



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

W obecnej aktualizacji raportu akcentujemy prawdopodobne pogorszenie przyszłych warunków działania dla grupy. Obawiamy się bowiem, że wraz z 4Q'15 zakończy się ścieżka wzrostu EBITDA grupy w ujęciu q/q i kolejne kwartały 2016 roku mogą przynieść erozję marż w obszarach, które odpowiadały za sukces Stalproduktu w 2014 i 2015 roku. Ogółem na 2015 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać wynik EBITDA na poziomie prawie 463 mln PLN. W naszym scenariuszu bazowym przyjmujemy spadek EBITDA spółki w 2016 roku do poziomu 431.5 mln PLN (z perspektywą obniżenia). Dlatego uwzględniając skalę wzrostu kursu spółki decydujemy się na zmianę zalecenia z Kupuj na Redukuj z ceną docelową 374.2 PLN/akcję.

Stalprodukt był naszym zdecydowanym faworytem z grona podmiotów przemysłowych z ekspozycją na wyroby stalowe notowanych na GPW. Klimat inwestycyjny wokół spółki uległ zdecydowanej poprawie wraz z pozytywnymi odczytami wyników w segmencie cynku oraz odbudową marż w segmencie blach transformatorowych (bardzo dynamiczne wzrosty indeksów cenowych wskazujących na przyszłe lepsze cenniki wyrobów spółki). Licząc od naszej ostatniej rekomendacji Kupuj z początku września 2014 roku kurs spółki wzrósł z około 230 PLN do ponad 440 PLN.

Wyniki spółki za 1Q'15 okazały się bardzo mocne i były lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. W segmencie blach elektrotechnicznych w 1Q'15 wzrost wolumenów sprzedaży przekroczył 22% r/r. Dodatkowo spółka działała w dużo korzystniejszym otoczeniu cenowym na swoje wyroby. Bardzo dobre rezultaty segmentu cynku wynikały z mocnych cen metali oraz poziomu USD (wolumeny sprzedaży były płaskie r/r). Ogółem w 1Q'15 na poziomie skonsolidowanym przychody Stalproduktu wzrosły o 11.7% r/r do ponad 751 mln PLN. Poprawa wyników w segmencie blach i cynku pozwoliła na wykazanie w 1Q'15 zysku EBITDA na poziomie 110.2 mln PLN, a EBIT na pułapie 74.5 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka zaraportowała zysk w omawianym okresie w kwocie 42 mln PLN.

Naszym zdaniem okres 3Q'15 może przynieść erozję indeksów cenowych na główne wyroby spółki i nie spodziewamy się już w dalszej części 2015 roku ich powrotu na tegoroczne maksima. Oceniamy, że ceny blach transformatorowych są na bardzo wysokich poziomach. Z kolei trwałemu powrotowi cen cynku na wyższe pułapy nie sprzyja m.in. sytuacja na rynku producentów stali, gdzie mamy do czynienia ze spadkami cen wyrobów gotowych oraz coraz niższym średnim wykorzystaniem mocy produkcyjnych w hutach stali (w Chinach poszczególne miesiące w 2015 roku pokazują już spadki produkcji stali w ujęciu r/r). Uważamy, że istnieje wręcz ryzyko obniżenia założeń dla konsumpcji stali na świecie na 2015 rok (głównie z uwagi na Chiny) i kolejne projekcje mogą wskazywać już nawet na oczekiwany spadek konsumpcji jawnej r/r (z kontynuacją ujemnej dynamiki w 2016 roku).

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	1 809	2 807	2 859	3 168	3 211	3 303
EBITDA [mln PLN]	129	210	279	463	431	457
EBIT [mln PLN]	75	81	143	316	284	304
Wynik netto [mln PLN]	63	73	91	222	216	237
P/BV	1.9x	1.7x	1.6x	1.4x	1.3x	1.2x
P/E	46.6x	40.7x	32.5x	13.3x	13.7x	12.5x
EV/EBITDA	23.4x	14.4x	10.8x	6.1x	6.3x	5.7x
EV/EBIT	40.2x	37.5x	21.0x	9.0x	9.6x	8.6x

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 374.2 PLN

09 LIPIEC 2015

Wycena końcowa [PLN]	374.2
Potencjał do wzrostu / spadku	-15 %
Cena rynkowa [PLN]	440.0
Kapitalizacja [mld PLN]	2.96
Ilość akcji [mln. szt.]	6.725
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	484.0
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	325.0
Stopa zwrotu za 3 mc	2%
Stopa zwrotu za 6 mc	22%
Stopa zwrotu za 9 mc	83%
Akcjonariat (% głosów):	
Arcelor Mittal Poland	38.2%
STP investment	32.9%
Stalprodukt-Profil	5.4%
Pozostali	23.5%

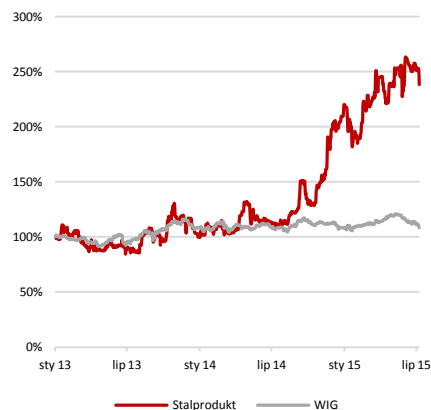
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



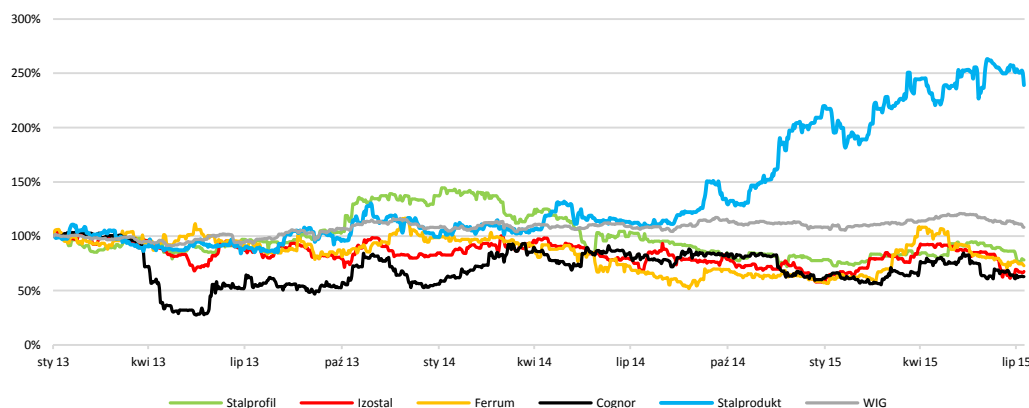
SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2015.....	11
PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY.....	14
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH	16
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU.....	17
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	18
KONSUMPCJA JAWNA STALI NA ŚWIECIE.....	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Stalprodukt był naszym zdecydowanym faworytem z grona podmiotów przemysłowych z ekspozycją na wyroby stalowe notowanych na GPW. Klimat inwestycyjny wokół spółki uległ zdecydowanej poprawie wraz z pozytywnymi odczytami wyników w segmencie cynku oraz odbudową marż w segmencie blach transformatorowych (bardzo dynamiczne wzrosty indeksów cenowych wskazujących na przyszłe lepsze cenniki wyrobów spółki). Licząc od naszej ostatniej rekomendacji Kupuj z początku września 2014 roku kurs spółki wzrósł z około 230 PLN do ponad 440 PLN.

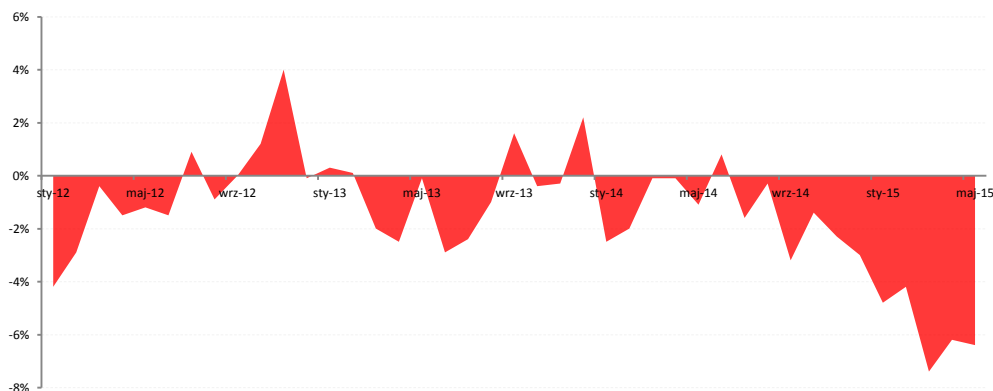
Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na stal notowanych na GPW oraz zachowanie indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Uwzględniając obecne odczyty dla indeksów cenowych głównych produktów spółki, zakładamy że najbliższe dwa kwartały (2Q i 3Q) powinny przynieść dalsze wzrosty wyniku EBITDA grupy zarówno w relacji r/r jak i q/q. W naszej projekcji najlepszym kwartałem w 2015 roku powinien być 3Q'15. W obecnej aktualizacji raportu akcentujemy jednak pogorszenie przyszłych warunków działania dla grupy. Obawiamy się bowiem, że dane za 4Q'15 będą już słabsze q/q, na co wpłynie ostatnia erozja cen cynku na rynkach światowych oraz rozpoczęta właśnie korekta na cenach blach transformatorowych. Naszym zdaniem okres 3Q'15 może przynieść erozję indeksów cenowych i nie spodziewamy się już w dalszej części 2015 roku powrotu na tegoroczne maksima. Oceniamy, że ceny blach transformatorowych są na bardzo wysokich poziomach. Z kolei trwałemu powrotowi cen cynku na wyższe pułapy nie sprzyja m.in. sytuacja na rynku producentów stali, gdzie mamy do czynienia ze spadkami cen wyrobów gotowych oraz coraz niższym średnim wykorzystaniem mocy produkcyjnych w hutach stali (w Chinach poszczególne miesiące w 2015 roku pokazują już spadki produkcji stali w ujęciu r/r). Uważamy, że istnieje wręcz ryzyko obniżenia założeń dla konsumpcji stali na świecie na 2015 rok (głównie z uwagi na Chiny) i kolejne projekcje mogą wskazywać już nawet na oczekiwany spadek konsumpcji r/r (z kontynuacją ujemnej dynamiki w 2016 roku).

