsce producentem górniczym i hutniczym cynku.

Kluczowe obszary biznesowe grupy Stalprodukt



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Największym akcjonariuszem spółki jest ArcelorMittal Poland, który posiada 33.8 % kapitału i 38.2% głosów na WZA. Kluczową rolę w strukturze własnościowej odgrywają STP Investment oraz Stalprodukt-Profil. Wspomniane podmioty posiadają odpowiednio 32.92% oraz 5.22% głosów na WZA.

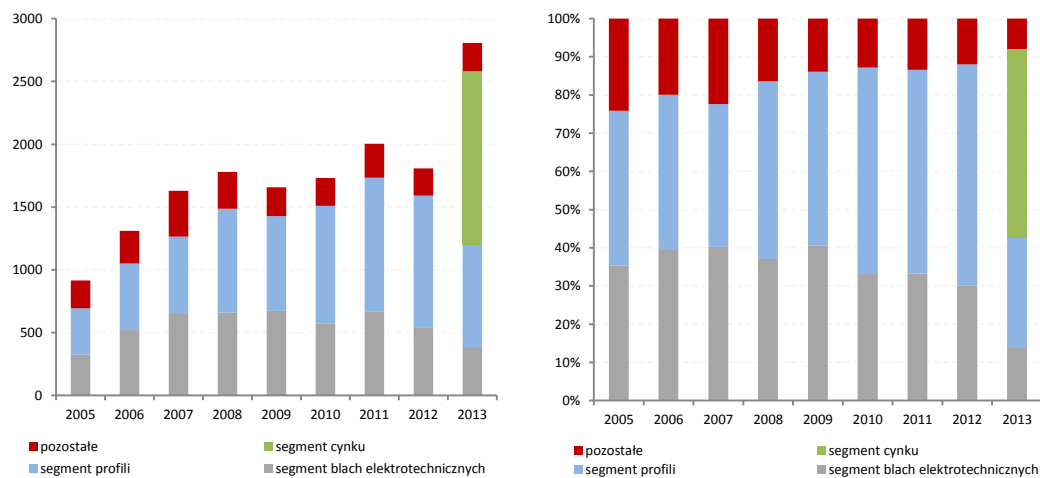
Struktura akcjonariatu

	akcje	głosy	% akcji	% głosów
ArcelorMittal Poland SA	2 270 800	6 846 800	33,77%	38,20%
STP Investment S.A.	1 959 725	5 899 941	29,14%	32,92%
Stalprodukt-Profil S.A.	614 065	936 349	9,13%	5,22%
Pozostali	1 880 410	4 239 110	27,96%	23,65%

Źródło: spółka

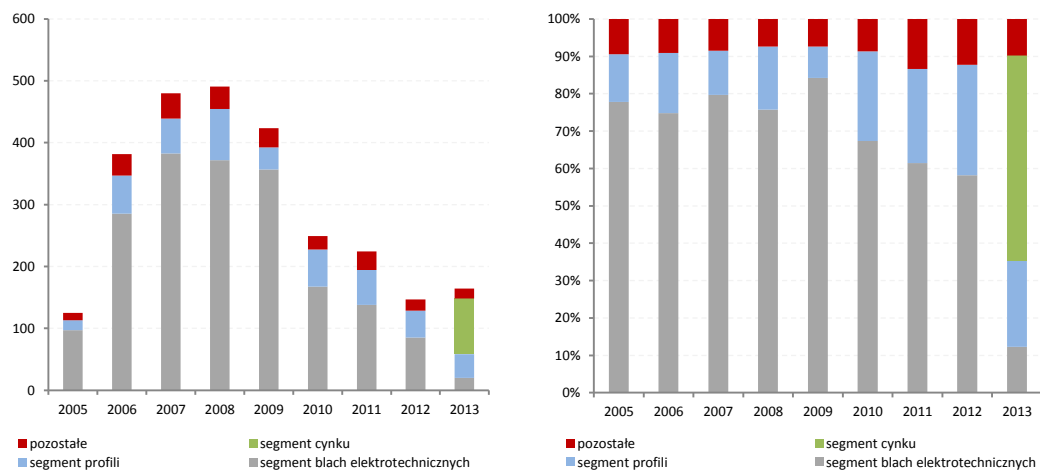
Na przestrzeni ostatnich lat widać strukturalne zmiany w wadze poszczególnych obszarów biznesowych dla końcowego wyniku grupy. Po hossie dla segmentu blach elektrotechnicznych z lat 2004-2009 nastąpiło gwałtowne i trwałe załamanie wyników tego segmentu. W latach 2005-2009 segment blach odpowiadał za ok. 75-80% wyniku wszystkich segmentów Stalproduktu. W 2012 roku udział tego obszaru odpowiadał już jedynie za ok. 58% wyników wszystkich segmentów, a w 2013 roku do jedynie 12%. Ostatnie lata były także dość trudne dla obszaru profili. W 2012 roku obszar ten odpowiadał za ok. 30% ogółu wyników segmentów, a w 2013 roku było to 23%. Po przejęciu ZGH Bolesław, spółka wyodrębniła nowy segment cynku. W 2013 roku miał on istotny wpływ na zmianę dotychczasowej struktury przychodów i wyników (odpowiadał za ok. 55% sumy wyników segmentów).

Przychody w podziale na segmenty działalności w latach 2005-2013 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

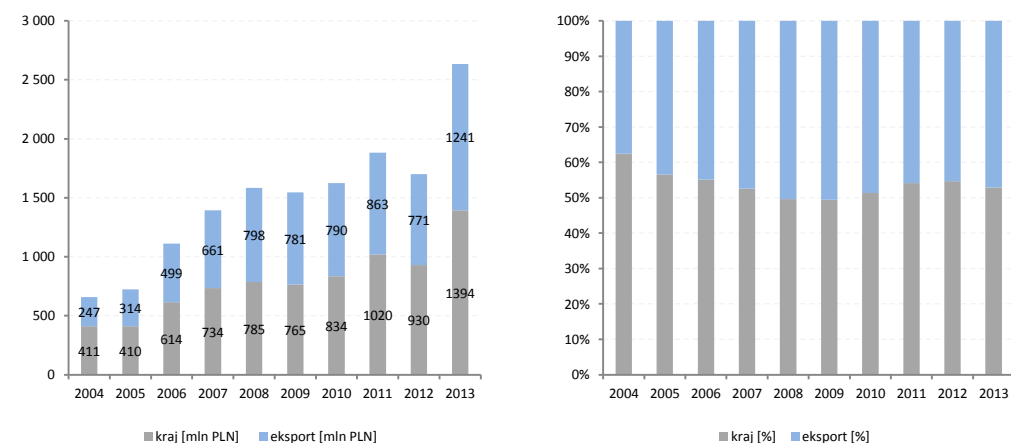
Wyniki segmentów w latach 2005-2013 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Stalprodukt od wielu lat znaczącą część sprzedaży koncentruje na rynkach zagranicznych. W 2013 roku udział eksportu w przychodach grupy wyniósł ok. 47%. Wartościowo sprzedaż krajowa w 2013 roku ukształtowała się na poziomie 1.39 mld PLN, z kolei eksport osiągnął poziom 1.24 mld PLN.

Struktura terytorialna przychodów grupy w latach 2004-2013 (bez towarów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENTU BLACH ELEKTROTECHNICZNYCH

CZYM JEST BLACHA ELEKTROTECHNICZNA

Blachy elektrotechniczne są podstawowym materiałem stosowanym w produkcji magnetowodów (obwodów magnetycznych). Obecnie blachy elektrotechniczne produkuje się głównie metodą walcowania na zimno z pominięciem walcowania wlewków na gorąco. Do stali dodaje się kilka % krzemu dzięki czemu ich właściwości magnetyczne ulegają polepszeniu. Aby zachować dobre właściwości do obróbki nie stosuje się jednak większych domieszek krzemu niż 4.5-5 % bowiem powyżej tej wartości blachy stają się zbyt kruche i niepodatne na obróbkę przez cięcie i wykrawanie.

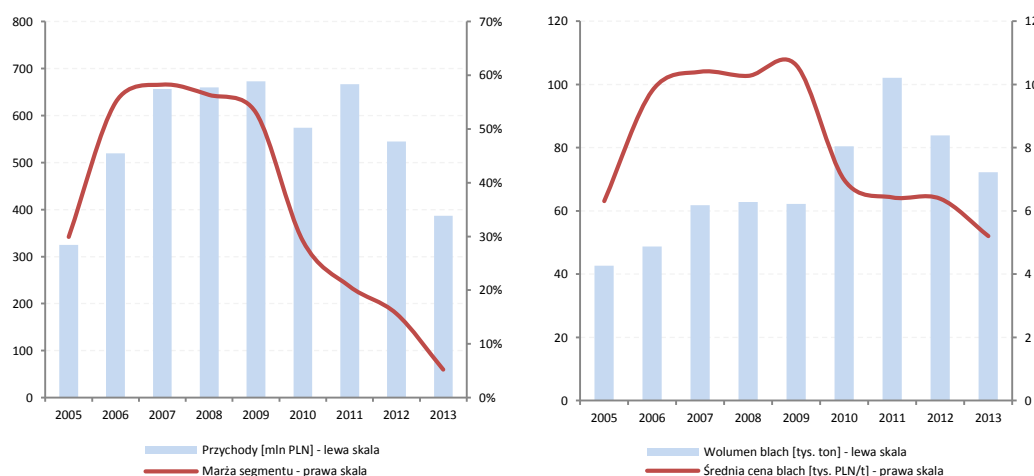
Ze względu na zastosowanie blach ze stali krzemowej dzieli się je na dwie główne grupy: blachy prądnicowe (stanowią prawie 80% blach elektrotechnicznych; Stalprodukt nie produkuje tego asortymentu) oraz blachy transformatorowe (główny produkt Stalproduktu w segmencie). Blachy prądnicowe stosowane do budowy maszyn synchronicznych są grubsze i mają większe straty, natomiast mniejsza domieszka krzemu pozwala na ich łatwiejszą obróbkę mechaniczną. Z kolei blachy transformatorowe stosowane są do budowy rdzeni transformatorów i cechują się mniejszą stratnością (blachy te są m.in. cieńsze od blach prądnicowych i zawierają więcej krzemu). Blachy dzielą się też na blachy zorientowane (produkt Stalproduktu) i niezorientowane. Blachy zorientowane posiadają uprzywilejowany kierunek magnesowania zgodny z kierunkiem walcowania, co związane jest z powstaniem struktury krawędziowej lub kostkowej. Z kolei blachy niezorientowane mają niższe zawartości krzemu (0.5 – 2%) i ważniejsza jest w ich przypadku większa magnesowalność i lepsza wykrawalność niż podwyższona stratność.

OPIS SEGMENTU BLACH ELEKTROTECHNICZNYCH

Segment blach historycznie był głównym obszarem działalności spółki. Stalprodukt jest jedynym na skalę przemysłową producentem blach transformatorowych w Polsce i w naszej ocenie na przestrzeni ostatnich lat bardzo dobrze wykorzystał wcześniejszą wyjątkowo korzystną dla producentów tego produktu koniunkturę. Blacha o zorientowanym ziarnie produkowana przez spółkę jest jednym z najbardziej zaawansowanych technologicznie masowych wyrobów przemysłu stalowego (musi spełniać wysokie wymagania co do właściwości magnetycznych i elektrycznych).

Na przełomie 1/2H'14 spółka zakończyła proces modernizacji kolejnej linii produkcyjnej z wdrożeniem technologii HiB (co w 2013 roku wytoczyło ok. 30% mocy produkcyjnych segmentu). Obecne zdolności produkcyjne spółki wynoszą ok. 100 tys. ton blachy w skali roku, z czego 2/3 z wykorzystaniem technologii HiB.

