



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

Stalprodukt będzie miał bardzo wymagającą bazę porównawczą EBITDA z 2015 roku i każdy kolejny odczyt kwartalny za 2016 rok może przynieść istotną erozję r/r. Uwzględniając nasze zaktualizowane prognozy dla spółki zdecydowaliśmy się utrzymać zalecenie Redukuj i obniżamy cenę docelową do 290 PLN/akcję. Przy naszych prognozach i cenie docelowej, Stalprodukt będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2016-2017 na poziomie 7.6x i 6.0x.

Rezultaty za 3Q'15 okazały się wyjątkowo dobre dla grupy. Oceniamy, że była to kumulacja dwóch czynników: nałożenia się wciąż dobrych rezultatów z segmentu cynku oraz silnej poprawy marż w obszarze blach transformatorowych. Uwzględniając efekt dźwigni, wynik segmentu blach w 3Q'15 wzrósł do 62.3 mln PLN i był to najwyższy odczyt od 4Q'09. Jak już wspominaliśmy, w 3Q'15 wciąż dobre rezultaty pokazał segment cynku. Przychody segmentu wzrosły o 6.4% r/r, czyli do 408.5 mln PLN. Wolumen sprzedaży cynku był płaski q/q, spadek nastąpił w sprzedaży ołowiu, z kolei wyższa sprzedaż ilościowa dotyczyła metalu Dore'a. Należy zauważyć, że rentowność segmentu była niższa q/q i odczuwalne były już spadki cen cynku na rynkach światowych. Oceniamy, że erozja wyników segmentu jest neutralizowana przez wdrożoną politykę zabezpieczeń. W 3Q'15 spadek przychodów w segmencie profili przekroczył 15.1% r/r i wynik dywizji profili był na poziomie 5.6 mln PLN (w 3Q'14 było to ok. 7.9 mln PLN). Skonsolidowane przychody grupy w 3Q'15 wzrosły o 8% r/r do ponad 800 mln PLN. Poprawa wyników w segmencie blach i dobre marże w segmencie cynku pozwoliły na wykazanie EBITDA na poziomie prawie 121 mln PLN, a EBIT na pułapie 85.1 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka pokazała zysk w omawianym okresie w kwocie 66 mln PLN.

W raporcie analitycznym z lipca'15 sygnalizowaliśmy możliwość pogorszenia się perspektyw dla wyników spółki i wskazywaliśmy na duże prawdopodobieństwo obniżenia założeń wynikowych na 2016 rok, co w obecnej aktualizacji dokonujemy. Obawiamy się, że od 1Q'16 zarówno segment cynku jak i blach mogą pokazać odczuwalny spadek marż. W obszarze blach kluczowe znaczenie może mieć wprowadzenie minimalnej ceny importowej blach transformatorowych do UE (październikowe zmiany są mniej korzystne dla Stalproduktu niż wcześniejsze stawki tymczasowe z maja'15). Z kolei w dywizji cynku kluczowym ryzykiem jest utrzymanie obecnych niskich cen cynku lub ich dalsza erozja. W całym 2015 roku oczekujemy, że EBITDA grupy wyniesie niespełna 430 mln PLN. Na 2016 rok zakładamy, że dojdzie do spadku EBITDA do poziomu 277 mln PLN. Zgodnie z przyjętymi założeniami dla średnioterminowych cen cynku przyjmujemy docelową odbudowę marż w tym segmencie, co wraz z lepszymi wynikami z obszaru blach od 2017 roku, powinno pozwolić na powrót EBITDA do pułapu 360 mln PLN.

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	2 807	2 859	3 117	2 992	3 168	3 232
EBITDA [mln PLN]	210	279	427	277	360	429
EBIT [mln PLN]	81	143	283	125	193	247
Wynik netto [mln PLN]	73	91	211	109	151	191
P/BV	1.2x	1.2x	1.0x	1.1x	1.0x	1.0x
P/E	29.5x	23.6x	10.1x	19.7x	14.2x	11.2x
EV/EBITDA	10.5x	7.9x	5.1x	8.3x	6.5x	5.2x
EV/EBIT	27.4x	15.4x	7.6x	18.3x	12.1x	9.0x

REDUKUJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 290.0 PLN

27 LISTOPAD 2015

Wycena końcowa [PLN]	290.0
Potencjał do wzrostu / spadku	-9.1 %

Cena rynkowa [PLN]	319.0
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]	278.15