Wykorzystanie mocy w hutach stali [zmiana r/r w pkt %]



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

Ceny cynku w 2015 roku [zmiana r/r; USD/t]



Ceny cynku w 2015 roku [zmiana r/r; PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ogółem na 2015 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać wynik EBITDA na poziomie prawie 463 mln PLN. Tak jak już wspominaliśmy obawiamy się, że wraz z 4Q'15 zakończy się ścieżka wzrostu EBITDA grupy w ujęciu q/q i kolejne kwartały 2016 roku mogą przynieść erozję marż w obszarach, które odpowiadały za sukces Stalproduktu w 2014 i 2015 roku. W naszym scenariuszu bazowym przyjmujemy spadek EBITDA spółki w 2016 roku do poziomu 431.5 mln PLN (z perspektywą obniżenia). Dlatego **uwzględniając skalę wzrostu kursu spółki decydujemy się na zmianę zalecenia z Kupuj na Redukuj z ceną docelową 374.2 PLN/akcję.**

Podsumowanie wyceny

		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	2.39	356.1
B	Wycena porównawcza	2.80	416.5
C	Wycena końcowa (A*0.7 +B*0.3)	2.52	374.2

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 stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4.00%. 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 2014 roku spółka zakończyła szereg inwestycji związanych z uruchomieniem produkcji blach elektrotechnicznych w gatunku HiB. Zakończenie tego projektu powinno pozwolić spółce zaoferować wysokie gatunki blach transformatorowych, których zużycie dynamicznie rośnie (m.in. ze względu na regulacje prawne związane z wykorzystaniem bardziej efektywnych materiałów, przyczyniających się do spadku zużycia energii). Zakładamy, że w segmencie blach spółka wykaże w 2015 roku wynik na pułapie ok. 139 mln PLN. Liczymy, że 2H'15 będzie korzystniejsze niż 1H'15 za sprawą dopasowania cenników sprzedaży do indeksów cenowych na światowych rynkach. Tym samym przyjęliśmy, że średni wynik w 2015 roku wyniesie 1 415 PLN/t (w 1H'15 ok. 1 256 PLN/t, a w 2H'15 średnio ok. 1 575 PLN/t). Obawiamy się, że okres 3Q'15 zapoczątkuje erozję indeksów cenowych dla blach transformatorowych i dlatego na 2016 rok zakładamy niewielki spadek rezultatów. W skali całego 2016 roku spodziewamy się zysku w kwocie ok. 135 mln PLN, czyli ok. 1 364 PLN/t (ewentualnym czynnikiem pozwalającym w przyszłości na podniesienie tych założeń może być lepszy mix produktowy; jednocześnie zwracamy uwagę, że odczyty indeksów cenowych do czerwca były bardzo wysokie).
- W segmencie cynku kontynuowane są procesy inwestycyjne mające na celu zwiększenie dywersyfikacji pozyskania surowca do przerobu w hutach w związku z krótką perspektywą eksploatacji kopalni Olkusz-Pomorzany. Spodziewamy się, że spółka może chcieć realizować małe projekty górnicze w bliskim sąsiedztwie złóż aktualnie eksploatowanych przez ZGH Bolesław. Dodatkowo istotne znaczenie będzie miało pozyskiwanie koncentratu siarczkowego z odpadów poflotacyjnych zdeponowanych na stawach osadowych, oraz zwiększenie przerobu pyłów stalowniczych. W segmencie cynku za poprawę rezultatów w 2014 roku i 1Q'15 odpowiadała wyższa cena cynku oraz umocnienie USD względem PLN. Spodziewamy się, że dane za 2Q'15 będą rekordowe z uwagi na wysoką cenę cynku oraz kurs USD. Na 3Q'15 i 4Q'15 przyjęliśmy erozję wyniku q/q z uwagi na powrót obserwowane spadki surowca. Trwałemu powrotowi cen cynku na wyższe pułapy nie sprzyja m.in. sytuacja na rynku producentów stali, gdzie mamy do czynienia ze spadkami cen wyrobów gotowych oraz coraz niższym średnim wykorzystaniem mocy produkcyjnych w hutach stali (w Chinach poszczególne miesiące w 2015 roku pokazują już spadki produkcji stali w ujęciu r/r). Ogółem spodziewamy się, że wynik segmentu w 2015 roku będzie na pułapie ok. 271 mln PLN. W 2016 roku staramy się uwzględnić ryzyka związane ze spadkiem produkcji i konsumpcji jawnej stali na świecie. Dlatego prognozowany wynik segmentu spada do ok. 245 mln PLN. W modelu przyjmujemy, że w 2018 roku dojdzie do zamknięcia kopalni Olkusz-Pomorzany, co będzie miało negatywny wpływ na poziom rentowności segmentu.
- W segmencie profili uwarunkowania rynkowe są nadal trudne ze względu na przeciętne wolumeny sprzedaży, silną konkurencję (nadpodaż mocy) oraz spadające ceny wyrobów. Dla segmentu profili zakładamy na 2015 rok płaski wynik w relacji r/r. Zwracamy uwagę, że kluczowe znaczenie dla dalszych perspektyw segmentu profili (poza uwarunkowaniami makro) będą miały zmiany po stronie konkurencji (krytycznej sytuacji płynnościowej wybranych konkurentów).
- Dług netto uwzględniła stan na koniec 2014 roku (skorygowany o wartość akcji własnych).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezyduality zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.12.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2.39 mld PLN, czyli ok. 356.1 PLN/akcję.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 168	3 211	3 303	3 212	3 178	3 177	3 210	3 245	3 281	3 317
EBIT. [mln PLN]	315.7	283.6	304.4	301.1	284.8	247.7	218.6	205.0	200.4	202.8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	60.0	53.9	57.8	57.2	54.1	47.1	41.5	38.9	38.1	38.5
NOPLAT [mln PLN]	255.8	229.8	246.5	243.9	230.7	200.6	177.0	166.0	162.3	164.2
Amortyzacja [mln PLN]	147.1	147.8	152.9	152.9	147.5	142.1	141.8	141.4	141.1	140.8
CAPEX [mln PLN]	-152.5	-201.7	-208.0	-147.1	-141.5	-126.5	-126.5	-130.2	-130.4	-135.5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-33.7	-27.0	-11.6	-6.2	-0.9	-8.5	-16.7	-8.2	-8.5	-8.7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	216.7	149	180	243	236	208	176	169	165	161
DFCF [mln PLN]	215.8	136	151	188	168	136	105	93	83	75
Suma DFCF [mln PLN]	1 352									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 300		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 069									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 421									
Dług netto [mln PLN]	26.0									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 395									
Ilość akcji [mln szt.]	6.7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	356.1									

Przychody zmiana r/r	11%	1%	3%	-3%	-1%	0%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	120%	-10%	7%	-1%	-5%	-13%	-12%	-6%	-2%	1%
Marża EBITDA	14.6%	13.4%	13.8%	14.1%	13.6%	12.3%	11.2%	10.7%	10.4%	10.4%
Marża EBIT	10.0%	8.8%	9.2%	9.4%	9.0%	7.8%	6.8%	6.3%	6.1%	6.1%
Marża NOPLAT	8.1%	7.2%	7.5%	7.6%	7.3%	6.3%	5.5%	5.1%	4.9%	5.0%
CAPEX / Przychody	4.8%	6.3%	6.3%	4.6%	4.5%	4.0%	3.9%	4.0%	4.0%	4.1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	92.7%	93.8%	94.9%	95.9%	96.7%	97.5%	97.5%	97.6%	97.6%	97.7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	7.3%	6.2%	5.1%	4.1%	3.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
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		-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
	0.8	307	319	333	351	374	405	424	448	477
	0.9	296	306	318	334	353	379	395	414	436
	1.0	285	294	305	318	335	356	369	385	403
	1.1	275	283	292	304	318	336	348	360	375
	1.2	265	273	281	291	304	319	329	339	352
	1.3	257	263	271	280	291	304	312	321	331
	1.4	249	255	261	269	279	290	297	305	314
	1.5	241	247	252	260	268	278	284	291	298
	1.6	234	239	244	251	258	267	272	278	284

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	489	456	429	416	405	394	383	365	348
	0.9	460	429	402	390	379	368	358	340	324
	1.0	435	405	379	367	356	346	336	319	304
	1.1	413	383	358	347	336	327	318	301	286
	1.2	394	365	340	329	319	310	301	285	271
	1.3	376	348	324	314	304	295	286	271	258
	1.4	360	333	310	300	290	282	273	259	246
	1.5	346	319	297	287	278	270	262	248	235
	1.6	333	307	285	276	267	259	251	238	226

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%	334	350	369	393	426	472	503	541	591
	3.5%	320	334	350	371	398	435	460	489	527
	4.0%	307	319	333	351	374	405	424	448	477
	4.5%	296	306	318	334	353	379	395	414	436
	5.0%	285	294	305	318	335	356	369	385	403
	5.5%	275	283	292	304	318	336	348	360	375
	6.0%	265	273	281	291	304	319	329	339	352
	6.5%	257	263	271	280	291	304	312	321	331
	7.0%	249	255	261	269	279	290	297	305	314

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Mediana EV/EBITDA podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi na lata 2015-2017 wynosi odpowiednio 6.2x, 5.7x i 5.2x. Decydujemy się na uwzględnienie tego mnożnika jako głównego punktu odniesienia dla Stalproduktu. Tym samym (uwzględniając równą wagę lat 2015-2017) wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na poziomie 416.5 PLN.