Wyniki segmentu blach elektrotechnicznych w latach 2005-2013



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

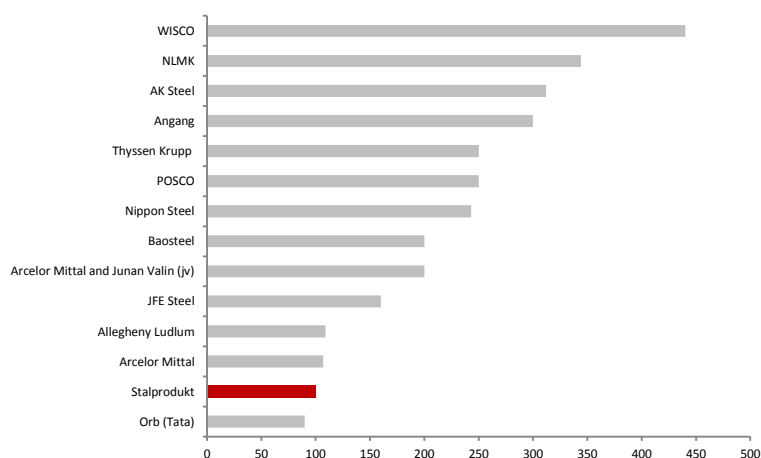
Stalprodukt w 2013 roku sprzedał ok. 72.3 tys. ton blach i było to mniej o ok. 11.5 tys. ton r/r. W 2013 roku wpływ na niższe wolumeny, jak już opisywaliśmy, miał realizowany program inwestycyjny, związany z wdrożeniem technologii HiB. Wyłączenia modernizowanych linii i związane z tym przestoje ograniczyły moce segmentu o ok. 30 %. Średnia cena blach w 2013 roku spadła o 18.5% r/r i wyniosła 5.2 tys. PLN/t. Ogółem w 2013 roku przychody ze sprzedaży blach transformatorowych wyniosły 376.2 mln PLN i tym samym spadły o 30%. Wpływy ze sprzedaży krajowej spadły aż o 67% r/r, natomiast przychody z eksportu były niższe o 26% r/r. Sprzedaż krajowa blach jest już dla spółki symboliczna (w 2013 roku niespełna 15 mln PLN) i oceniamy, że jest to pochodna struktury własnościowej krajowych odbiorców.

NAJWIĘKSI PRODUCENCI BLACH ELEKTROTECHNICZNYCH NA ŚWIECIE

Konkurencja na rynku blach transformatorowych w ostatnich latach rozwijała się dynamicznie. Wpływ na to miały bardzo wysokie ceny blach w trakcie hossy z lat 2004-2009 oraz fakt, że dostępność materiału, szczególnie w niskich stratnościach jest nieporównywalnie większa niż historycznie. Najszybciej rozwijają się rynki azjatyckie, w szczególności rynek chiński.

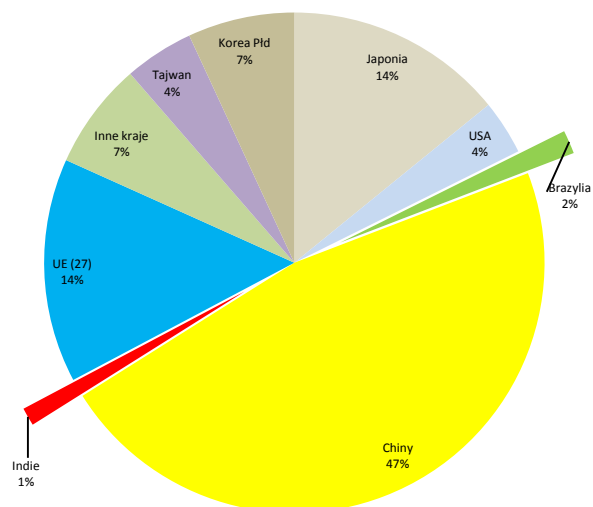
Statystyki WSA gromadzą łącznie blachy prądnicowe i transformatorowe. Zwracamy uwagę, że są to jednak dość różne produkty/rynki działania. Dodatkowo średnie ceny blach transformatorowych są znacznie wyższe niż prądnicowych. Na podstawie danych WSA szacujemy, że łączne światowe zdolności produkcyjne blach elektrotechnicznych (prądnicowe+transformatorowe) wynoszą ok. 13 mln ton. Oceniamy, że zdolności produkcyjne w zakresie blach transformatorowych o ziarnie zorientowanym na świecie przekraczają 3 mln ton (przy popycie szacowanym na poziomie ok. 2.5-2.7 mln ton). Tym samym szacujemy, że udział blach o ziarnie zorientowanym w ogóle blach elektrotechnicznych wynosi ponad 22%. Udział spółki w produkcji światowej blachach o ziarnie zorientowanym przekracza zatem 3% (po modernizacji kolejnej linii technologicznej w Stalprodukcie, obecnie ok. 2/3 mocy produkcyjnych dotyczy blach w technologii HiB).

Najwięksi producenci blach o ziarnie zorientowanym [moce w tys. ton]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie opracowań branżowych oraz informacji podmiotów wymienionych w zestawieniu

Najwięksi producenci blach elektrotechnicznych (dane szacunkowe na podstawie statystyk WSA)



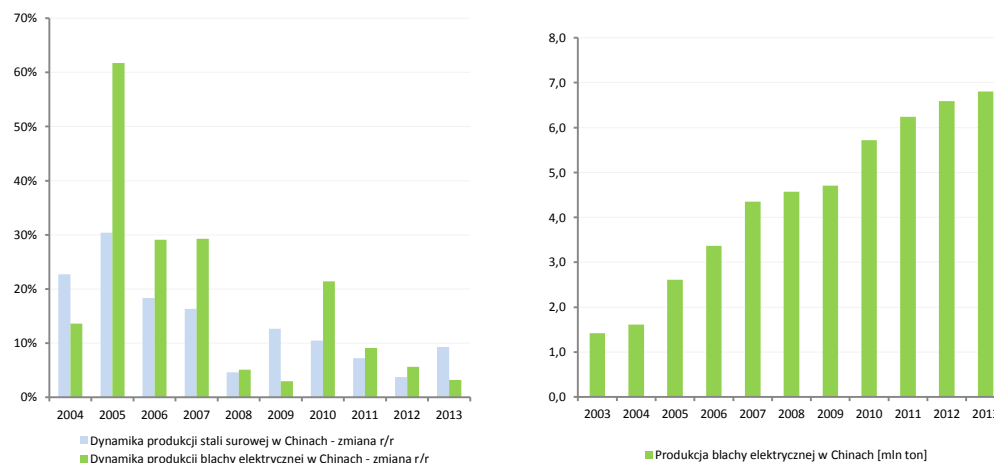
Na podstawie statystyk WSA szacujemy, że największy udział w produkcji blach elektrotechnicznych mają Chiny. WSE podaje, że produkcja w tym kraju wzrosła z 1.42 mln ton w 2003 roku do ok. 6.6 mln ton w 2012 roku. W skali światowej kolejnym graczem jest Japonia z produkcją na poziomie ok. 2 mln ton. Szacujemy, że na porównywalnym poziomie jest produkcja w krajach UE.

W Polsce wg WSA w 2012 roku wyprodukowano 85 tys. ton blachy elektrotechnicznej. Stalprodukt w swoim sprawozdaniu podaje, że w 2012 roku sprzedał ok. 84.72 tys. ton blachy oraz rdzeni, a w 2013 roku sprzedaż wyniosła ok. 73.3 tys. ton. Szacujemy zatem, że Stalprodukt ma ok. 4.1% udział w rynku UE oraz 0.6% w rynku światowym blachy elektrotechnicznej (łącznie prądnicowe+transformatorowe)

Zwracamy uwagę, że Indie oraz Brazylia, są krajami gdzie ciągle występuje relatywnie niski poziom produkcji blach elektrotechnicznych. Są to zatem bardzo ważne rynki eksportowe dla wielu producentów blach.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie opracowań WSA

Dynamika wzrostu produkcji stali i blach elektrotechnicznych w Chinach w latach 2003-2013



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie opracowań WSA

CENY PRODUKTÓW ZE STALI -HRC ORAZ BLACHY ELEKTROTECHNICZNE

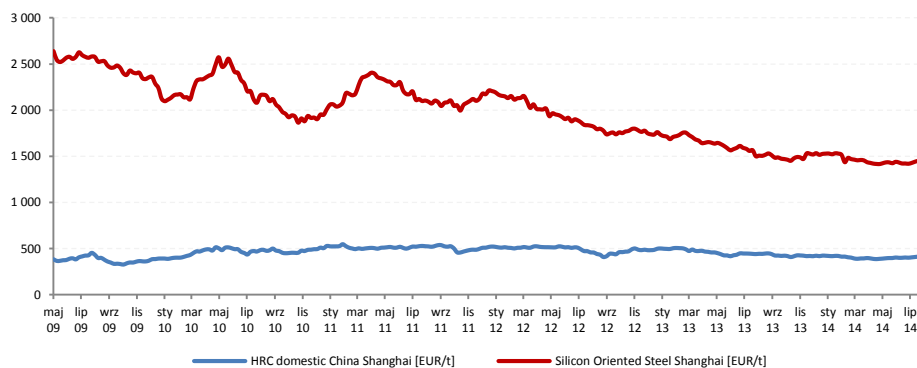
Na przestrzeni ostatnich lat ceny blach elektrotechnicznych znajdowały się pod dużą presją cenową. Wpływ na to miały wcześniejsze silne wzrosty cen tego produktu (wyjątkowa hossą z lat 2004-2009), co wpłynęło na decyzje poszczególnych producentów o istotnym zwiększeniu nowych mocy produkcyjnych. Tym samym doszło do istotnego zaburzenia dotychczasowych (korzystnych dla producentów blach) relacji popyt/podaż i tym samym znacznego spadku rentowności prowadzonej działalności.

Indeks Silicon Shanghai Steel w połowie 2009 roku wskazywał jeszcze na średnie ceny blachy w okolicy 2500 EUR/t. Później nastąpiły silne i trwałe spadki cen blachy, o dużo wyższej dynamice niż cen np. HRC. W 2013 roku na światowych rynkach kontynuowane były spadki cen blach elektrotechnicznych. Sytuacja jednak stopniowo w 2H'13 ulegała stabilizacji i erozja cen miała już coraz mniejszą dynamikę. Ostatnie miesiące przyniosły już stabilizację, a nawet niektóre odczyty wskazują na pojawienie się pierwszych akceptowalnych podwyżek. Powolna próba odbudowy cen odbywa się jednak przy najniższych pułapach cenowych od lat.

Liczymy, że przełom 3/4Q'14 i 2015 rok może przynieść dalszą powolną poprawę marż producentów blach. Prognozy długoterminowe wskazują na ponowne wzmocnienie popytu na blachy transformatorowe za sprawą większego zapotrzebowania na energię elektryczną oraz wymianę dotychczasowych mocy. Inwestorzy powinni mieć jednak świadomość, że powrót do historycznych marż segmentu blach elektrotechnicznych z lat 2006-2009 jest niemożliwy (przynajmniej z bieżącej perspektywy).

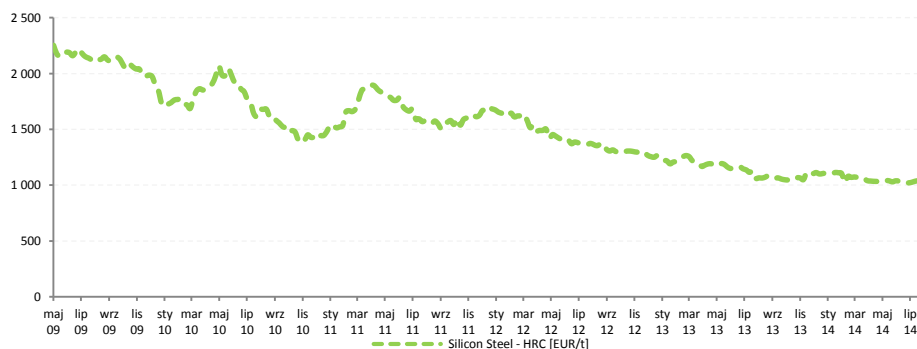
Zwracamy też uwagę, że poza sytuacją makro na poszczególnych rynkach lokalnych oraz realizowanymi inwestycjami w obszarze energetyki, istotny wpływ na osiągane marże w branży będzie miała polityka cenowa poszczególnych producentów (trudna sytuacja płynnościowa wybranych podmiotów wpływa wciąż na niskie akceptowalne stawki cenowe / wojny cenowe aby utrzymać wolumeny sprzedaży).