Stopa zwrotu za 3 mc	-13%
Stopa zwrotu za 6 mc	-31%
Stopa zwrotu za 9 mc	-23%

Akcjonariat (% głosów):

Arcelor Mittal Poland	38.2%
STP investment	32.9%
Stalprodukt-Profil	5.4%
Pozostali	23.5%

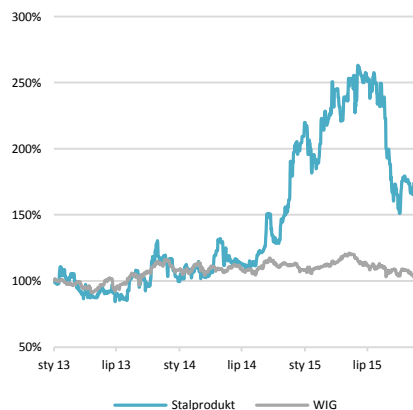
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



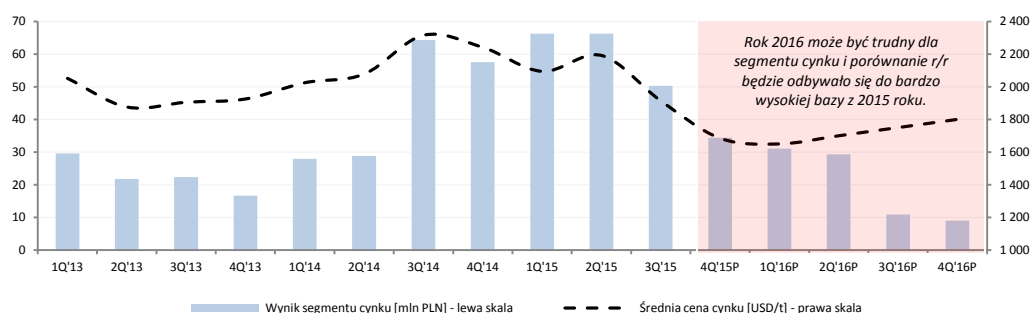
SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q 2015.....	10
PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY.....	13
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH	15
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU.....	16
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	17
KONSUMPCJA JAWNA STALI NA ŚWIECIE.....	18
CŁA ANTYDUMPINGOWE NA PRZYWÓZ DO UE WYRÓBÓW PŁĄSKICH ZE STALI KRZEMOWEJ ELEKTROTECHNICZNEJ O ZIARNACH ZORIENTOWANYCH.....	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

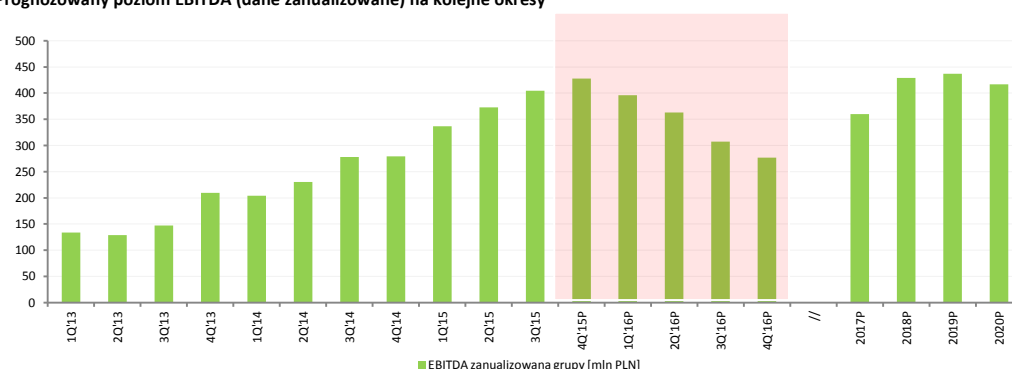
W raporcie analitycznym z lipca'15 zmieniliśmy nasze nastawienie do spółki (rekomendacja Redukuj) i sygnalizowaliśmy możliwość pogorszenia się perspektyw dla dalszych wyników spółki. W naszych lipcowych projektach wskazywaliśmy na duże prawdopodobieństwo obniżenia założeń wynikowych na 2016 rok, co w obecnej aktualizacji dokonujemy. Obawiamy się, że od 1Q'16 zarówno segment cynku jak i blach mogą pokazać spadek marż. W obszarze blach kluczowe znaczenie może mieć wprowadzenie minimalnej ceny importowej blach transformatorowych do UE (październikowe zmiany są mniej korzystne dla Stalproduktu niż wcześniejsze stawki tymczasowe z maja'15). Z kolei w dywizji cynku kluczowym ryzykiem jest utrzymanie obecnych niskich cen cynku lub ich dalsza erozja. W całym 2015 roku oczekujemy, że EBITDA grupy wyniesie niespełna 430 mln PLN. Na 2016 rok zakładamy, że dojdzie do spadku EBITDA do poziomu 277 mln PLN. Zgodnie z przyjętymi założeniami dla średnioterminowych cen cynku przyjmujemy docelową odbudowę marż w tym segmencie, co wraz z lepszymi wynikami z obszaru blach od 2017 roku, powinno pozwolić na powrót EBITDA do pułapu 360 mln PLN.