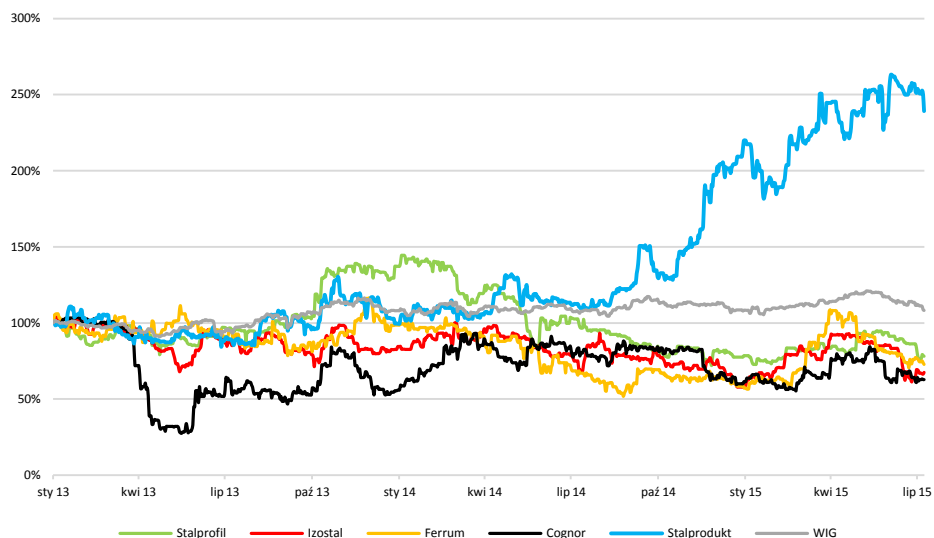
Zwracamy uwagę, że w obecnej strukturze EBITDA grupy, istotne znaczenie ma segment cynku, którego część górnicza ma krótką perspektywę eksploatacji (kopalnia Olkusz-Pomorzany). Spodziewamy się, że spółka może chcieć realizować małe projekty górnicze w bliskim sąsiedztwie złóż aktualnie eksploatowanych przez ZGH Bolesław. Dodatkowo istotne znaczenie będzie miało pozyskiwanie koncentratu siarczkowego z odpadów poflotacyjnych zdeponowanych na stawach osadowych, oraz zwiększenie przerobu pyłów stalowniczych.

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			15.5	12.0	9.3	6.2	5.7	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	
HINDUSTAN ZINC	169.9	INR	9.8	9.0	8.6	6.6	6.4	5.9	
Mediana			13.7	8.2	7.4	5.1	4.4	3.6	
Stalprofil	12.75	PLN	20.3	13.5	11.3	10.2	7.6	6.5	Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru stali notowane na GPW.
Izostal	5.0	PLN	22.5	14.1	12.7	13.0	9.6	8.4	
Ferrum	5.6	PLN	41.6	10.3	8.7	10.3	6.6	5.8	
Cognor	1.35	PLN	---	9.7	6.8	5.8	4.4	3.6	
Mediana			22.5	11.9	10.0	10.3	7.1	6.2	

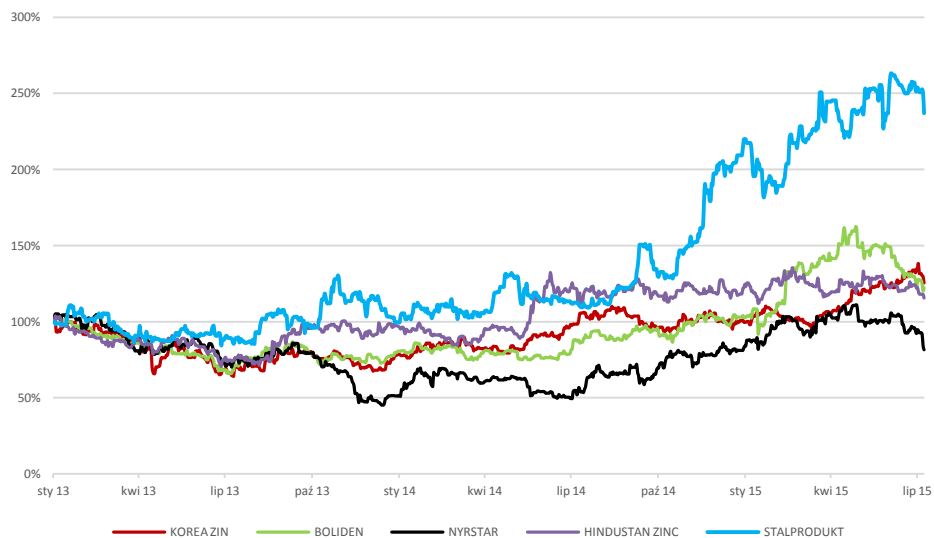
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na stal notowanych na GPW oraz zachowanie indeksu WIG



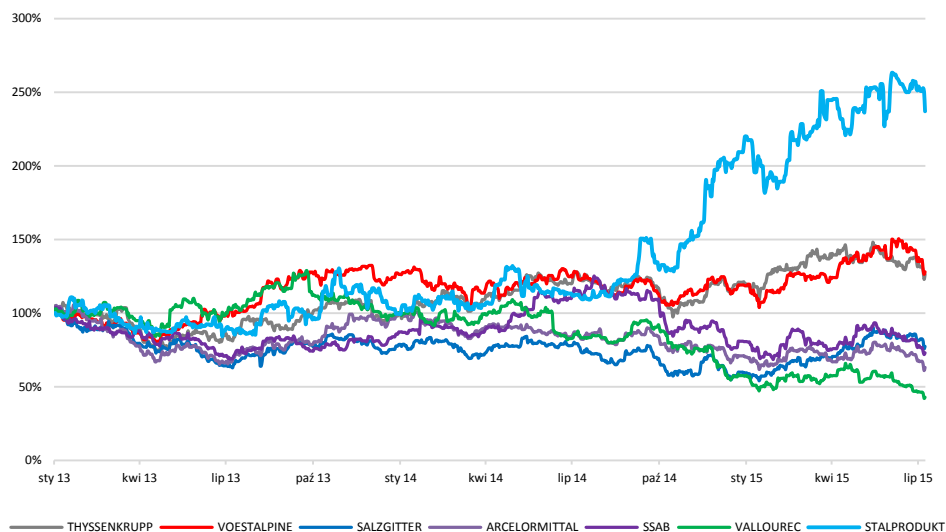
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na produkcję cynku



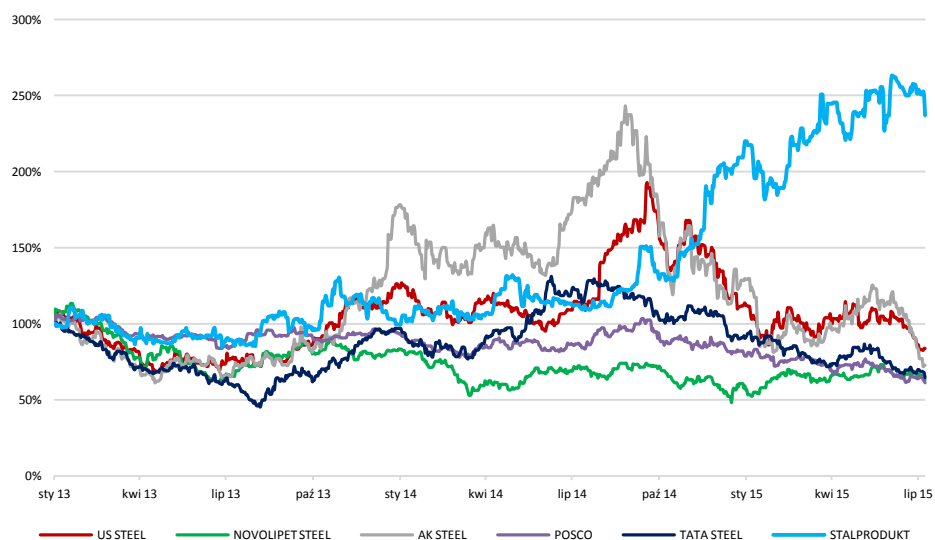
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na produkcję stali (część 1)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na produkcję stali (część 2)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2015