Zmiana cen Silicon Steel Shanghai i HRC [EUR/t]



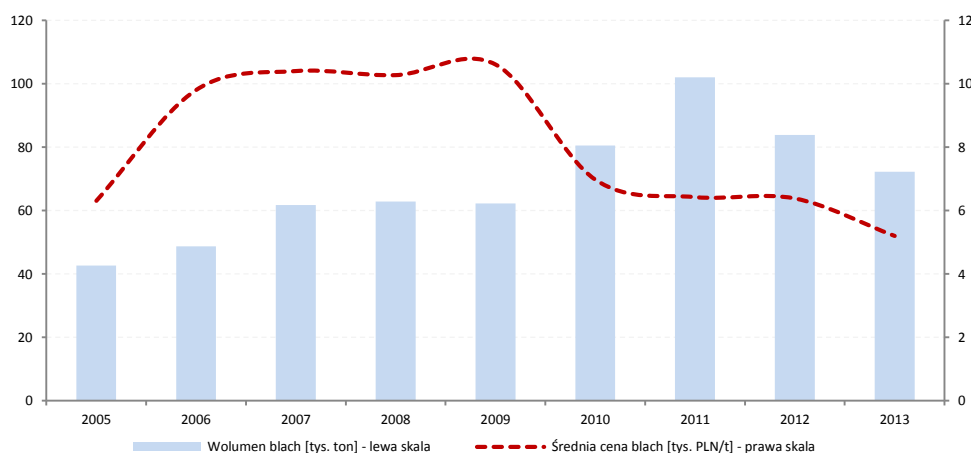
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Poglądowa różnica pomiędzy ceną produktu Stalprodukt (Silicon Steel Shanghai) a wsadem do produkcji HRC [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wolumen sprzedaży blach elektrotechnicznych przez Stalprodukt oraz uzyskiwane średnie ceny w latach 2005-2013



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

RYNEK STALI

WYKORZYSTANIE STALI

Stal dzięki swoim właściwościom jest najczęściej stosowanym materiałem konstrukcyjnym. Obecnie stal wytapia się głównie w konwertorach oraz w piecach elektrycznych (przede wszystkim łukowych). Znaczna zawartość w surówce domieszek, a głównie węgla, nadaje stali cechy kruchości. Istota procesu wytapiania stali polega właśnie na usuwaniu z surówki określonej ilości domieszek drogą utleniania. W większości przypadków wytapianie stali w piecu polega zatem na stopieniu wsadu i obniżeniu zawartości węgla i fosforu oraz otrzymania półproduktu o pewnym stopniu przegrzania do dalszej obróbki pozapiecowej.

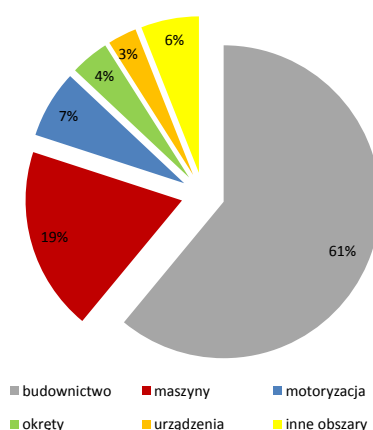
Materiały wsadowe w procesach stalowniczych można podzielić na 2 grupy :

1. metaliczne :
 - zasadnicze w postaci surówki, złomu;
 - odtleniacze oraz dodatki stopowe (żelazostopy) dodawane w końcowym okresie albo po zakończeniu procesu w celu odtleniania stali lub do uzupełnienia jej składu chemicznego.
2. niemetaliczne :
 - topniki, wprowadzające składniki potrzebne do otrzymaniażądanego składu tworzącego się w procesie stalowniczym żużla (wapno, kamień wapienny, piasek, boksyt, fluoryt);
 - utleniacze, czyli materiały wprowadzane do pieca stalowniczego w celu utlenienia domieszek wsadu metalowego i przeprowadzenia ich do żużla (ruda żelaza lub manganowa, zendra walcownicza, a także wdmuchiwanie do pieca powietrze/tlen).¹

Zapotrzebowanie na stal wynika głównie ze wzrostu gospodarczego danego kraju/obszaru geograficznego i poziomu zaawansowania technologii wykorzystywanej przemysłu. Wg danych CRU historyczne obserwacje w USA i UE wskazują, że zużycie stali gwałtownie rośnie na etapie szybkiego wzrostu gospodarczego, szczególnie gdy PKB na 1 mieszkańca zaczyna wzrastać, a po okresie dynamicznego rozwoju i zakończenia największych inwestycji infrastrukturalnych zużycie stali zaczyna systematycznie spadać.

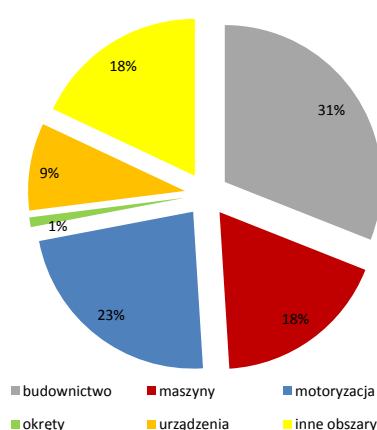
Stal jest wykorzystywana w wielu gałęziach przemysłu, w szczególności w budownictwie, w przemyśle maszynowym, samochodowym, okrętowym, czy wytwórczym. Z uwagi na poziom rozwoju danego kraju stopień absorpcji stali przez poszczególne gałęzie przemysłu jest jednak różny. Zaawansowane gałęzie przemysłu wymagają też lepszej jakościowo stali (np. przemysł samochodowy) i dlatego konsumują relatywnie więcej stali wytwarzanej metodą BOF niż metodą EOF, gdzie wsadem jest głównie złom.

Zużycie stali wg gałęzi przemysłu w krajach rozwijających się



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., CRU

Zużycie stali wg gałęzi przemysłu w krajach rozwiniętych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., CRU

¹ Na podstawie „Podstawy technologii wytwarzania i przetwarzania – stalownictwo”, AGH, Wyd. Inżynierii Metali i Informatyki Przemysłowej

Biorąc pod uwagę główne gałęzie przemysłu decydujące o poziomie zużycia stali należy mieć na uwadze wrażliwość na szereg czynników makro. Inwestorzy powinni zatem uwzględnić fakt, że ceny oraz wolumeny produkowanej stali zależą będą od długoterminowych okresów cyklu koniunktury globalnej (obecna dość dobra koniunktura na rynku stali od kilku lat wynika głównie z dynamicznego rozwoju Chin).

Poza tym, że ceny stali są wrażliwe na koniunkturę globalną (m.in. popyt/podaż, ceny surowców itp.) to coraz istotniejszym elementem decydującym o pułapach cenowych jest postępujący proces koncentracji produkcji w ramach dużych korporacji międzynarodowych, posiadających swoje moce produkcyjne na różnych kontynentach. Koncentracja produkcji ułatwia stymulowanie cen stali zwłaszcza w krótkich okresach pogorszenia koniunktury np. poprzez redukcję mocy produkcyjnych, co było widoczne np. w 2H'11, dzięki czemu złagodzone spadki cen stali (producenci początkowo obawiali się powtórki z 2008 roku).

Wyroby stalowe można podzielić na 2 podstawowe kategorie:

- wyroby długie w postaci długich stalowych sztab o różnej wielkości i kształtach. Produkty te mogą mieć przekroje w kształcie litery H lub I, U czy np. T.
- wyroby płaskie, posiadające płaski kształt np. blachy. Produkty te obejmują płyty, taśmy czy blachy walcowane na gorąco (HRC) lub zimno

PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

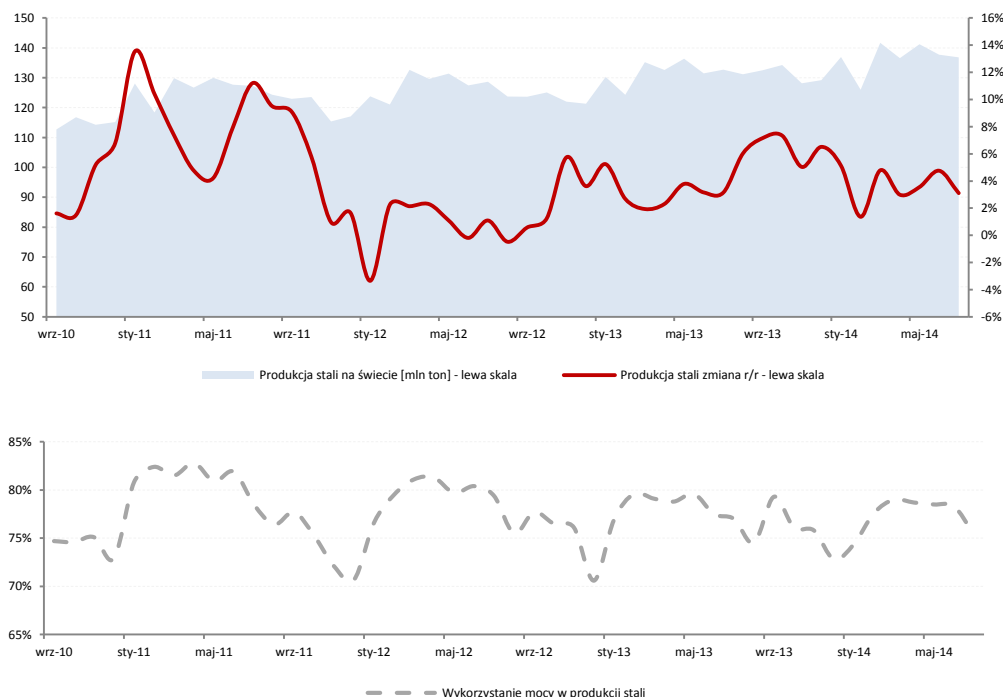
Na przestrzeni ostatnich lat produkcja stali rosła i w 2013 roku osiągnęła próg 1.6 mld ton. Dzięki zwiększeniu produkcji zwłaszcza w Chinach obecna produkcja stali na świecie przewyższa znacząco wolumeny jakie były produkowane przed kryzysem z 2008 roku.

Ostatnia dekada przyniosła fundamentalne zmiany w zakresie udziału poszczególnych obszarów geograficznych w światowej produkcji. W szczególności należy zwrócić uwagę na Chiny, które stały się dominującym graczem decydującym zarówno o popycie jak i podaży oraz cenach wyrobów stalowych i surowców. W 2001 roku Chiny odpowiadały za ok. 18.1% produkcji światowej, w 2007 roku udział Chin wyniósł już 37% w światowej produkcji, a w 2013 roku było to już 49%.

Polska należy do mniejszych producentów stali na świecie i jednocześnie jest szóstym producentem stali w UE. Największymi producentami stali w UE są Niemcy, Włochy, Francja, Hiszpania i Wlk. Brytania. W 2013 roku udział Polski w produkcji w UE wyniósł 4.8%, a jej udział w światowej produkcji to tylko 0.5%.

Pierwsza połowa 2014 roku pod względem poziomu produkcji stali jest dość spokojna (narastająco wzrost o ok. 3.8% r/r). W poszczególnych obszarach geograficznych dynamika produkcji jest jednak różna. W okresie styczeń-lipiec'14 w UE dynamika wzrostu produkcji wyniosła ok. 3.5% (w Polsce było to +5%). W państwach CIS dynamika wzrostu produkcji wyniosła jedynie +0.5% r/r (w Rosji było to +2.5% r/r, w Białorusi -9.5% r/r, a na Ukrainie -7.6% r/r). W USA w omawianym okresie produkcja stali była większa r/r o zaledwie 1.3%. W Chinach z kolei wyprodukowano o więcej stali o 5.1% r/r.