Prognostyczna ścieżka erozji wyników segmentu cynku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognostyczny poziom EBITDA (dane zanalizowane) na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podsumowując, trudna sytuacja na rynku stali sprowadziła już wyniki wielu podmiotów z grupy porównawczej do bardzo niskich pułapów (z potencjałem do odbudowy). Należy mieć na uwadze, że w przeciwieństwie do większości podmiotów z branży producentów stali, Stalprodukt będzie miał bardzo wymagającą bazę porównawczą EBITDA z 2015 roku i każdy kolejny odczyt kwartalny za 2016 rok może przynieść istotną erozję r/r. Uwzględniając nasze zaktualizowane prognozy dla spółki zdecydowaliśmy się utrzymać zalecenie Redukuj i obniżamy cenę docelową do 290 PLN/akcję. Przy naszych prognozach i cenie docelowej, Stalprodukt będzie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2016-2017 na poziomie 7.6x i 6.0x.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	1.69	299.9
B	Wycena porównawcza	1.51	267.0
C	Wycena końcowa (A*0.7 + B*0.3)	1.64	290.0

Uwzględniamy skup 1.075 mln szt. akcji własnych i ich umorzenie

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):

- Stalprodukt korzysta na wzroście cen blach elektrotechnicznych, co sygnalizowaliśmy już w poprzednich raportach. Także 4Q'15 powinien być udany dla tej dywizji biznesowej (m.in. zważywszy na specyfikę kontraktacji). Dlatego w 2015 roku wynik segmentu może wynieść ok. 170 mln PLN. Od 1Q'16 zakładamy w modelu pogorszenie rentowności, co jest konsekwencją dwóch czynników: i) oczekiwanego spadku cen blach na rynkach światowych, ii) wprowadzeniu nowych regulacji importowych do UE, które są mniej korzystne niż wprowadzone przez Komisję Europejską bariery tymczasowe ogłoszone w maju'15 (szczegółowe regulacje opisaliśmy w osobnym rozdziale). Liczymy, że na początku 2017 roku impulsem do poprawy rentowności może być poprawa mixu sprzedażowego (wyższy udział HiB).
- 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 (ale warunkiem koniecznym są odpowiednie ceny cynku). Dodatkowo istotne znaczenie będzie miało pozyskiwanie koncentratu siarczkowego z odpadów poflotacyjnych zdeponowanych na stawach osadowych, oraz zwiększenie przerobu pyłów stalowniczych. Średnia cena cynku w 3Q'15 była niższa o ponad 330 USD/t aniżeli w 2Q'15. Oznacza to erozję cen o ok. 1 100 PLN/t w trakcie krótkiego okresu czasu. Odczyty za 4Q'15 wskazują, że cena cynku zeszła na tegoroczne minima i oscyluje obecnie w okolicy 1 580 USD/t, czyli 6 300 PLN/t. Spoglądając na wcześniejsze dane prezentowane przez spółkę, przyjmujemy, że ZGH wprowadziło szereg zabezpieczeń przed spadkami cen cynku. Zakładamy, że polityka zabezpieczeń będzie w odczuwalny sposób amortyzować potencjalny efekt spadku marży segmentu do przełomu 1/2H'16 (z coraz mniejszym efektem). W całym 2015 roku oczekujemy, że segment cynku wypracuje wynik na poziomie ok. 217 mln PLN. Kolejne kwartały 2016 roku mogą być coraz słabsze w ujęciu r/r (okres 1H'16 przy przyjętej ścieżce odbudowy cen cynku może być silniejszy niż 2H'16) i w modelu oczekujemy wyniku na poziomie ok. 80 mln PLN. Uwzględniając stopniową odbudowę cen cynku na lata 2017-2018 przewidujemy wzrost zysku segmentu do odpowiednio 121 i 141 mln PLN.
- 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 spadek wyniku w relacji r/r do 25.6 mln PLN. Oczekujemy, że w 2016 roku dojdzie do poprawy rentowności działalności z uwagi na wyższą sprzedaż barier drogowych, z kolei w pozostałych asortymentach może to być kolejny trudny rok dla spółki. Niemniej liczymy na poprawę wyniku segmentu profili do prawie 35 mln PLN.