Wyniki spółki za 1Q'15 okazały się bardzo mocne i były lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. W segmencie blach elektrotechnicznych w 1Q'15 wzrost wolumenów sprzedaży przekroczył 22% r/r. Dodatkowo spółka działała w dużo korzystniejszym otoczeniu cenowym na swoje wyroby. Bardzo dobre rezultaty segmentu cynku wynikały z mocnych cen metali oraz poziomu USD (wolumeny sprzedaży były płaskie r/r). W obszarze profili nastąpił z kolei spadek łącznej sprzedaży wolumenowej o 5.9% r/r. Niemniej jak podaje spółka, w najważniejszej podgrupie profili zimno giętych wolumeny były płaskie r/r. Segmentowi profili nie sprzyjały jednak zdecydowanie słabe ceny wyrobów. Ogółem w 1Q'15 na poziomie skonsolidowanym przychody Stalproduktu wzrosły o 11.7% r/r do ponad 751 mln PLN. Poprawa wyników w segmencie blach i cynku pozwoliła na wykazanie w 1Q'15 zysku EBITDA na poziomie 110.2 mln PLN, a EBIT na pułapie 74.5 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka zaraportowała zysk w omawianym okresie w kwocie 42 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane Stalproduktu za 1Q'15

Dane skonsolidowane	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2Q'13-1Q'14	2Q'14-1Q'15	zmiana r/r
Przychody	672.6	751.1	11.7%	2 757.1	2 937.9	6.6%
Wynik brutto na sprzedaży	65.1	123.8	90.2%	231.3	419.0	81.2%
EBITDA	52.2	110.2	111.2%	204.0	335.8	64.7%
EBIT	18.7	74.5	299.4%	72.3	199.5	175.9%
Saldo finansowe	-1.3	-10.7	---	15.7	-17.5	---
Wynik netto	10.5	45.5	333.9%	69.9	134.3	92.3%
Wynik netto przypisany jedn. dominującej	9.1	42.0	363.3%	63.5	122.3	92.7%
Marża EBITDA	7.8%	14.7%		7.4%	11.4%	

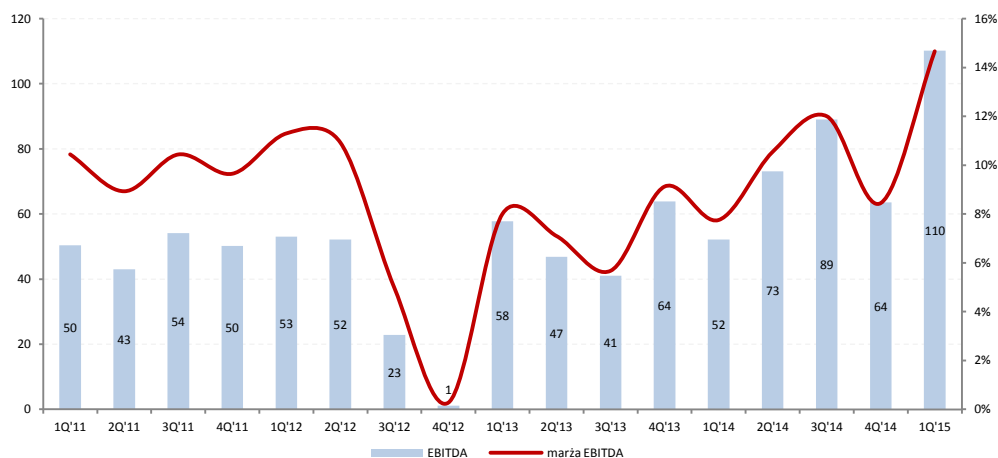
Segment blach	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2Q'13-1Q'14	2Q'14-1Q'15	zmiana r/r
Przychody	101.9	156.7	53.8%	374.0	511.2	36.7%
Wynik segmentu	5.5	29.8	437.2%	14.2	71.2	400.2%
Marża segmentu	5.4%	19.0%		3.8%	13.9%	

Segment profili	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2Q'13-1Q'14	2Q'14-1Q'15	zmiana r/r
Przychody	192.2	166.2	-13.5%	804.9	734.8	-8.7%
Wynik segmentu	10.1	4.0	-60.1%	36.4	29.6	-18.5%
Marża segmentu	5.3%	2.4%		4.5%	4.0%	

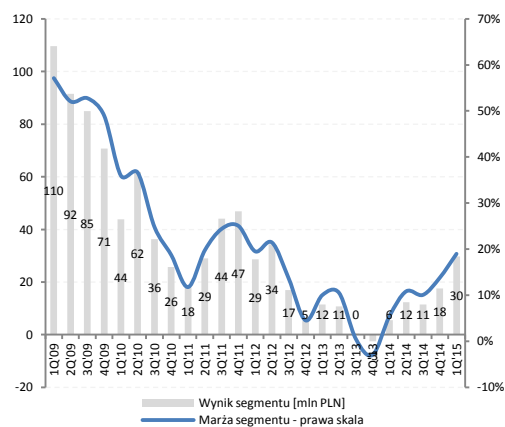
Segment cynku	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2Q'13-1Q'14	2Q'14-1Q'15	zmiana r/r
Przychody	328.2	377.8	15.1%	1 347.8	1 473.0	9.3%
Wynik segmentu	28.0	66.2	137.0%	88.7	216.7	144.4%
Marża segmentu	8.5%	17.5%		6.6%	14.7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

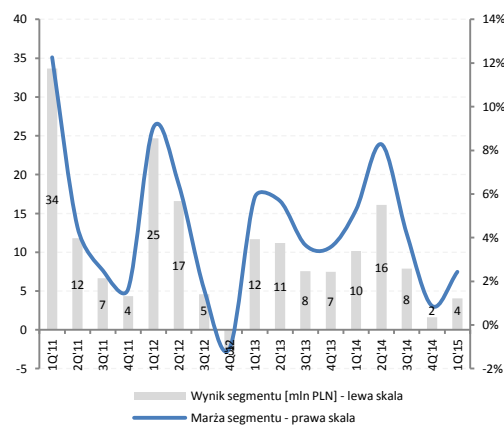
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



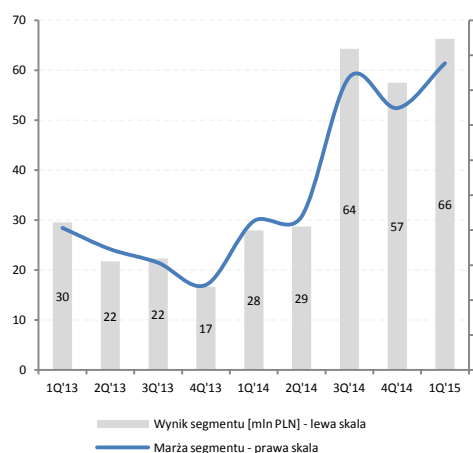
Segment blach



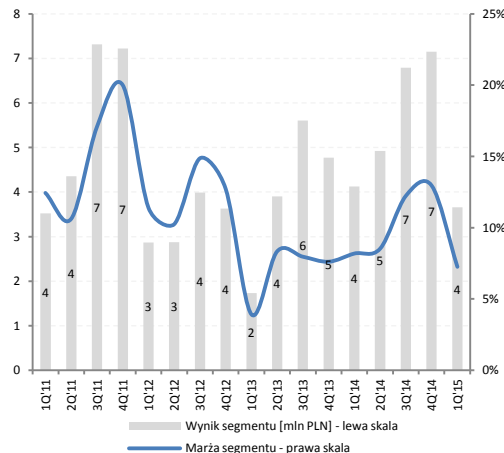
Segment profili



Segment cynku

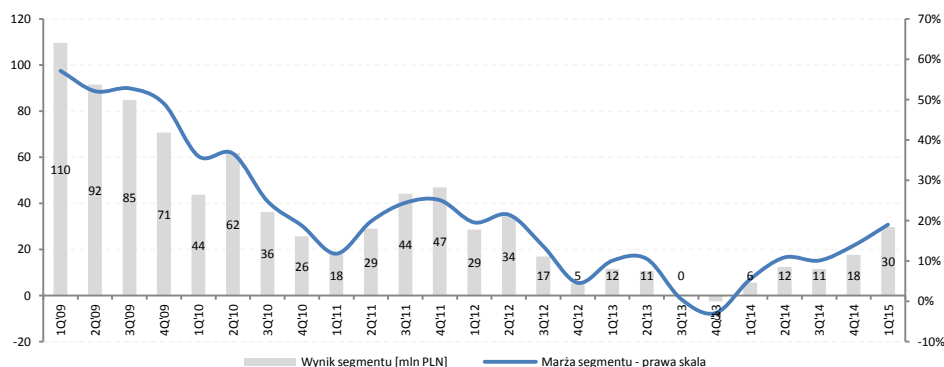


Pozostała działalność



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

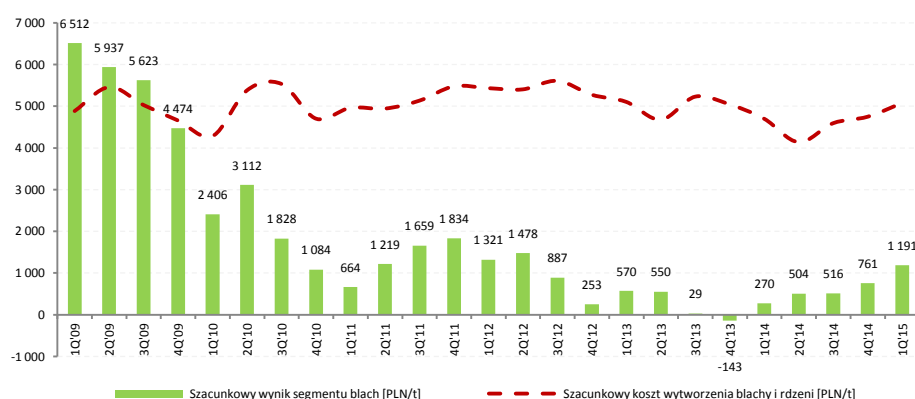
Wynik segmentu blach elektrotechnicznych w ujęciu kwartalnym



Wyniki segmentu blach były pod presją przez kilka lat do połowy 2014 roku, kiedy to nastąpiło pierwsze odbicie cen (dodatkowo spółka stara się poprawić mix sprzedażowy).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Wg naszych szacunków w 1Q'15 średni wynik w przeliczeniu na tonę w segmencie blach przekroczył 1100 PLN.