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach

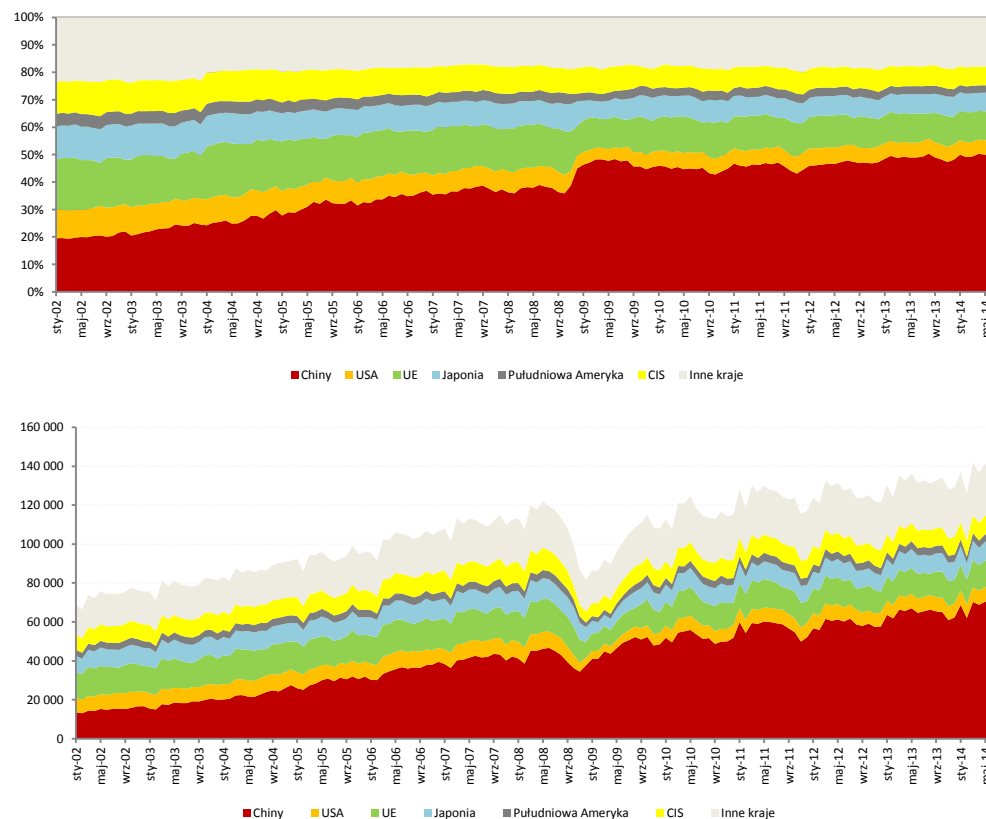


Produkcja stali w 2013 roku wzrosła o ok. 4.5% r/r i wyniosła 1.6 mld ton. W okresie styczeń-lipiec '14 wg WSA produkcja stali wyniosła ok. 956 mln ton, czyli wzrosła w ujęciu r/r o ok. 3.8%.

Jak podaje WSA wykorzystanie mocy w lipcu '14 wyniosło ok. 75.4% i było niższe o 1.2 pkt % r/r.

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

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



Cały czas zauważalny jest dynamiczny wzrost znaczenia 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 2013 roku było to już 49%.

Historyczne główne obszary geograficzne utrzymują produkcję stali na stabilnych poziomach ale ich udział w światowej produkcji systematycznie spada.

Udział głównych producentów z UE w światowym rynku w 2007 roku wynosił 15.9%, w 2011 roku było to 11.9%, a w 2013 roku udział w światowej produkcji spadł do ok. 10.5%.

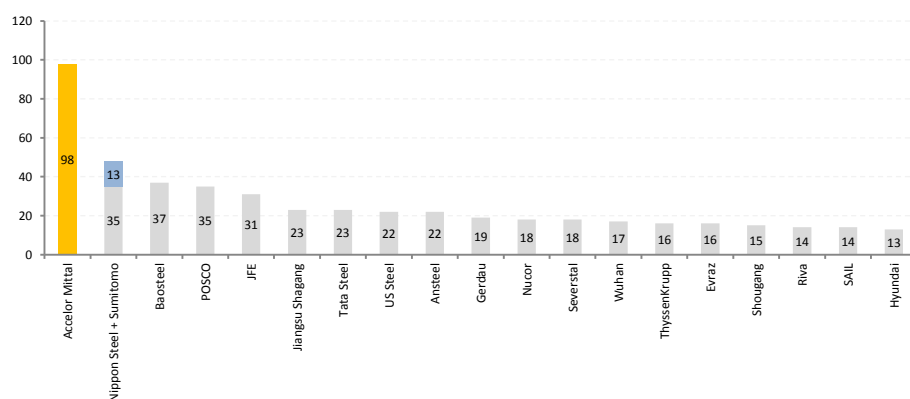
Polska w 2013 roku odpowiadała za ok. 0.5% produkcji światowej i ok. 4.8% produkcji w UE(28).

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

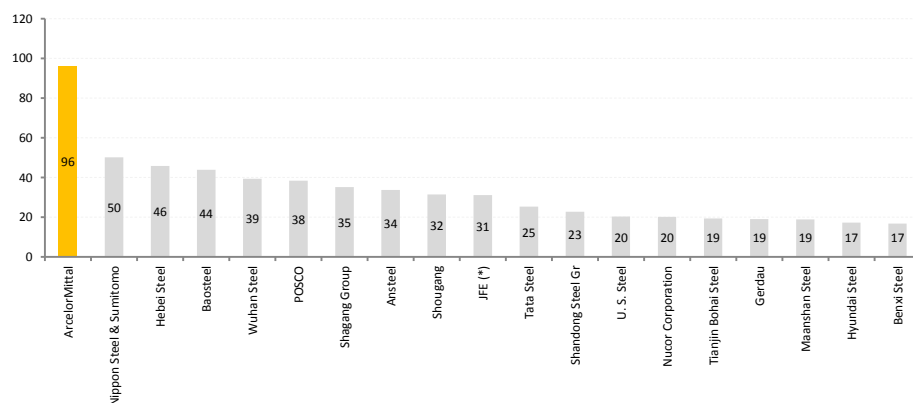
NAJWIĘKSZY PRODUCENCI STALI NA ŚWIECIE

Największym producentem stali na świecie jest koncern Accelor Mittal (odpowiadał za ponad 6.6% światowej produkcji w 2011 roku i za ok. 6.1% produkcji w 2013 roku). Drugim koncernem od 2012 roku jest połączony podmiot Nippon Steel i Sumitomo. W 2013 roku 20 największych firm wyprodukowało ponad 0.5 mld ton stali, czyli kontrolowało 1/3 globalnej produkcji.

Najwięksi producenci stali na świecie w 2011 roku [mln ton]



Najwięksi producenci stali na świecie w 2013 roku [mln ton]



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

OPIS SEGMENTU CYNKU

Segment cynku obejmuje zakres działalność grupy ZGH Bolesław. Stalprodukt pod koniec 2012 roku kupił od Skarbu Państwa 86,92% udziałów w ZGH Bolesław. Wartość transakcji wyniosła 219.23 mln PLN. Spółka rozpoczęła konsolidować ZGH od 1Q'13.

Grupa ZGH wydobywa i przerabia rudy cynku pochodzące z własnej kopalni i produkuje cynk elektrolityczny i stopy cynku, kwas siarkowy oraz koncentraty cynku i ołowiu. W grupie ZGH do produkcji cynku stosowane są technologie procesu elektrolizy i procesu ogniowego (Imperial Smelting Process), a przy wykorzystaniu odpadów cynkonośnych proces przerwowy (Waelza).

Segment cynku prowadzi szereg działań zmierzających do przygotowania części hutniczej do funkcjonowania od 2017/18 roku bez dostaw koncentratu z własnej kopalni Olkusz-Pomorzany. Z uwagi na wyczerpywanie się złóż, kolejne próby wydłużenia wydobywania nie przyniosą już jakościowej zmiany w zakresie cyklu życia tej kopalni (w zależności od cen rynkowych cynku możliwe jest jedynie okresowe wydłużenie produkcji górniczej – zakładamy przesunięcie planowanego zamknięcia z 2016 roku na 2017 rok). W okolicy obecnie prowadzonej działalności górniczej, ZGH ma rozpoznane dwa inne złoża: Łaski oraz Klucze. Przyszła decyzja o ewentualnej realizacji projektów górniczych na tych terenach będzie uzależniona od rynkowych cen cynku (nawet w scenariuszu podjęcia decyzji o budowie nowej własnej kopalni wystąpi luka czasowa pomiędzy zamknięciem obecnej kopalni a uruchomieniem nowego wydobywania). Dlatego kluczowe znaczenie dla segmentu mają inicjatywy w zakresie pozyskania nowych źródeł surowców (m.in. ewentualna współpraca przy projekcie z podmiotem posiadającym koncesję w okolicy Zawiercia) i zapewnienia części hutniczej cen zakupu energii elektrycznej na poziomie odpowiadającym warunkom jakie mają inni konkurenci w UE.

Zakładamy, że w przyszłości coraz większa część wsadu będzie pozyskiwana z recyklingu odpadów cynkonośnych (Bolesław Recykling), z kolei pozostała część będzie kupowana na rynku (spółka nie wyklucza też uczestniczenia w innych projektach typu JV przy budowie nowych kopalń; planowana sprzedaż Gradir powiązana jest z zapewnieniem dostaw koncentratu). Należy też mieć na uwadze, że instalacja odchlorowania, odfluorowania i ługowania surowego tlenku cynku pochodzącego z procesu przerobu pyłów stalowniczych pozwala na uzupełnienie malejącego udziału kopalnianego wsadu siarczkowego wsadem tlenkowym. Zwiększenie udziału tlenków we wsadzie stanowi zatem lokalną „nową i własną” bazę surowcową. Historycznie w procesach hydrometalurgicznych maksymalny udział koncentratu z recyklingu (ze względów technologicznych) mógł wynosić jedynie ok. 10%. Oceniamy, że przeprowadzone inwestycje w ZGH pozwalają na wykorzystywanie wsadu z recyklingu w znacznie większym zakresie (ok. 40%). Dodatkowo zastosowanie technologii wzbogacania rud do przerobu szlamów z hutnictwa cynku i budowa instalacji do wzbogacania flotacyjnego i filtracji szlamów z hydrometalurgii cynku umożliwia odzysk srebra z tych szlamów (metal Dore'a). Tym samym w naszej opinii prowadzona modernizacja części hutniczej doprowadziła już do zauważalnej poprawy najważniejszych parametrów produkcyjnych, wzrostu odzysku metalu i tym samym obniżenia jednostkowych kosztów produkcji.

CHARAKTERYSTYKA PRZYCHODÓW SEGMENTU CYNKU

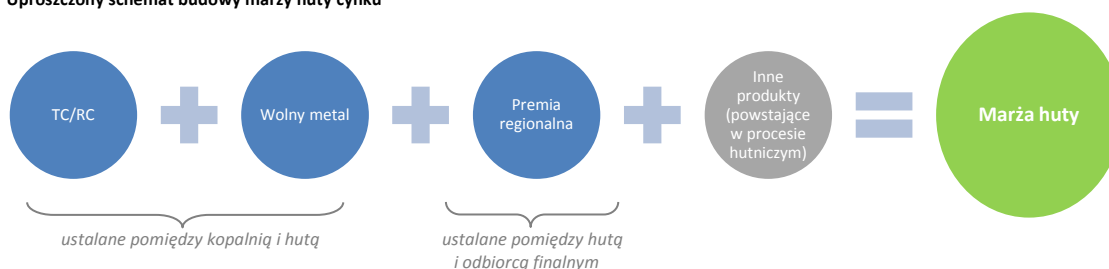
Segment cynku przedstawia dwie części: górnictwą oraz hutniczą. Jak już wspominaliśmy część górnictwa, z uwagi na ograniczone zasoby surowca, prawdopodobnie zostanie zamknięta w 2017 roku. Tym samym po roku 2017 segment cynku będzie w istotny sposób oparty wyłącznie o część hutniczą i ewentualnie będą trwały prace nad uruchomieniem nowego projektu górnictwa (w zależności od poziomu cen cynku)

Ograniczoność podaży cynku z projektów górniczych powinna sprzyjać części górnictwa ZGH właściwie aż do jej fizycznej likwidacji (patrz m.in. symulacje trwałego i pogłębiającego się deficytu surowca górnictwa na rynku poczynając od 2015 roku). Należy mieć też na uwadze, że występuje sporo synergii produkcyjnych/technologicznych pomiędzy kopalnią ZGH a częścią hutniczą. Zwracamy uwagę, że własny dostęp do surowca pozwala dodatkowo na szereg korzyści związanych m.in. z niższymi kosztami transportu czy optymalizacją kapitału obrotowego (utrzymywanie stanu zapasów/należności).