- W modelu uwzględnimy w 4Q'15 oraz w 2016 roku skup akcji własnych (zdematerializowanych akcji imiennych uprzywilejowanych) w trzech transzach w celu umorzenia (łącznie 1.075 mln sztuk). Zatem liczba akcji do wyliczenia ceny docelowej wynosi 5.65 mln szt.
- Dług netto uwzględnia stan na koniec 2014 roku (skorygowany o wartość akcji własnych oraz wypłaconej w 2015 roku dywidendy).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 15.12.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 1.694 mld PLN, czyli ok. 299.9 PLN/akcję.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 117	2 992	3 168	3 232	3 208	3 160	3 142	3 145	3 178	3 213
EBIT. [mln PLN]	283.1	125.3	193.2	247.3	256.0	246.1	205.0	190.9	192.7	195.5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	53.8	23.8	36.7	47.0	48.6	46.8	39.0	36.3	36.6	37.2
NOPLAT [mln PLN]	229.3	101.5	156.5	200.3	207.4	199.3	166.1	154.6	156.1	158.4
Amortyzacja [mln PLN]	144.4	151.4	166.5	181.5	181.1	170.7	160.4	150.0	139.7	139.4
CAPEX [mln PLN]	-179.1	-249.0	-243.7	-146.4	-176.5	-127.3	-129.6	-130.3	-130.5	-135.7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-73.7	54.0	-92.0	-59.9	-2.7	3.7	-3.8	-0.7	-8.9	-9.2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-90	-180								
FCF [mln PLN]	30.9	-122	-13	175	209	246	193	174	156	153
DFCF [mln PLN]	30.8	-112	-11	136	149	161	116	96	79	71
Suma DFCF [mln PLN]	717									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 203		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 025									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 743									
Dług netto [mln PLN]	48.3									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 694									
Ilość akcji [mln szt.]	5.65									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	299.9									

Przychody zmiana r/r	9%	-4%	6%	2%	-1%	-1%	-1%	0%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	97%	-56%	54%	28%	4%	-4%	-17%	-7%	1%	1%
Marża EBITDA	13.7%	9.2%	11.4%	13.3%	13.6%	13.2%	11.6%	10.8%	10.5%	10.4%
Marża EBIT	9.1%	4.2%	6.1%	7.7%	8.0%	7.8%	6.5%	6.1%	6.1%	6.1%
Marża NOPLAT	7.4%	3.4%	4.9%	6.2%	6.5%	6.3%	5.3%	4.9%	4.9%	4.9%
CAPEX / Przychody	5.7%	8.3%	7.7%	4.5%	5.5%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%

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	95.8%	95.1%	93.1%	94.2%	95.1%	96.0%	96.9%	97.7%	98.0%	98.0%
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	4.2%	4.9%	6.9%	5.8%	4.9%	4.0%	3.1%	2.3%	2.0%	2.0%
WACC	8.8%	8.8%	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%	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								
		-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
beta	0.8	243.6	256.8	273.0	293.3	319.5	354.5	376.8	403.7	436.6
	0.9	230.5	242.2	256.3	273.8	296.0	325.1	343.4	365.0	391.0
	1.0	218.5	228.8	241.2	256.4	275.4	299.9	315.0	332.7	353.6
	1.1	207.5	216.6	227.5	240.8	257.1	277.9	290.6	305.2	322.3
	1.2	197.3	205.5	215.1	226.7	240.9	258.7	269.4	281.6	295.8
	1.3	187.9	195.2	203.7	213.9	226.3	241.6	250.7	261.1	273.0
	1.4	179.1	185.7	193.3	202.3	213.1	226.4	234.3	243.1	253.1
	1.5	171.0	176.8	183.7	191.7	201.2	212.8	219.6	227.2	235.7
	1.6	163.4	168.7	174.8	181.9	190.3	200.5	206.4	213.0	220.3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
beta	0.8	449.3	413.0	381.7	367.6	354.5	342.2	330.6	309.5	290.7
	0.9	417.2	381.7	351.3	337.8	325.1	313.3	302.2	282.1	264.2
	1.0	389.1	354.5	325.1	312.0	299.9	288.5	277.9	258.7	241.6
	1.1	364.3	330.6	302.2	289.6	277.9	267.0	256.9	238.4	222.2
	1.2	342.2	309.5	282.1	269.9	258.7	248.2	238.4	220.8	205.3
	1.3	322.4	290.7	264.2	252.5	241.6	231.6	222.2	205.3	190.4
	1.4	304.6	273.9	248.2	236.9	226.4	216.7	207.7	191.5	177.3
	1.5	288.5	258.7	233.8	222.9	212.8	203.5	194.8	179.2	165.5
	1.6	273.9	244.9	220.8	210.2	200.5	191.5	183.1	168.1	155.0