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

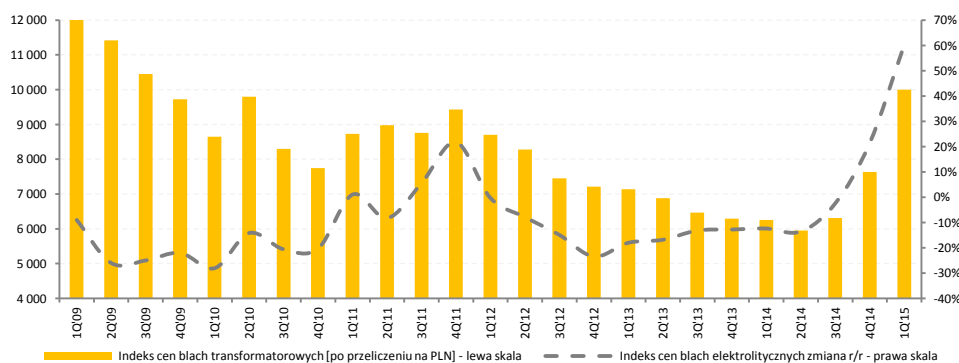
Szacunkowa różnica (cena blachy transformatorowej – cena blachy HRC) [PLN/t]



Szacunkowa różnica pomiędzy ceną blachy transformatorowej a ceną blachy HRC od 2H'14 ulegała wyraźnej poprawie. Liczymy, że kolejne kwartały będą oznaczały materializację tej tendencji.

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

Szacunkowa indeks cenowy blach transformatorowych (obliczenia BDM)



Ceny blach transformatorowych w 4Q'14 i 1Q'15 utrzymywały tendencję wzrostową. Oceniamy, że spółka z uwagi na specyfikę kontratacji sprzedaży powinna odczuwać bieżące korzystne odczyty benchmarków z pewnym opóźnieniem.

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

PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY

Pozytywne zmiany w zakresie cen na główne wyrobów spółki jakie obserwowaliśmy w 2014 roku oraz na początku 2015 roku w istotny sposób przełożyły się na raportowane wyniki. Okres 1Q'15 potwierdził umocnienie wcześniejszych pozytywnych tendencji w blachach transformatorowych, a cena cynku do czerwca'15 kontynuowała wzrosty. Zatem uwzględniając odczyty dla indeksów cenowych głównych produktów spółki, zakładamy że najbliższe dwa kwartały powinny przynieść dalsze wzrosty wyniku EBITDA grupy zarówno w relacji r/r jak i q/q. W naszej projekcji najlepszym kwartałem w 2015 roku powinien być 3Q'15. Obawiamy się jednak, że dane za 4Q'15 będą już słabsze q/q, na co wpłynie ostatnia erozja cen cynku na rynkach światowych oraz rozpoczęta korekta na cenach blach transformatorowych.

Należy mieć na uwadze, że w 2014 roku spółka zakończyła szereg inwestycji związanych z uruchomieniem produkcji blach elektrotechnicznych w gatunku HiB. Zakończenie tego projektu powinno pozwolić spółce zaferować wysokie gatunki blach transformatorowych, których zużycie dynamicznie rośnie (m.in. ze względu na regulacje prawne związane z wykorzystaniem bardziej efektywnych materiałów, przyczyniających się do spadku zużycia energii). Zakładamy, że w segmencie blach spółka wykaże w 2015 roku wynik na pułapie ok. 139 mln PLN. Liczymy, że 2H'15 będzie korzystniejsze niż 1H'15 za sprawą dopasowania cenników sprzedaży do indeksów cenowych na światowych rynkach. Tym samym przyjęliśmy, że średni wynik w 2015 roku wyniesie 1 415 PLN/t (w 1H'15 ok. 1 256 PLN/t, a w 2H'15 średnio ok. 1 575 PLN/t). Obawiamy się, że okres 3Q'15 zapoczątkuje erozję indeksów cenowych dla blach transformatorowych i dlatego na 2016 rok zakładamy niewielki spadek rezultatów. W skali całego 2016 roku spodziewamy się zysku w kwocie ok. 135 mln PLN, czyli ok. 1 364 PLN/t (ewentualnym czynnikiem pozwalającym w przyszłości na podniesienie tych założeń może być lepszy mix produktowy; jednocześnie zwracamy uwagę, że odczyty indeksów cenowych do czerwca były bardzo wysokie).

W segmencie cynku kontynuowane są procesy inwestycyjne mające na celu zwiększenie dywersyfikacji pozyskania surowca do przerobu w hutach w związku z krótką perspektywą eksploatacji kopalni Olkusz-Pomorzany. Spodziewamy się, że spółka może chcieć realizować małe projekty górnicze w bliskim sąsiedztwie złóż aktualnie eksploatowanych przez ZGH Bolesław. Dodatkowo istotne znaczenie będzie miało pozyskiwanie koncentratu siarczkowego z odpadów poflotacyjnych zdeponowanych na stawach osadowych, oraz zwiększenie przerobu pyłów stalowniczych. W segmencie cynku za poprawę rezultatów w 2014 roku i 1Q'15 odpowiadała wyższa cena cynku oraz umocnienie USD względem PLN. Spodziewamy się, że dane za 2Q'15 będą rekordowe z uwagi na wysoką cenę cynku oraz kurs USD. Na 3Q'15 i 4Q'15 przyjęliśmy erozję wyniku q/q z uwagi na powrót obserwowane spadki surowca. Trwałemu powrotowi cen cynku na wyższe pułapy nie sprzyja m.in. sytuacja na rynku producentów stali, gdzie mamy do czynienia ze spadkami cen wyrobów gotowych oraz coraz niższym średnim wykorzystaniem mocy produkcyjnych w hutach stali (w Chinach poszczególne miesiące w 2015 roku pokazują już spadki produkcji stali w ujęciu r/r). Ogółem spodziewamy się, że wynik segmentu w 2015 roku będzie na pułapie ok. 271 mln PLN. W 2016 roku staramy się uwzględnić ryzyka związane ze spadkiem produkcji i konsumpcji jawnej stali na świecie. Dlatego prognozowany wynik segmentu spada do ok. 245 mln PLN. W modelu przyjmujemy, że w 2018 roku dojdzie do zamknięcia kopalni Olkusz-Pomorzany, co będzie miało negatywny wpływ na poziom rentowności segmentu.

W obszarze profili uwarunkowania rynkowe są nadal trudne ze względu na przeciętne wolumeny sprzedaży, silną konkurencję (nadpodaż mocy) oraz spadające ceny wyrobów. Dla segmentu profili zakładamy na 2015 rok płaski wynik w relacji r/r. 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 2015 rok zakładamy, że spółka powinna wykazać wynik EBITDA na poziomie prawie 463 mln PLN. Obawiamy się, że wraz z 4Q'15 zakończy się ścieżka wzrostu EBITDA grupy w ujęciu q/q i kolejne kwartały 2016 roku mogą przynieść erozję marż w obszarach, które odpowiadały za sukces Stalproduktu w 2014 i 2015 roku. W naszym scenariuszu bazowym przyjmujemy spadek EBITDA spółki w 2016 roku do poziomu 431.5 mln PLN (z perspektywą obniżenia).

Wybrane założenia do modelu

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	672.6	693.4	741.3	752.1	751.1	813.7	813.8	789.2	2 806.5	2 858.5	3 167.9	3 210.6	3 302.7	3 211.6	3 177.7	3 176.8
segment blach	101.9	113.4	113.6	127.5	156.7	162.0	170.1	168.4	386.7	456.4	657.2	647.3	653.8	663.6	673.5	683.6
segment profili	192.2	194.5	188.4	185.6	166.2	201.3	197.9	194.9	812.4	760.8	760.3	790.7	854.0	892.4	847.8	822.4
segment cynku	328.2	327.6	383.8	383.8	377.8	389.3	379.6	370.4	1 383.2	1 423.4	1 517.2	1 511.4	1 520.8	1 374.6	1 368.3	1 368.3
Wyniki segmentów	47.8	62.1	90.4	83.9	103.7	124.9	127.2	115.9	164.4	284.1	471.7	452.6	472.9	461.2	433.1	386.8
segment blach	5.5	12.3	11.5	17.6	29.8	32.3	40.4	36.8	20.2	47.0	139.3	135.1	137.0	139.0	141.0	143.0
segment profili	10.1	16.1	7.9	1.6	4.0	8.1	11.9	11.7	37.9	35.7	35.7	43.5	53.4	55.8	53.0	49.3
segment cynku	28.0	28.8	64.3	57.5	66.2	77.2	67.0	60.8	90.3	178.4	271.1	245.4	252.4	238.3	210.3	161.2
EBITDA	52.2	73.1	89.0	63.5	110.2	120.3	125.4	107.0	209.6	278.9	462.9	431.5	457.3	454.0	432.3	389.8
EBIT	18.7	40.4	55.1	29.5	74.5	83.5	88.3	69.5	80.7	143.4	315.7	283.6	304.4	301.1	284.8	247.7
Saldo finansowe	-1.3	-2.2	-7.9	3.2	-10.7	-2.6	-1.0	-0.7	16.1	-8.0	-14.9	0.2	5.2	10.7	18.2	25.1
Wynik netto	9.1	29.6	26.0	24.6	42.0	61.9	66.8	51.7	72.8	91.1	222.4	216.3	236.8	239.4	233.8	212.0
marża segmentu blach	5.4%	10.9%	10.1%	13.8%	19.0%	20.0%	23.8%	21.8%	5.2%	10.3%	21.2%	20.9%	21.0%	21.0%	20.9%	20.9%
marża segmentu profili	5.3%	8.3%	4.2%	0.9%	2.4%	4.0%	6.0%	6.0%	4.7%	4.7%	4.7%	5.5%	6.3%	6.3%	6.3%	6.0%
marża segmentu cynku	8.5%	8.8%	16.7%	15.0%	17.5%	19.8%	17.6%	16.4%	6.5%	12.5%	17.9%	16.2%	16.6%	17.3%	15.4%	11.8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