Podstawowym przychodem dla części górnictwa są wpływy z koncentratu cynku, który sprzedawany jest do hut (wewnątrz grupy ZGH). Zatem modelowo, kluczowe znaczenie ma zawartość cynku w koncentracie. Wynagrodzeniem dla kopalni jest cena jednostki cynku ustalana na podstawie cen benchmarkowych (LME) pomniejszana o opłatę przerobową ustaloną z hutą (TC/RC) i skorygowana o przelicznik potrącenia zanieczyszczeń (free metal).

Huty z kolei sprzedają cynk po cenie z LME powiększonej o premię regionalną. Wpływ na premię regionalną ma m.in. relacja popytu i podaży na rynku oraz lokalizacja geograficzna. Marża huty zależy również od ustalonego poziomu stawki TC/RC (opłaty z tytułu przetwarzania i oczyszczania) oraz formuły „free metal” i poziomu technologicznego przerobu (zdolność do odzysku większej ilości metali ponad ustalone formuły z zakupu koncentratu). Należy mieć również na uwadze, że w procesie hutniczym powstają inne produkty/półprodukty, które spółka sprzedaje do odbiorców zewnętrznych.

Uproszczony schemat budowy marży huty cynku



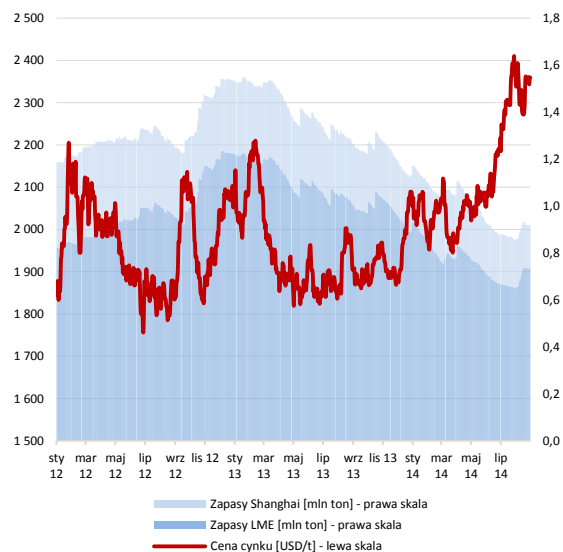
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie opracowań branżowych

Przykładowe formuły cenowe dotyczące kopalni i hut cynku

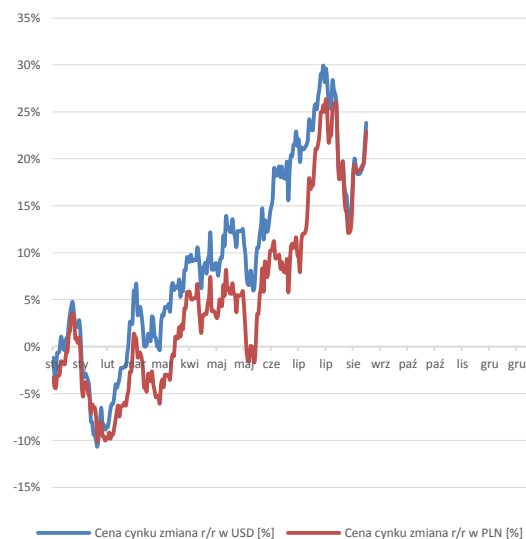
Surowiec/produkt	Przykładowa formuła cenowa
Cynk elektrolityczny	Cena [USD] = LME Zn + Premia regionalna
Blenda flotacyjna	Cena [USD] = [0.85 * LME Zn * %Zn - TC]
Blenda Bulk	Cena [USD] = [LME Zn * (%Zn - x jednostek) + LME Pb * (%Pb - y jednostek) - TC]
Galena flotacyjna	Cena [USD] = [0.95 * LME Pb * %Pb - TC]

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie opracowania naukowego Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN (Uwarunkowania rynkowe a sytuacja gospodarcza ZGH – wykład prezesa ZGH), Kraków 2002 r.

Cena cynku oraz zapasy cynku na LME oraz w Shanghaju



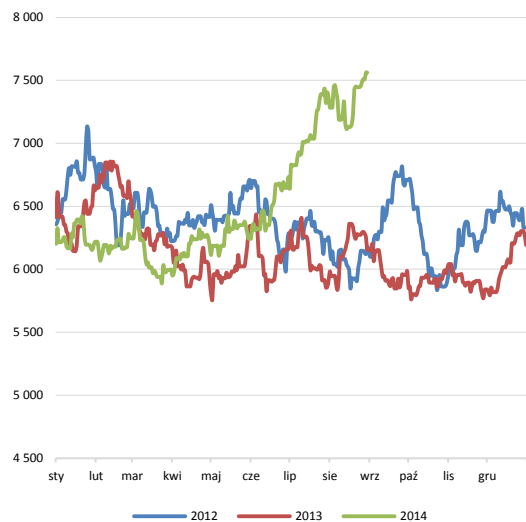
Zmiana r/r cen cynku w 2014 w ujęciu USD i PLN



Cena cynku w latach 2012-2014 (wykresy nałożone) [USD/t]



Cena cynku w latach 2012-2014 (wykresy nałożone) [PLN/t]



Zmiana ceny cynku r/r w 2014 [USD/t]

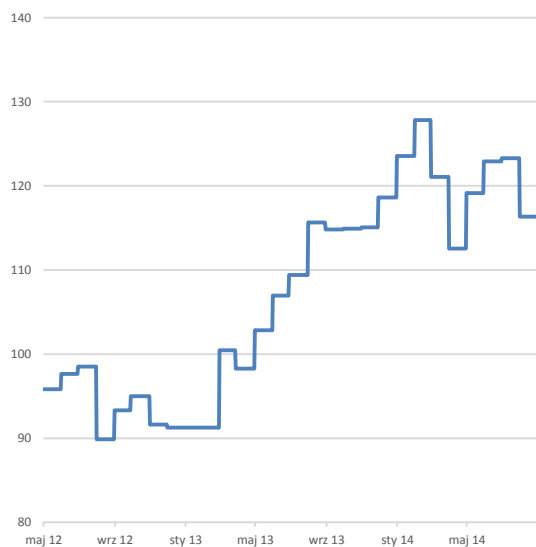


Zmiana ceny cynku r/r w 2014 [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, CRU

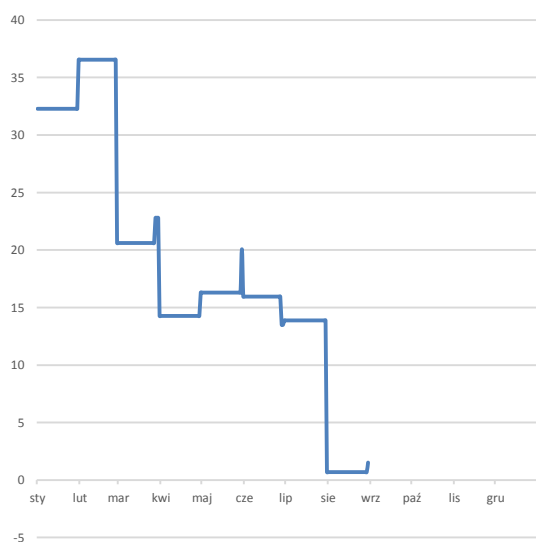
Cynk - premia regionalna Rotterdam [USD/t]



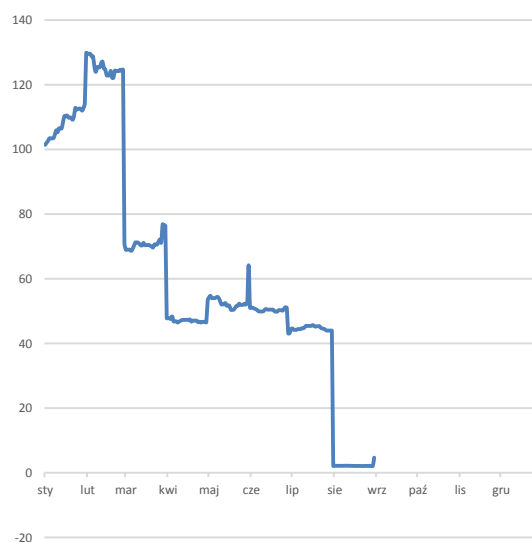
Cynk - premia regionalna Rotterdam [PLN/t]



Zmiana stawki premii regionalnej r/r dla cynku w Rotterdamie [USD/t]



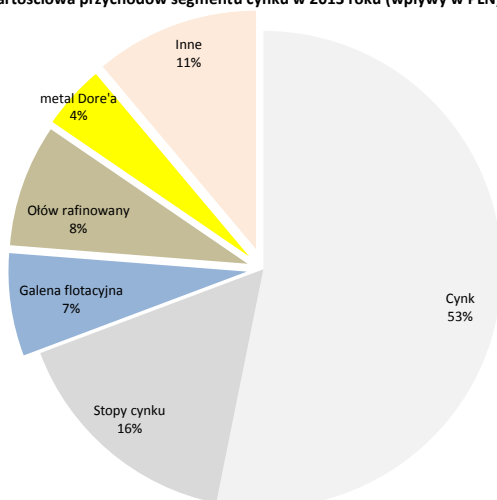
Zmiana stawki premii regionalnej r/r dla cynku w Rotterdamie [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W 2013 roku przychody segmentu cynku wyniosły 1.29 mld PLN. Prawie 70% wpływów ze sprzedaży cynku pochodziło z cynku i stopów cynku. Przychody z ołowiu wyniosły ok. 8% przychodów segmentu. Sprzedaż galeny flotacyjnej na zewnątrz odpowiadała za ok. 7% wpływów w ujęciu rocznym. Ważny z punktu widzenia marży metal Dore'a zapewnił ok. 4% przychodów.

Struktura wartościowa przychodów segmentu cynku w 2013 roku (wpływy w PLN)



Struktura przychodów segmentu cynku wskazuje na dominujące znaczenie cynku i stopów cynku. Niemniej kluczowe znaczenie dla wyników działalności ZGH mają także inne produkty powstające/odzyskiwane w procesie technologicznym.

W 2013 roku segment sprzedał m.in.:

- 140.22 tys. ton cynku i stopów cynku
- 15.4 tys. ton ołowiu
- 27.45 tys. ton galeny flotacyjnej
- 25 ton metalu Dore'a

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na bazie historycznych sprawozdań ZGH Bolesław staraliśmy się zaprezentować charakterystykę poszczególnych podmiotów z grupy ZGH. Poniższe zestawienie wolumenów produkcji i sprzedaży należy traktować jedynie jako ujęcie orientacyjne.