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								
		-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
premia za ryzyko	3.0%	273.6	290.9	312.6	340.6	378.0	430.4	465.5	509.5	566.2
	3.5%	257.9	273.0	291.7	315.4	346.5	389.1	416.8	450.8	493.4
	4.0%	243.6	256.8	273.0	293.3	319.5	354.5	376.8	403.7	436.6
	4.5%	230.5	242.2	256.3	273.8	296.0	325.1	343.4	365.0	391.0
	5.0%	218.5	228.8	241.2	256.4	275.4	299.9	315.0	332.7	353.6
	5.5%	207.5	216.6	227.5	240.8	257.1	277.9	290.6	305.2	322.3
	6.0%	197.3	205.5	215.1	226.7	240.9	258.7	269.4	281.6	295.8
	6.5%	187.9	195.2	203.7	213.9	226.3	241.6	250.7	261.1	273.0
	7.0%	179.1	185.7	193.3	202.3	213.1	226.4	234.3	243.1	253.1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Mediana EV/EBITDA podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi na lata 2015-2017 wynosi odpowiednio 5.8x, 5.7x i 4.9x. Decydujemy się na uwzględnienie tego mnożnika jako głównego punktu odniesienia dla Stalproduktu. Tym samym (uwzględniając wagę po 50% dla lat 2016-2017) **wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na poziomie 267 PLN. Zgodnie z naszymi założeniami, Stalprodukt będzie miał bardzo wymagającą bazę porównawczą EBITDA z 2015 roku i każdy kolejny odczyt kwartalny za 2016 rok może przynieść istotną erozję r/r.**