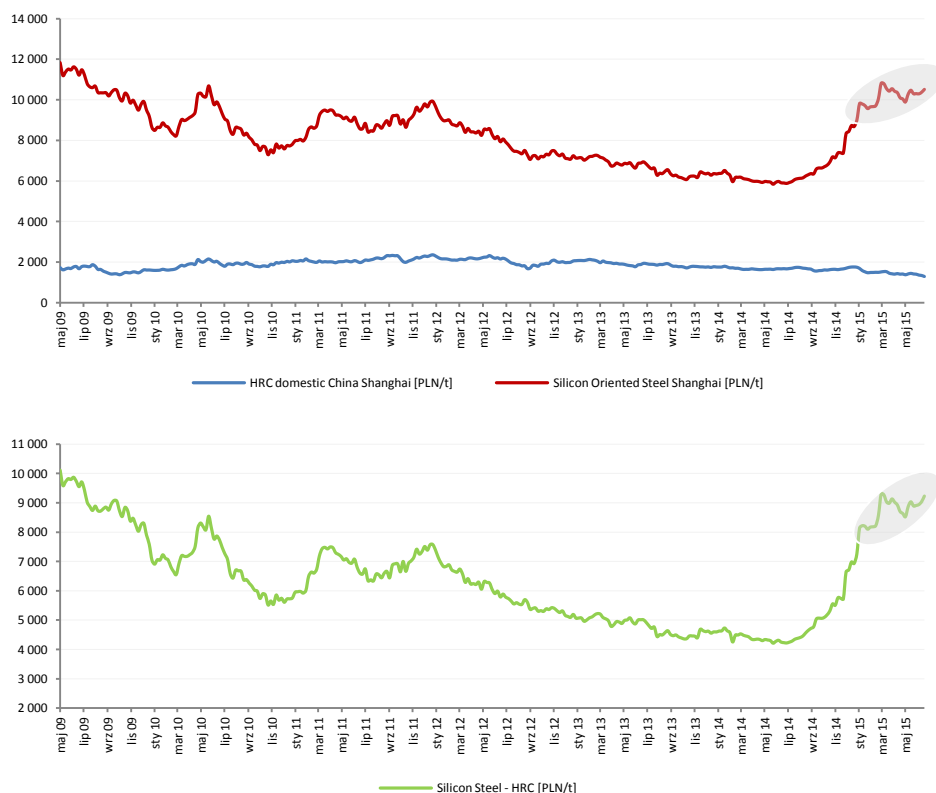
Zmiana do prognoz (w porównaniu z raportem z 05.09.2014 roku)

	2015 stare	2015 nowe	zmiana r/r	2016 stare	2016 nowe	zmiana r/r	2017 stare	2017 nowe	zmiana r/r
Przychody	2982	3168	6%	3137	3211	2%	3248	3303	2%
segment blach	503	657	31%	533	647	21%	554	654	18%
segment profili	823	760	-8%	905	791	-13%	977	854	-13%
segment cynku	1408	1517	8%	1425	1511	6%	1436	1521	6%
Wyniki segmentów	317	472	49%	347	453	30%	309	473	53%
segment blach	73	139	92%	85	135	60%	90	137	52%
segment profili	54	36	-33%	59	43	-26%	64	53	-16%
segment cynku	165	271	65%	175	245	40%	126	252	100%
EBITDA	354	463	31%	402	431	7%	380	457	20%
EBIT	214	316	48%	259	284	10%	231	304	32%
Wynik netto	164	222	35%	204	216	6%	184	237	29%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

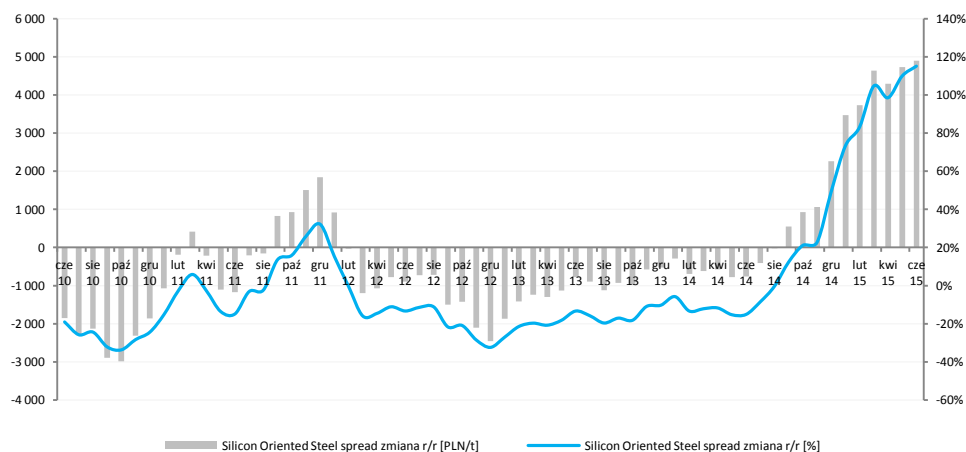
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH

Relacje cenowe – blacha transformatorowa i HRC (Shanghai)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana spreadu cena blachy transformatorowej i HRC (Shanghai)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W 3Q'14 było widać pierwsze optymistyczne sygnały świadczące o powolnym podnoszeniu cen blach transformatorowych.

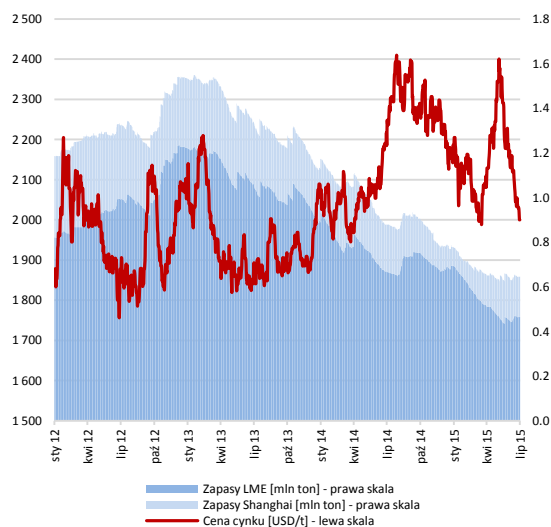
Końcówka 2014 roku i 1Q'15 przyniosły bardzo dynamiczny wzrost indeksu cen blach transformatorowych !!! Odczyty za 2Q'15 wskazują, że ceny utrzymywały się na podobnych pułapach w relacji q/q. **Obawiamy się, że okres 3Q'15 przyniesie erozję indeksów cenowych i nie spodziewamy się już w dalszej części 2015 roku powrotu na tegoroczne maksima** (należy mieć na uwadze, że indeks oddaje jedynie częściowe dane z wąskiego asortymentu blach o najwyższej jakości).

Znacznej poprawie uległ spread pomiędzy produktem finalnym spółki, co obrazuje indeks Silicon Steel a blachą wsadową, co odzwierciedla indeks HRC. Powinno to mieć istotne pozytywne przełożenie na rezultaty spółki w najbliższych kwartałach (okres 2H'15 powinien być lepszy niż 1H'15).

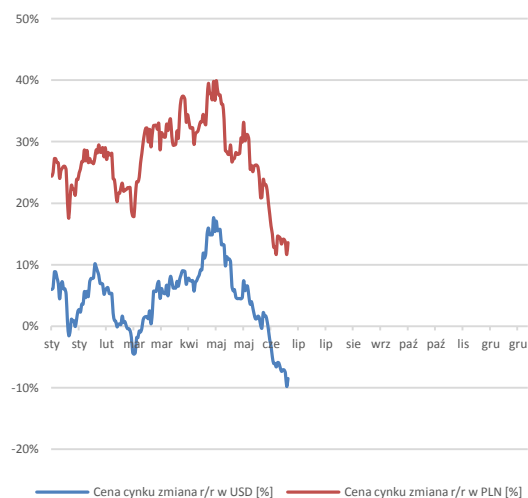
Szacujemy, że w 2Q'15 modelowa różnica pomiędzy ceną Silicon Steel a HRC wyniosła ponad 8.5 tys. PLN (w 2Q'15 ok. 4.5 tys. PLN), podczas gdy w 1Q'15 było to na pułapie ponad 8 tys. PLN, a w 4Q'14 niespełna 6 tys. PLN.

STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU

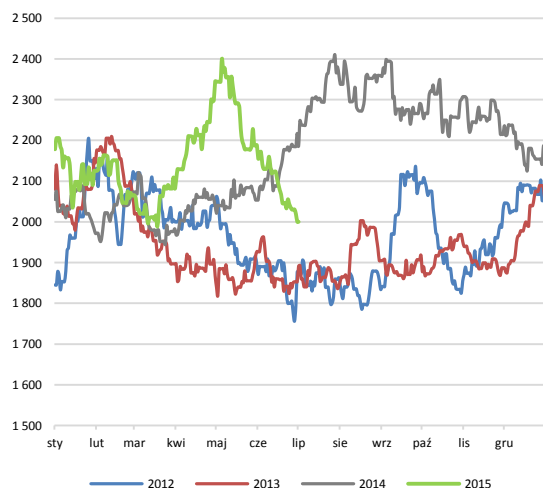
Cena cynku oraz zapasy cynku na LME oraz w Shanghaju



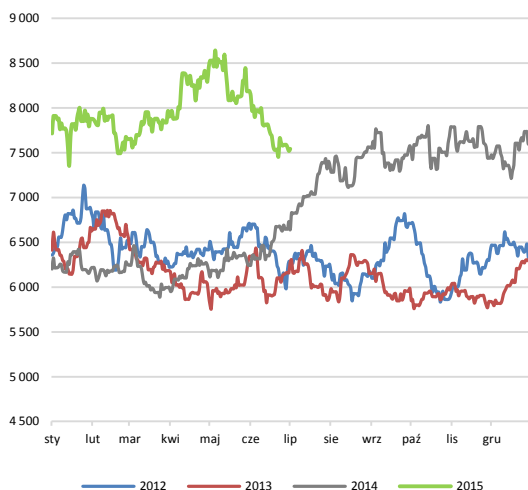
Zmiana r/r cen cynku w 2015 w ujęciu USD i PLN



Cena cynku w latach 2012-2015 (wykresy nałożone) [USD/t]

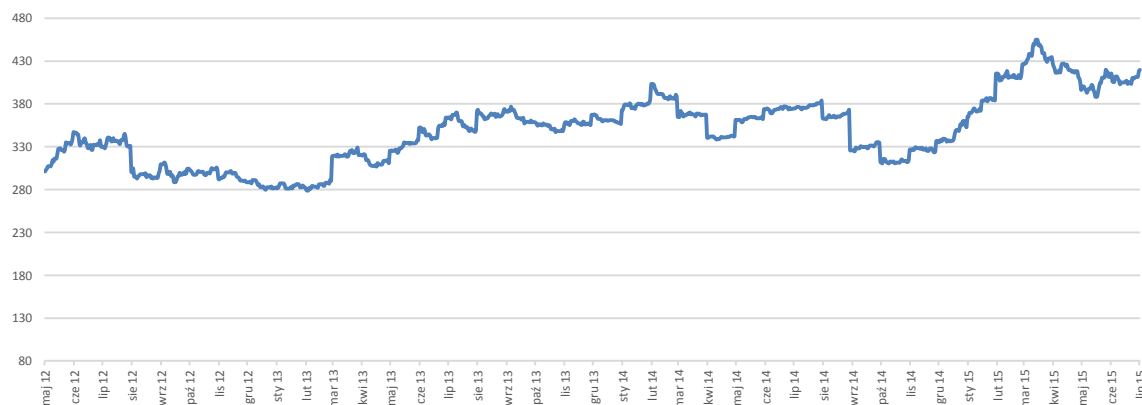


Cena cynku w latach 2012-2015 (wykresy nałożone) [PLN/t]



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

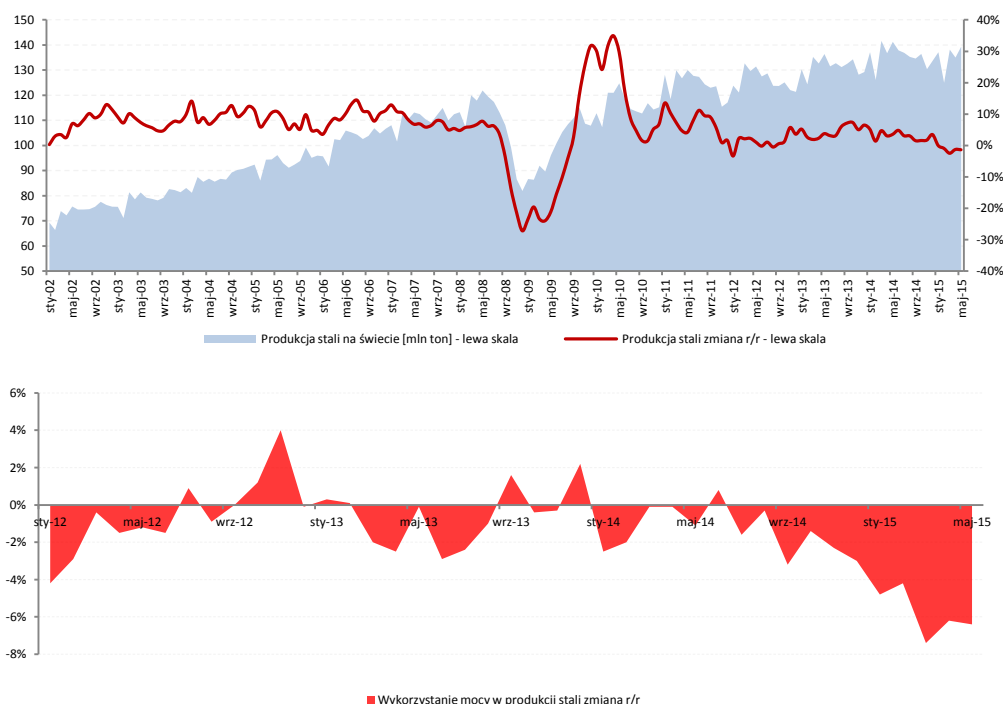
Metal premium [PLN/t] - Rotterdam



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

PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



Produkcja stali w 2014 roku wzrosła o ok. 3.1% r/r i wyniosła 1.63 mld ton.

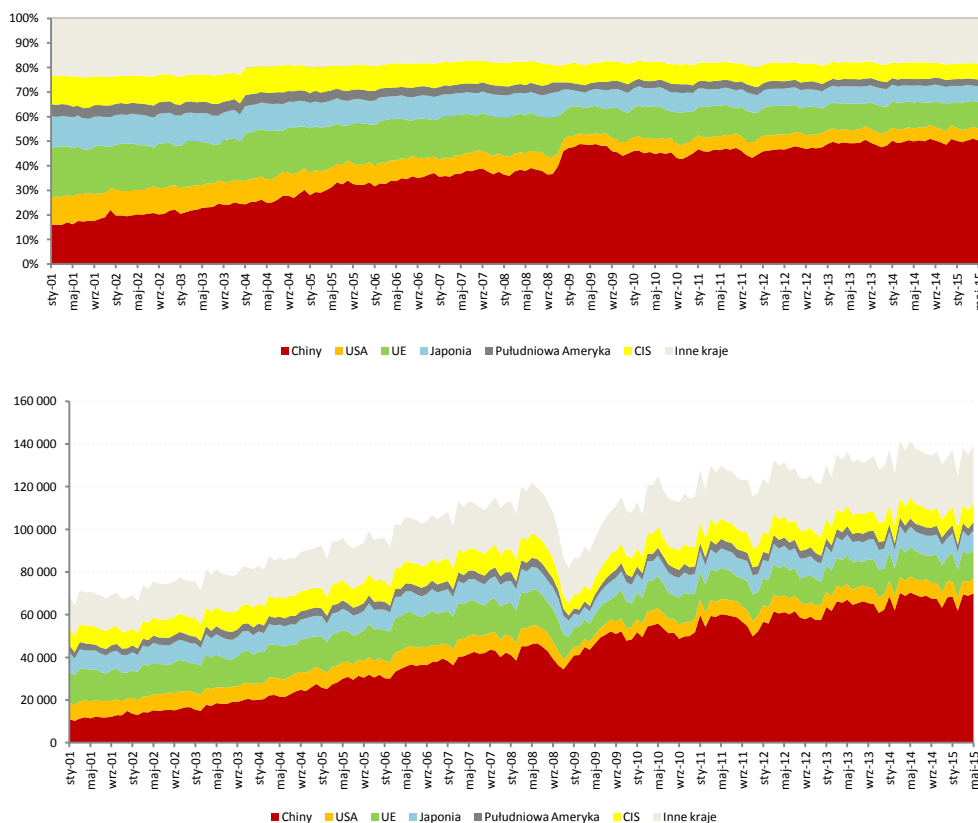
Okres 1Q'15 przyniósł pierwsze spadki wolumenów produkcji w ujęciu r/r licząc od połowy 2012 roku. Z danych WSA wynika, że w 1Q'15 produkcja na świecie skurczyła się o 1.2%, w kwietniu i maju odczyt wyniósł ok. -1.3%.

Jak podaje WSA w 2014 roku średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło ok. 76.7%, podczas gdy w 2013 roku był to poziom ok. 78.4%.

W okresie styczeń-maj'15 średnie wykorzystanie mocy wynosiło 71.8% (w analogicznym okresie 2014 roku było to 77.6%). Jest to sytuacja destabilizująca poszczególne rynki lokalne.