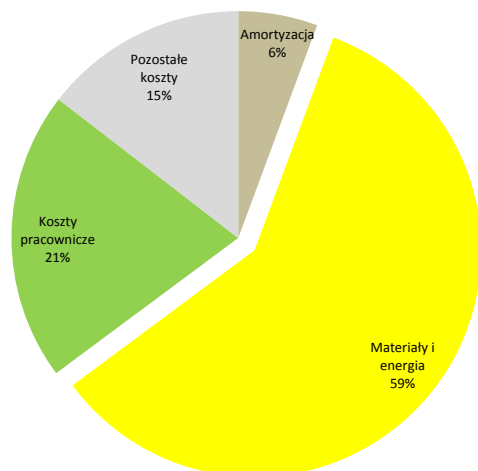
Charakterystyka historyczna poszczególnych podmiotów z grupy ZGH (dane o produkcji/sprzedaży mają charakter orientacyjny)

Produkcja			Sprzedaż			
ZGH Bolesław	jednostka	ilość w roku	ZGH Bolesław	jednostka	ilość w roku	Komentarz
Ruda blendowa wm	mln ton	2.4	Blenda - BULK ws	tys. ton	5.2	ZGH Bolesław jest to kompleks wydobywco-hutniczy. W zmodernizowanej części hutniczej produkowany jest głównie cynk elektrolityczny oraz stopy cynku, w tym stopy do cynkowania ciągłego ZZA, stop Wegal do cynkowania jednostkowego oraz stopy odlewnicze.
Blenda flotacyjna ws	tys. ton	102.2	Galena flotacyjna ws	tys. ton	24.5	
Blenda - BULK ws	tys. ton	4.0	Cynk elektrolityczny	tys. ton	40.7	
Galena flotacyjna ws	tys. ton	26.9	Stopy ocynkownicze	tys. ton	25.6	
Cynk elektrolityczny	tys. ton	67.2	Tlenek cynku odchlorowany	tys. ton	13.8	
Tlenek cynku odchlorowany	tys. ton	23.1	Koncentrat Zn-Pb-Ag	tys. ton	1.5	
Koncentrat ZN-Pb-Ag	tys. ton	2.1				
BOLTECH	jednostka	w roku	BOLTECH	jednostka	w roku	Komentarz
Kruszywa	tys. ton	943.4	Kruszywa	tys. ton	581.1	Podmiot ten zajmuje się produkcją kruszyw dolomitowych, wyrobów elastomerowych i wyrobów cynkowych. Po wchłonięciu innych podmiotów z grupy ZGH, świadczy też usługi przewozowe oraz usługi w branży energetycznej.
Pył cynkowy	tys. ton	2.4	Pył cynkowy	tys. ton	2.4	
Anody i stopy cynku	tys. ton	5.0	Anody i stopy cynku	tys. ton	5.0	
Ciepło	GJ	246 561	Ciepło	GJ	231 238	
BOLESŁAW RECYKLING	jednostka	w roku	BOLESŁAW RECYKLING	jednostka	w roku	Komentarz
Tlenki cynku waga sucha	tys. ton	33.4	Tlenki cynku waga sucha	tys. ton	33.3	Podmiot zajmuje się przerobem odpadów cynkonośnych z przemysłu metali nieżelaznych i przemysłu stalowniczego oraz produkcją koncentratów metali nieżelaznych.
HCM	jednostka	w roku	HCM	jednostka	w roku	Komentarz
Cynk rektyfikowany	tys. ton	71.1	Cynk rektyfikowany	tys. ton	69.0	Huta w Miasteczku Śląskim zajmuje się produkcją cynku, ołowiu i stopów tych metali, kwasu siarkowego, kadmu metalicznego oraz metalu Dore'a. HCM jako jedyna huta w UE wykorzystuje jeszcze „starą” technologię ISP (podstawowym paliwem jest koks wielkopiecowy). Po modernizacji procesy technologicznego, HCM osiąga jednak względnie dobre wyniki rentowności.
Ołów rafinowany	tys. ton	19.4	Ołów rafinowany	tys. ton	14.3	
Metal Dore'a (Ag)	tony	18	Metal Dore'a (Ag)	tony	18	
Kadm	tys. ton	0.4	Kadm	tys. ton	0.4	
GRADIR	jednostka	w roku	GRADIR	jednostka	w roku	Komentarz
Koncentrat ZN, Pb, Ag	tys. ton	11.3	Koncentart ZN, Pb, Ag	tys. ton	11.5	Gradir zajmuje się wydobyciem rud i ich przerobem na koncentraty (do końca września '14 ma się rozstrzygnąć czy warunkowa umowa sprzedaży zostanie domknięta).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ZGH Bolesław (sprawozdania historyczne)

CHARAKTERYSTYKA KOSZTÓW SEGMENTU CYNKU

Szacunkowa struktura kosztów rodzajowych grupy ZGH (wielkości orientacyjne)



Struktura kosztów grupy ZGH wskazuje na dominujące znaczenie pozycji materiały i energia. Jest to zatem koszt wsadu do produkcji hutniczej oraz energia wykorzystywana w części górniczej i hutniczej.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ZGH Bolesław (sprawozdania historyczne)

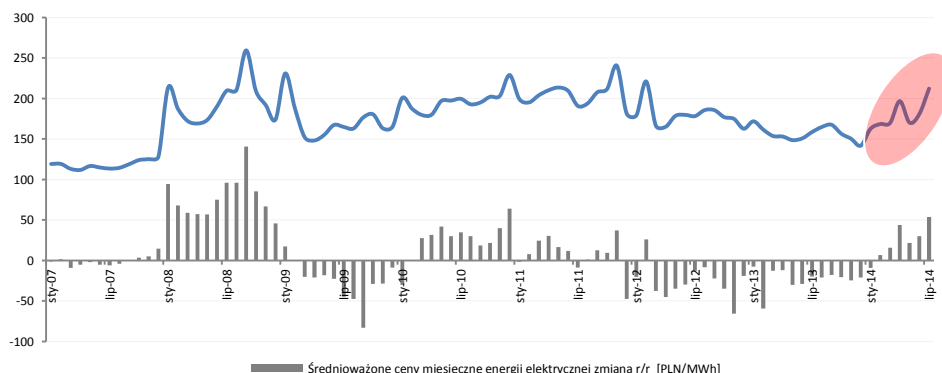
Energochłonność ZGH jest jednym z podstawowych czynników decydujących o poziomie wyników segmentu cynku w części hutniczej. Dlatego inwestorzy powinny mieć na uwadze, że przyszłe zmiany cen energii elektrycznej będą miały bezpośrednie i istotne przełożenie na raportowane wyniki.

W prezentacji z lutego 2014 roku przedstawionej w Senacie RP, prezes ZGH podał, że ok. 23% kosztów w ZGH (huta w Bukownie plus inne instalacje oraz część górniczą; bez HCM) stanowi energia elektryczna. Szacujemy, że działalność hutnicza zużywa ponad 60% kupowanej energii, z kolei kopalnia niespełna 40%. W części hutniczej energochłonne są w szczególności obiekty technologiczne elektrolizy cynku i odlewanie cynku. W części górniczej za zużycie energii elektrycznej odpowiadają głównie urządzenia służące do utrzymywania części podziemnej kopalń (odwodnienie, wentylacja, oświetlenie, transport podziemny). Po wygaszeniu działalności kopalni, symulacje przedstawione w lutym'14 wskazują, że udział energii elektrycznej w ogóle kosztów ZGH jednostkowego może stanowić ponad 45%. Tym samym ceny energii elektrycznej będą jednym z kluczowych czynników decydujących o konkurencyjności i osiąganym marżach (ZGH podaje, że hutę w Bukownie charakteryzują już optymalne wskaźniki zużycia energii elektrycznej w przeliczeniu na tonę produkcji cynku).

W HCM, z uwagi na inną technologię wytwarzania, hutę cechuje bardziej zróżnicowany mix energetyczny. Ogółem koszty energii również stanowią ok. 23% ogółu kosztów produkcji, niemniej dzielą się one na zużycie koksu (12%), gazu (6%) i energii elektrycznej (5%).

Spółka od lat stara się przekonywać ustawodawcę, że należy w Polsce wprowadzić rozwiązania systemowe dla firm energochłonnych w zakresie ustalania cen energii elektrycznej (poszczególne kraje UE stosują m.in. zwolnienia z akcyzy). Dlatego przyszłe decyzje ustawodawcy będą miały istotne znaczenie dla osiąganym marż.

Średnioważona cena miesięczna energii elektrycznej RDN



Od początku 2014 roku ceny energii elektrycznej w Polsce wzrastają. Średnioważona cena miesięczna energii elektrycznej RDN na TGE wzrosła do 212.13 PLN/MWh i było to o 54 PLN/MWh więcej w ujęciu r/r. W okresie styczeń-lipiec'14 średni wzrost r/r wyniósł ok. 23 PLN/MWh.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE

RYNEK CYNKU

Z danych International Lead and Zinc Study Group (ILSG) wynika, że światowa konsumpcja cynku w 2013 roku wyniosła ok 13 mln ton. Oznacza to wzrost względem 2012 roku o 600 tys. ton, czyli o 5%. Był to zatem rok ożywienia po wcześniejszych dwóch latach stagnacji/niewielkich spadków. Największym konsumentem cynku na świecie są Chiny, które odpowiadały za ok. 46% zużycia cynku na świecie w 2013 roku (konsumpcja stali przez ten kraj oscyluje w pobliżu 50% globalnego zużycia). Kraje Europy odpowiadały za ok. 18% zużycia światowego cynku, z kolei USA za ok. 7%.

Dynamika produkcji hutniczej cynku w 2013 roku była mniejsza niż konsumpcji. ILSG szacuje, że w 2013 roku na świecie huty wyprodukowały ok. 12.89 mln ton cynku. Oznacza to wzrost o 2% r/r, czyli o 0.26 mln ton. W Europie produkcja hutnicza spadła o 3% r/r, a w USA o 9% r/r. Odbudowa produkcji nastąpiła w Chinach, gdzie huty wyprodukowały ok. 5.3 mln ton cynku.

Produkcja górnicza w 2013 roku również wykazywała niższą dynamikę wzrostu niż konsumpcja oraz produkcja hutnicza. ILSG podaje, że w 2013 roku produkcja górnicza wyniosła ok. 13.2 mln ton surowca. Inwestorzy powinni mieć na uwadze, że w Europie występuje znaczący niedobór/deficyt produkcji górniczej w porównaniu do produkcji hutniczej cynku (ok. 19% produkcji hutniczej vs. 8% wydobycia górniczego).

Konsumpcja oraz produkcja cynku na świecie oraz wybranych krajach w latach 2009-2013

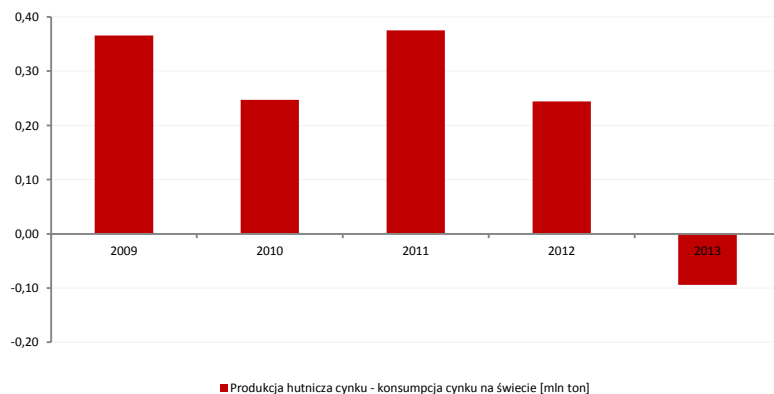
Zużycie cynku [mln ton]	2009	2010	2011	2012	2013	Zużycie cynku [%]	2009	2010	2011	2012	2013
Europa	1.94	2.52	2.59	2.41	2.37	Europa	18%	20%	20%	19%	18%
USA	0.91	0.93	0.92	0.89	0.95	USA	8%	7%	7%	7%	7%
Chiny	4.73	5.36	5.95	5.76	5.95	Chiny	43%	42%	47%	46%	46%
Inne kraje	3.33	3.84	3.24	3.33	3.72	Inne kraje	31%	30%	26%	27%	29%
Świat	10.91	12.65	12.70	12.39	12.99	Świat	100%	100%	100%	100%	100%

Produkcja hutnicza [mln ton]	2009	2010	2011	2012	2013	Produkcja hutnicza [%]	2009	2010	2011	2012	2013
Europa	2.05	2.41	2.47	2.49	2.41	Europa	18%	19%	19%	20%	19%
USA	0.20	0.25	0.25	0.26	0.24	USA	2%	2%	2%	2%	2%
Chiny	4.36	5.16	5.25	4.85	5.30	Chiny	39%	40%	40%	38%	41%
Inne kraje	4.67	5.08	5.10	5.03	4.95	Inne kraje	41%	39%	39%	40%	38%
Świat	11.28	12.90	13.07	12.63	12.89	Świat	100%	100%	100%	100%	100%

Produkcja górnicza cynku [mln ton]	2009	2010	2011	2012	2013	Produkcja górnicza cynku [%]	2009	2010	2011	2012	2013
Europa	1.02	1.07	1.09	1.19	1.04	Europa	9%	9%	9%	9%	8%
USA	0.74	0.75	0.76	0.82	0.79	USA	6%	6%	6%	6%	6%
Chiny	3.09	3.70	3.90	5.13	4.70	Chiny	27%	30%	31%	39%	36%
Inne kraje	6.76	6.83	6.89	5.99	6.67	Inne kraje	58%	55%	55%	46%	51%
Świat	11.60	12.35	12.64	13.13	13.20	Świat	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ILSG

Bilans na rynku cynku (produkcja hutnicza – konsumpcja) w latach 2009-2013



W 2013 roku po raz pierwszy od 5 lat nastąpił deficyt produkcji górniczej cynku na świecie.

Źródło: Szacunki Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ILSG

Zależność produkcji stali i cynku na świecie w latach 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Produkcja hutnicza cynku na świecie [mln ton]	11.28	12.90	13.07	12.63	12.89
Produkcja hutnicza stali na świecie [mln ton]	1 217	1 405	1 490	1 510	1 578
Produkcja cynku w przeliczeniu na 1 tonę stali [kg]	9.27	9.18	8.77	8.36	8.17

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ILZSG, WSA

Z danych ILZSG wynika, że w 1H'14 konsumpcja cynku na świecie wzrosła o ok. 7.7% r/r do poziomu 6.78 mln ton. W tym okresie produkcja hutnicza wzrosła o 3.5%, z kolei produkcja górnicza cynku wzrosła o 2.2% r/r. Tym samym w 2014 roku wg nas należy oczekiwać zwiększenia ujemnej luki: produkcja hutnicza/konsumpcja. Rok 2014 powinien wg nas sprzyjać poprawie marż zarówno producentów górniczych jak i hut cynku. Po roku 2016 dostrzegamy spore zagrożenie dla hut niezintegrowanych w związku zakładanym deficytem surowca górniczego (presja na TC).

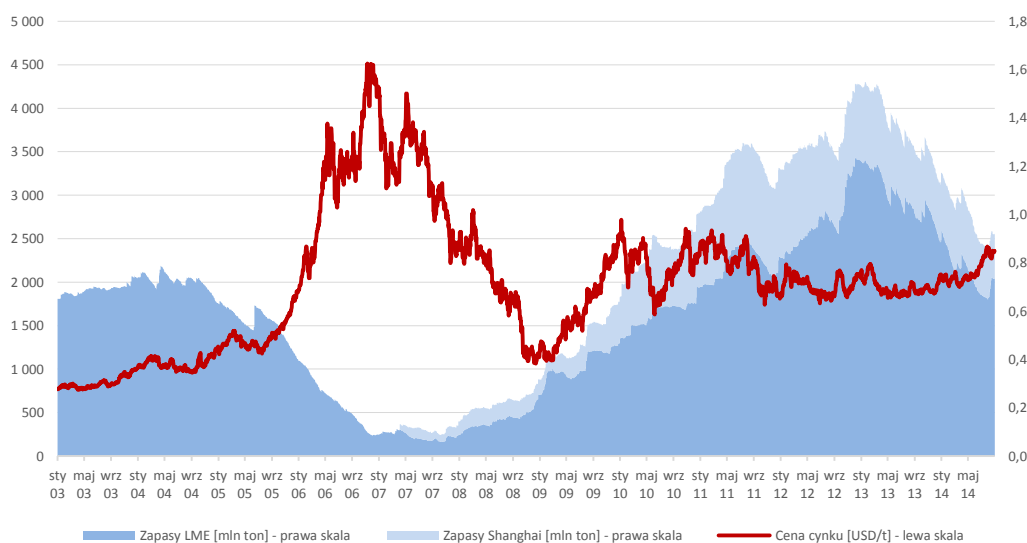
Konsumpcja oraz produkcja cynku na świecie w 1H'14 [mln ton]

	1H'13	1H'14	zmiana r/r
Zużycie cynku	6.29	6.78	7.7%
Produkcja hutnicza	6.32	6.54	3.5%
Produkcja górnicza cynku	6.42	6.57	2.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ILZSG

Na koniec sierpnia'14 raportowane zapasy cynku na LME oraz w Shanghaju wynosiły ok. 0.92 mln ton. Oznacza to spadek o ok. 0.25 mln ton względem końca 2013 roku i o 0.35 mln ton względem końca sierpnia 2013 roku. Opisany stan magazynów odpowiadał na koniec sierpnia'14 za ok. 7% konsumpcji rocznej na świecie.

Cena cynku na tle raportowanych zapasów w latach 2003-2014



Od 2013 roku widać wyraźny spadek raportowanych zapasów cynku na LME oraz w Shanghaju. W 1H'14 tendencja ta była utrzymywana. Zbiega się to z danymi podawanymi przez ILZSG o powiększeniu ujemnej luki pomiędzy produkcją hutniczą a konsumpcją cynku w tym okresie.

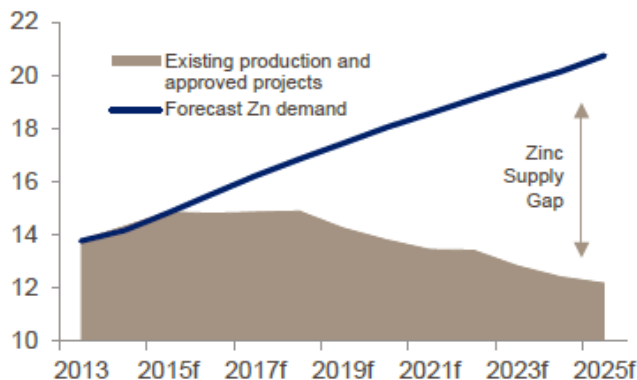
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PRZEWIDYWANY BILANS NA RYNKU CYNKU

W 2013 roku produkcja górnicza cynku wyniosła ok. 13.2 mln ton. Po zakładanym wzroście produkcji górniczej cynku na świecie jeszcze w okresie 2014/2015 prawdopodobnie dojdzie później do trwałego deficytu dostępności tego surowca górniczego. Obecne ceny rynkowe cynku nie pozwalają na rozpoczynanie nowych projektów górniczych. Tym samym spodziewamy się, że w perspektywie 2015 roku na rynku będzie widać pierwsze skutki przewidywanego ujemnego bilansu na rynku produkcji górniczej cynku.

Nawet przy trwałym wzroście cen cynku, dostępne symulacje przedstawiane przez głównych graczy na rynku nie przewidują powstania nowych istotnych mocy wydobywczych w okresie 2016-2018. Przewidywania Glencore z maja'14 zakładają, że do 2020 roku deficyt produkcji górniczej cynku może wynieść 5 mln ton w skali roku (jest to aż 38% produkcji górniczej z 2013 roku). W scenariuszu trwałego wzrostu cen cynku przyszły deficyt projektów górniczych może być mniejszy, z uwagi na osiągnięcie progu opłacalności poszczególnych projektów, które dziś ocenia się jako nieefektywne, oraz z uwagi na ograniczenie popytu światowego ze względu na wzrost cen cynku.

Przewidywany bilans produkcji górniczej i konsumpcji cynku na świecie



Glencore zakłada, że do 2020 roku deficyt produkcji górniczej cynku może wynieść 5 mln ton w skali roku (jest to aż 38% produkcji górniczej z 2013 roku).

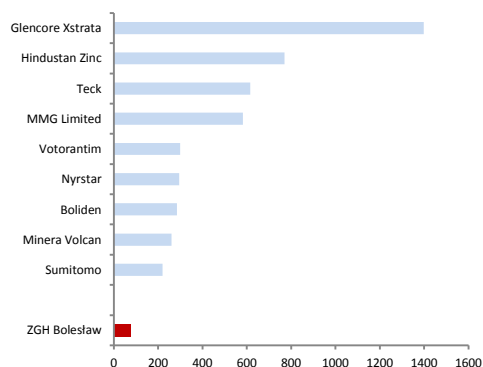
Źródło: Glencore na podstawie Wood Mackenzie (prezentacja dla inwestorów z maja 2014 roku)

NAJWIĘKSI GRACZE NA RYNKU CYNKU – POZYCJA ZGH

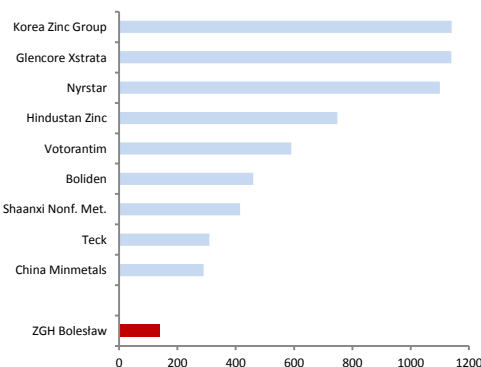
W zakresie produkcji górniczej i hutniczej ZGH są największym/jedynym istotnym producentem krajowym cynku. W 2012 roku wydobycie rudy wyniosło ok. 2.45 mln ton o zawartości średnio 3.23% Zn i 1.14% Pb. Z wydobytej rudy, po wzbogaceniu, wyprodukowano zatem ok. 79 tys. ton cynku i 28 tys. ton ołowiu w koncentratkach. W roku 2013 z uwagi na wyczerpywanie się własnych zasobów doszło do spadku wydobycia, co związane jest z szczytowaniem i ubożeniem złóż w rejonie olkuskim. Inwestorzy powinni mieć na uwadze, że coraz niższa ilość wydobywanych metali oraz niestabilna analiza rudy będą już towarzyszyć segmentowi górnictwu aż do 2017 roku, kiedy prawdopodobnie dojdzie do zamknięcia kopalni.

Największym producentem hutniczym cynku na świecie jest Korea Zinc Group oraz Glencore. W 2013 roku huty Korea Zinc wyprodukowały ok. 1.15 mln ton cynku, co odpowiadało za ponad 8.5% światowej produkcji. W gronie czterech największych producentów/hut cynku Hindustan Zinc oraz Glencore są podmiotami niemal w całości zintegrowanymi (produkcja górnicza porównywalna z produkcją hutniczą). Stalprodukt w segmencie cynku w 2013 roku zaraportował sprzedaż ok. 140.2 tys. ton cynku i koncentratów. Tym samym jego udział w światowej produkcji wyniósł ok. 1.1%, a w produkcji europejskiej stanowiło to ok. 5.8% udziału rynkowego. W zakresie części wydobywczej pozycja rynkowa segmentu cynku jest znacznie słabsza, co związane jest z końcowym etapem życia posiadanej kopalni.

Wybrani najwięksi wydobywcy górniczy cynku w 2013 roku [tys. ton]



Wybrani najwięksi producenci/huty cynku w 2013 roku [tys. ton]



Produkcja hutnicza cynku w ZGH odpowiadała w 2013 roku za ok. 1.1% światowej produkcji oraz za ok. 5.8% produkcji europejskiej.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Wood Mackenzie, podmioty wymienione w zestawieniu

OPIS SEGMENTU PROFILI

W ramach segmentu profili wchodzi trzy główne podgrupy:

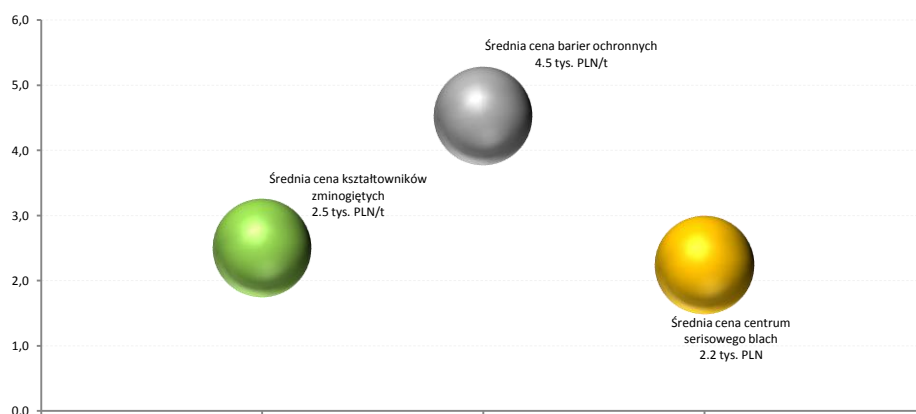
- kształtowniki zimnogięte;
- ochronne bariery drogowe;
- produkty centrum serwisowego blach.