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

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



Od kilku lat zauważalna jest dominująca rola Chin w produkcji stali. W 2001 roku Chiny odpowiadały za ok. 18.1% produkcji światowej, w 2007 roku udział Chin wyniósł już 37% w światowej produkcji, a w 2014 roku było to już ok. 50%.

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

Udział największych producentów z UE w światowym rynku w 2007 roku wynosił 15.9%, w 2011 roku było to 11.9%, a w 2014 roku udział w światowej produkcji spadł do ok. 10.4% (spadek 0.1 pkt % r/r).

Polska w 2014 roku odpowiadała za ok. 0.5% produkcji światowej i ok. 5.1% produkcji w UE(28).

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

KONSUMPCJA JAWNA STALI NA ŚWIECIE

W aktualnych projekcjach Arcelor Mittal obniżył założenia dla konsumpcji jawnej stali na świecie. Obecnie spółka przewiduje, że zużycie jawne stali na świecie wzrośnie w 2015 roku w przedziale +0.5% do +1.5%. Rewizja in minus dotyczy głównie USA oraz uwzględnia słabszą dynamikę wzrostu w Chinach. Arcelor Mittal podtrzymał założenia dla obszaru UE(28). **Uważamy, że istnieje ryzyko kolejnego obniżenia założeń dla konsumpcji stali na świecie na 2015 rok (głównie z uwagi na Chiny) i kolejne projekcje mogą wskazywać już nawet na spadek r/r (z kontynuacją ujemnej dynamiki w 2016 roku).**

Prognoza zużycia jawnego stali na 2015 rok (oczekiwania Arcelor Mittal)

	13-lut-15 2015P	12-maj-15 2015P	komentarz
UE (28)	+1.5% / +2.5%	+1.5% / +2.5%	bez zmian
Chiny	+1.5% / +2.5%	+0.5% / +1.5%	obniżenie
USA	-1.0% / +0%	-3.0% / -2%	obniżenie
Świat	+1.5% / +2.0%	+0.5% / +1.5%	obniżenie

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

Z założeń przedstawionych przez WSA w 2015 roku światowa konsumpcja jawna powinna wzrosnąć o ok. 0.5% r/r, przy założeniu, że w Chinach dojdzie do spadku zużycia o 0.5%. Najwyższą dynamikę wzrostu konsumpcji stali WSA przewiduje dla obszaru UE(28), gdzie w latach 2015-2016 dynamika wzrostu powinien wynieść odpowiednio 2.1% i 2.8%.

Prognoza zużycia jawnego stali na 2015-2016 (oczekiwania WSA)

Regiony gospodarcze	2014	zmiana r/r [%]	2015P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
UE (28)	146,8	4,5	149,9	2,1	154,1	2,8
CIS	56,5	-4,9	52,4	-7,3	52,2	-0,3
NAFTA	144,6	11,3	143,3	-0,9	145,1	1,3
Azja i Oceania	1 015,60	-1	1 021,50	0,6	1 030,40	0,9
Świat razem	1 537,30	0,6	1 544,40	0,5	1 565,50	1,4
Świat bez Chin	826,6	4,2	837,2	1,3	861,8	2,9
Wybrane kraje	2014	zmiana r/r [%]	2015P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
Chiny	710,8	-3,3	707,2	-0,5	703,7	-0,5
USA	106,9	11,7	106,5	-0,4	107,2	0,7
Indie	75,3	2,2	80	6,2	85,8	7,3
Japonia	67,5	3,5	65,9	-2,4	66,6	1,1
Korea Płd	55,4	7	56,9	2,7	58	2
Rosja	43,1	-1,4	40,2	-6,7	39,6	-1,6
Niemcy	39,2	3	39,8	1,5	40,7	2,3
Turcja	30,7	-1,8	31,7	3	32	1,1
Brazylia	24,6	-6,8	22,7	-7,8	23,4	3,1
Meksyk	22,5	11,7	23,1	2,6	24	3,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., WSA

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody	1 809	2 807	2 859	3 168	3 211	3 303	3 212	3 178	3 177	3 210	3 245	3 281
segment blach	545	387	456	657	647	654	664	674	684	694	704	715
segment profili	1 047	812	761	760	791	854	892	848	822	831	839	847
segment cynku		1 383	1 423	1 517	1 511	1 521	1 375	1 368	1 368	1 368	1 368	1 368
Wynik segmentów	146	164	284	472	453	473	461	433	387	364	354	352
segment blach	85	20	47	139	135	137	139	141	143	145	147	149
segment profili	43	38	36	36	43	53	56	53	49	48	48	49
segment cynku		90	178	271	245	252	238	210	161	133	119	112
EBITDA	129	210	279	463	431	457	454	432	390	360	346	341
EBIT	75	81	143	316	284	304	301	285	248	219	205	200
Przychody finansowe	12	31	20	19	38	41	44	50	54	57	60	63
Koszty finansowe	10	14	28	34	38	36	33	31	29	27	27	27
Wynik brutto	77	97	135	301	284	310	312	303	273	249	238	236
Podatek dochodowy	17	19	34	63	54	59	59	58	52	47	45	45
Wynik dla akcjonariuszy	63	73	91	222	216	237	239	234	212	194	186	185
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Aktywa trwałe	1 370	1 914	1 934	1 909	1 963	2 018	2 012	2 006	1 990	1 975	1 964	1 953
Inwestycje dl term	306	54	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Dl aktywa finansowe	306	48	54	52	52	52	52	52	52	52	52	52
Aktywa z tyt odroczonego podatku	2	16	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Inne rozliczenia mo	0	8	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Aktywa obrotowe	706	1 078	1 211	1 519	1 623	1 748	1 895	2 012	2 095	2 184	2 271	2 362
Zapasy	328	507	579	590	598	597	607	609	618	633	640	647
Należności kr term	294	410	389	460	484	525	528	522	522	528	533	539
Inwestycje kr term	78	152	229	447	519	604	738	858	933	1 000	1 075	1 153
Kr term rozliczenia mo	7	9	14	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Aktywa razem	2 076	2 992	3 145	3 428	3 585	3 766	3 907	4 018	4 086	4 159	4 235	4 315
Kapitał własny	1 577	1 756	1 847	2 046	2 229	2 411	2 575	2 720	2 818	2 887	2 959	3 034
Zobowiązani i rezerwy	499	1 236	1 298	1 382	1 357	1 355	1 332	1 298	1 268	1 272	1 276	1 280
Rezerwy na zobowiązania	21	213	247	266	266	266	266	266	266	266	266	266
Zobowiązania dl term	121	158	119	122	122	122	122	122	122	122	122	122
Zobowiązania kr term	356	564	623	691	666	664	641	607	577	581	585	590
Zobowiązania warunkowe z tyt ZGH	0	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Rozliczenia mo	1	4	12	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Pasywa razem	2 076	2 992	3 145	3 428	3 585	3 766	3 907	4 018	4 086	4 159	4 235	4 315
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CF operacyjny	256	222	203	367	351	392	399	392	355	327	326	324
CF inwestycyjny	-358	-135	-161	-149	-202	-208	-147	-141	-126	-127	-130	-130
CF finansowy	101	-53	15	-13	-77	-99	-118	-131	-153	-133	-121	-116
CF netto razem	0	34	57	205	72	85	134	120	75	67	75	78
Środki pieniężne eop	77	112	169	374	446	531	665	785	860	928	1 003	1 081

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cena [PLN]	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440
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
Mkt Cap [mln PLN]	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959
BVPS	234.5	261.2	274.6	304.3	331.4	358.4	382.9	404.4	419.0	429.3	439.9	451.2
EPS	9.4	10.8	13.5	33.1	32.2	35.2	35.6	34.8	31.5	28.9	27.7	27.5
CEPS	17.5	30.0	33.7	55.0	54.1	57.9	58.3	56.7	52.7	49.9	48.7	48.5
P/E	46.6	40.7	32.5	13.3	13.7	12.5	12.4	12.7	14.0	15.2	15.9	16.0
EV/EBITDA	23.4	14.4	10.8	6.1	6.3	5.7	5.4	5.3	5.6	5.9	5.9	5.8
EV/EBIT	40.2	37.5	21.0	9.0	9.6	8.6	8.2	8.1	8.9	9.8	10.0	9.9
P/BV	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Dywidenda [mln PLN]	1.8	7.7	4.0	13.3	47.5	69.0	87.8	101.0	122.7	132.6	120.9	115.6
DPS [PLN]	0.3	1.1	0.6	2.0	7.1	10.3	13.1	15.0	18.2	19.7	18.0	17.2
DYield	0.1%	0.3%	0.1%	0.4%	1.6%	2.3%	3.0%	3.4%	4.1%	4.5%	4.1%	3.9%
EV [mln PLN]	3 019	3 023	3 016	2 837	2 735	2 620	2 456	2 306	2 201	2 134	2 059	1 981
Dług netto [mln PLN]	60	64	57	-122	-224	-339	-503	-653	-758	-825	-900	-978
Dług % [mln PLN]	138	185	226	252	222	192	162	132	102	102	102	102

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 stala

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
redukuj	374.2	kupuj	292.1	09.07.2015	440	51 659
kupuj	292.1	---		05.09.2014	231	54 250

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	33%
Trzymaj	1	33%
Redukuj	1	33%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę 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.

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 portfelową 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 portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 09.07.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.07.2015 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 uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w 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.

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 na dzień 09.07.2015 roku:

- 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 pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.