Stalprodukt jest jednym z największych w Polsce producentów profili giętych na zimno. Spółka w 2013 roku sprzedała prawie 220 tys. ton kształtowników zimnogiętych, czyli o 5% mniej w relacji r/r. Wartościowo z uwagi na niskie ceny spadek wpływów był większy i wyniósł ok. 9% r/r. Udział eksportu w sprzedaży kształtowników giętych na zimno w 2013 roku wynosił 34%. Z danych HIPH wynika, że w okresie od styczeń-listopad 2013 roku w Polsce wystąpił spadek produkcji kształtowników giętych na zimno o 6% do poziomu ok. 538 tys. ton. Zużycie jawne rur spadło o ok. 10% do poziomu 1 005 tys. ton, w tym kształtowników giętych na zimno o 2 proc. do poziomu 525 tys. ton. Wzrósł natomiast import kształtowników: o 6% Szacunkowy poziom importu w okresie styczeń-listopad 2013 roku to 123 tys. ton. Jak zauważa spółka, sytuacja na rynku profili giętych na zimno w 2013 roku była trudna. Niższy poziom popytu i nadprodukcja wpływają bezpośrednio na agresywną konkurencję cenową i niskie marże działalności całej branży.

Stalprodukt jest również producentem stalowych barier drogowych. Spółka w swojej ofercie posiada kompleksowe rozwiązania dla barier drogowych i mostowych. W 2013 roku spółka na sprzedaży barier drogowych zanotowała aż 45% spadek przychodów do ok. 111.2 mln PLN. Wolumenowy spadek był na porównywalnym poziomie i spółka sprzedała 24.54 tys. ton barier drogowych. Był to zatem okres najsłabszy od 2010 roku i wpływ na to miały realizowane prace przy budowie dróg i autostrad w Polsce. Udział eksportu barier w sprzedaży wynosi ok. 10%. W 2013 roku wolumen eksportu wzrósł o 25% r/r m.in. z uwagi na dostawę 100 km barier na Łotwę. Przy analizie przyszłych relacji średniej ceny/t należy mieć na uwadze, że na rynku zachodzą zmiany w mixie zakupowym i klienci preferują nowe bariery cechujące się znacznie niższą wagą. Spółka podaje, że nowa grupa barier (StalPro Rail) wprowadzona do oferty charakteryzuje się niższą średnią masą 1 metra nawet o 30-40 % w stosunku do wcześniejszych średnich parametrów.

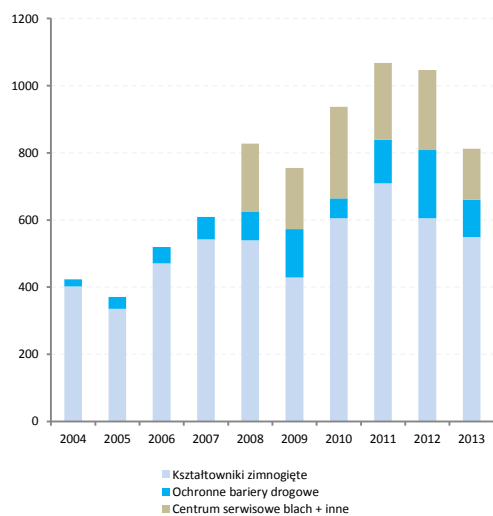
Trzecim filarem segmentu jest sprzedaż produktów oferowanych poprzez stalowe centra serwisowe. Na rynku polskim od lat występuje istotna nadwyżka mocy produkcyjnych w tym obszarze i spółka zmaga się ze wzmożoną konkurencją, co przekłada się na poziom marż. Wolumen sprzedaży w 2013 roku centrum serwisowego blach spadł o 24% do 67.8 tys. ton. Z uwagi na słabe cenniki sprzedaż wartościowa wykazała większą dynamikę spadku bo aż o 31% r/r czyli do poziomu 151.8 mln PLN. Udział sprzedaży eksportowej w całkowitej sprzedaży produktów stanowiących ofertę centrów serwisowych wyniósł w 2013 roku ok. 15%.

Średnie ceny sprzedawanych produktów w ramach segmentu profili w 2013 roku

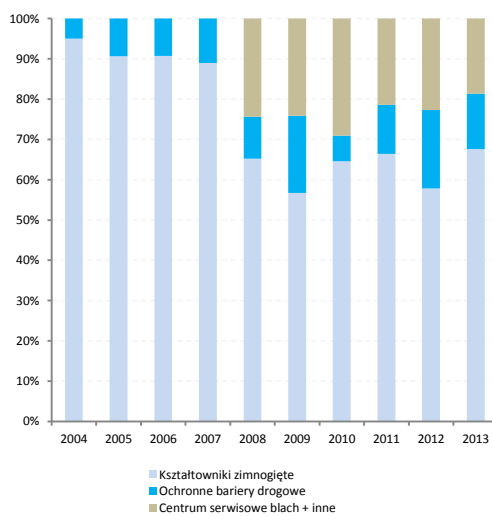


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

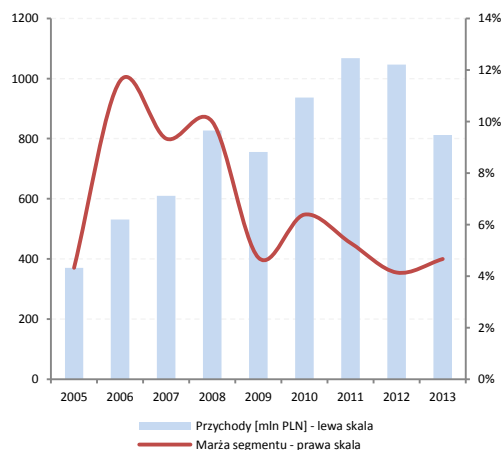
Struktura przychodów segmentu profili [mln PLN]



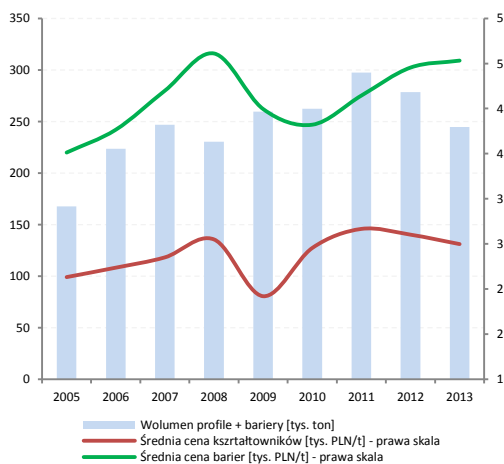
Struktura przychodów segmentu profili [%]



Przychody i marża segmentu profili



Łączne wolumeny oraz średnie ceny produktów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody	1 809	2 807	2 813	2 982	3 137	3 248	3 130	3 093	3 075	3 110	3 146	3 179
segment blach	545	387	449	503	533	554	576	597	618	636	655	672
segment profili	1 047	812	784	823	905	977	987	928	882	890	899	908
segment cynku		1 383	1 355	1 408	1 425	1 435	1 279	1 273	1 273	1 273	1 273	1 273
Wynik segmentów	146	164	255	317	347	309	245	248	255	265	267	270
segment blach	85	20	47	73	85	90	92	94	95	97	98	100
segment profili	43	38	50	53	59	64	59	53	51	51	52	52
segment cynku		90	136	165	175	126	63	70	77	84	84	84
EBITDA	129	210	299	353	402	380	316	323	329	337	339	340
EBIT	75	81	165	214	259	232	176	180	187	196	198	200
Przychody finansowe	12	31	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Koszty finansowe	10	14	28	2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Wynik brutto	77	97	155	212	261	234	178	183	190	199	201	203
Podatek dochodowy	17	19	34	40	50	45	34	35	36	38	38	39
Wynik dla akcjonariuszy	63	73	115	164	204	184	142	145	150	157	159	161
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Aktywa trwałe	1 370	1 914	1 885	1 878	1 896	1 883	1 885	1 879	1 872	1 866	1 859	1 853
Inwestycje dł term	306	54	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57
Dł aktywa finansowe	306	48	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
Aktywa z tyt odroczonego podatku	2	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Inne rozliczenia mo	0	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Aktywa obrotowe	706	1 078	1 202	1 345	1 474	1 639	1 697	1 777	1 861	1 956	2 049	2 143
Zapasy	328	507	501	531	559	587	669	661	657	665	672	679
Należności kr term	294	410	462	490	516	578	557	593	590	596	603	610
Inwestycje kr term	78	152	218	303	379	453	451	503	594	675	754	834
Kr term rozliczenia mo	7	9	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Aktywa razem	2 076	2 992	3 087	3 223	3 369	3 522	3 583	3 656	3 733	3 822	3 909	3 996
Kapitał własny	1 577	1 756	1 847	1 994	2 154	2 280	2 368	2 458	2 538	2 622	2 704	2 787
Zobowiązani i rezerwy	499	1 236	1 240	1 229	1 216	1 242	1 215	1 198	1 195	1 200	1 205	1 209
Rezerwy na zobowiązania	21	213	228	228	228	228	228	228	228	228	228	228
Zobowiązania dł term	121	158	142	142	142	142	142	142	142	142	142	142
Zobowiązania kr term	356	564	569	558	545	571	544	527	524	529	533	538
Zobowiązania warunkowe z tyt ZGH	0	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Rozliczenia mo	1	4	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Pasywa razem	2 076	2 992	3 087	3 223	3 369	3 522	3 583	3 656	3 733	3 822	3 909	3 996
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CF operacyjny	256	222	169	272	319	303	226	266	301	293	294	296
CF inwestycyjny	-358	-135	-98	-133	-161	-136	-142	-136	-135	-135	-134	-134
CF finansowy	101	-53	11	-54	-81	-93	-87	-79	-74	-77	-81	-81
CF netto razem	0	34	82	85	76	74	-3	52	91	81	79	80
Środki pieniężne eo	77	112	194	279	355	429	427	479	570	651	730	810

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cena [PLN]	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231
Liczba akcji [mln szt.]	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725	6.725
Mkt Cap [mln PLN]	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553	1 553
BVPS	234.5	261.2	274.6	296.5	320.3	339.1	352.1	365.5	377.4	389.9	402.1	414.5	234.5
EPS	9.4	10.8	17.1	24.4	30.3	27.4	21.1	21.6	22.4	23.4	23.6	23.9	9.4
CEPS	17.5	30.0	37.4	45.2	51.6	49.4	41.8	42.7	43.4	44.4	44.6	44.7	17.5
P/E	24.5	21.4	13.5	9.5	7.6	8.4	11.0	10.7	10.3	9.9	9.8	9.7	24.5
EV/EBITDA	12.5	7.7	5.3	4.1	3.4	3.3	3.9	3.6	3.2	2.9	2.7	2.4	12.5
EV/EBIT	21.5	20.0	9.6	6.8	5.2	5.4	6.9	6.4	5.7	5.0	4.5	4.1	21.5
P/BV	1.0	0.9	0.8	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Dywidenda [mln PLN]	1.8	7.7	4.0	24.3	51.5	63.4	56.9	57.8	74.1	76.9	80.6	81.4	1.8
DPS [PLN]	0.3	1.1	0.6	3.6	7.7	9.4	8.5	8.6	11.0	11.4	12.0	12.1	0.3
DYield	0.1%	0.5%	0.3%	1.6%	3.3%	4.1%	3.7%	3.7%	4.8%	5.0%	5.2%	5.2%	0.1%
EV [mln PLN]	1 614	1 618	1 575	1 460	1 354	1 250	1 223	1 150	1 058	977	898	818	1 614
Dług netto [mln PLN]	60	64	22	-93	-200	-303	-331	-404	-495	-576	-655	-735	60
Dług % [mln PLN]	138	185	216	186	156	126	96	75	75	75	75	75	138

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, handel stała

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

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

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

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	data	kurs	WIG
kupuj	292.1	---		05.09.2014	231	54 250

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	3	27%
Akumuluj	4	36%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	2	18%
Sprzedaj	2	18%

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 kapitału 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

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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.

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).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. 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.

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 uwzględnić, 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 05.09.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.09.2014 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 rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez udziału 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 niniejszym 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

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:

- BDM 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 subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełni 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.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.