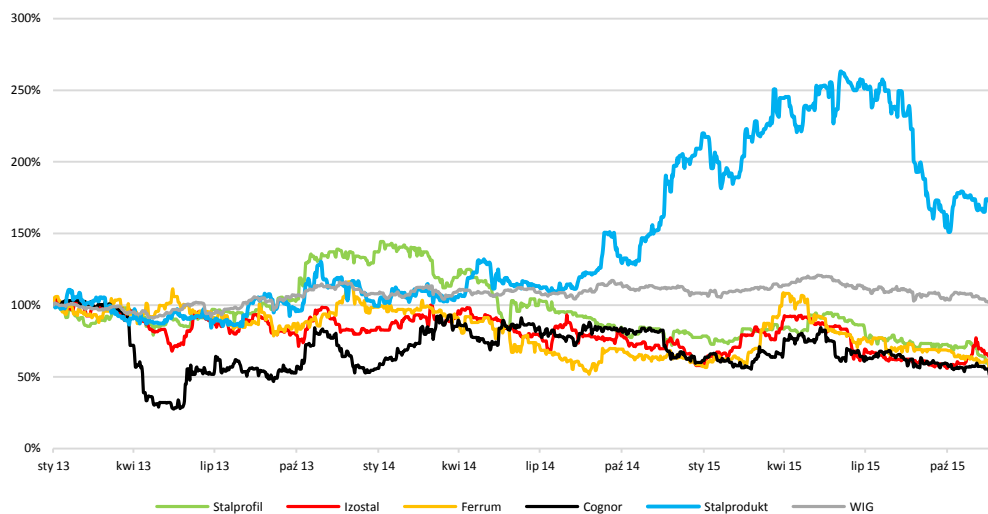
Zwracamy uwagę, że w obecnej strukturze EBITDA grupy, istotne znaczenie ma segment cynku, którego część górnicza ma krótką perspektywę eksploatacji (kopalnia Olkusz-Pomorzany). Spodziewamy się, że spółka może chcieć realizować małe projekty górnicze w bliskim sąsiedztwie złóż aktualnie eksploatowanych 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	8.1	EUR	---	---	17.4	---	8.0	6.5	Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi.
THYSSENKRUPP	20.0	EUR	14.6	12.2	10.6	5.7	5.2	4.4	
VOESTALPINE	31.0	EUR	9.5	9.7	8.6	5.8	5.7	5.3	
SALZGITTER	23.1	EUR	---	14.3	9.9	2.6	2.2	2.0	
ARCELORMITTAL	4.7	EUR	---	31.9	6.5	4.4	3.9	3.2	
VALLOUREC	30.6	EUR	---	17.0	9.9	9.5	7.3	6.1	
US STEEL	9.9	USD	---	---	26.9	---	---	6.7	
NLMK	8.2	USD	---	---	5.8	---	6.5	3.6	
AK STEEL	11.0	USD	6.9	8.1	7.3	3.8	4.2	3.8	
POSCO	2.4	tys. KRW	---	---	8.2	7.3	6.6	4.6	
TATA	171.0	INR	---	11.0	9.2	6.2	5.6	5.4	Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji (górnicznej i hutniczej) cynku.
WISCO	227.9	CNY	39.3	14.9	9.3	9.3	6.9	6.2	
Mediana			12.1	13.2	9.3	5.8	5.7	4.9	
KOREA ZINC	457.0	tys. KRW	15.5	11.7	10.4	8.3	6.4	5.4	
BOLIDEN	157.6	SEK	13.7	11.3	9.1	6.3	5.4	4.4	
NYRSTAR	1.5	EUR	---	11.2	3.8	4.5	3.4	2.3	
HINDUSTAN ZINC	142.0	INR	8.3	8.1	7.7	4.9	4.4	3.6	
Mediana			13.7	11.3	8.4	5.6	4.9	4.0	
Stalprofil	10.49	PLN	---	34.2	18.1	18.3	11.1	8.8	Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru stali notowane na GPW.
Izostal	4.72	PLN	38.7	19.6	16.9	17.2	11.6	10.4	
Ferrum	4.62	PLN	---	20.5	10.9	11.2	8.6	6.9	
Cognor	0.81	PLN	---	14.9	6.6	6.6	4.6	3.8	
Mediana			38.7	20.1	13.9	14.2	9.9	7.8	

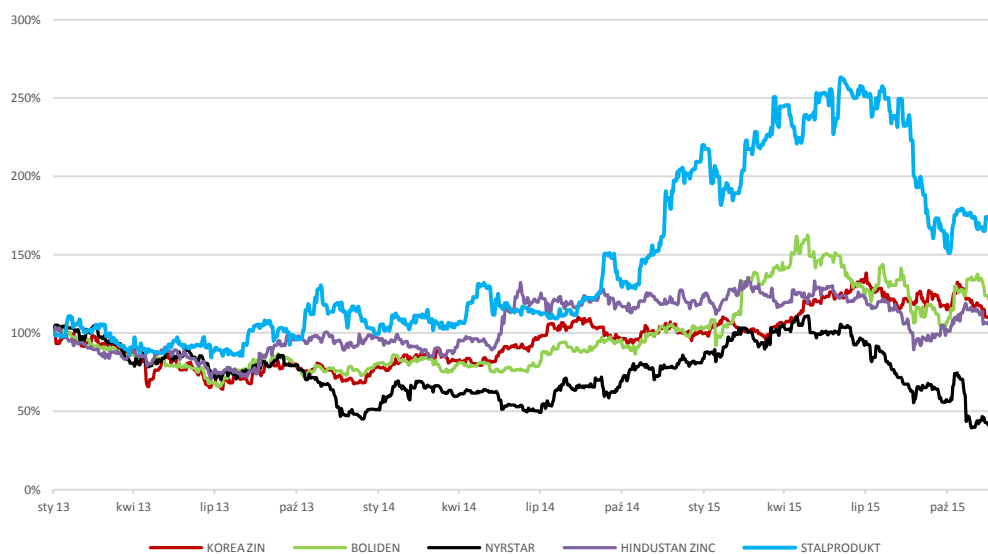
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



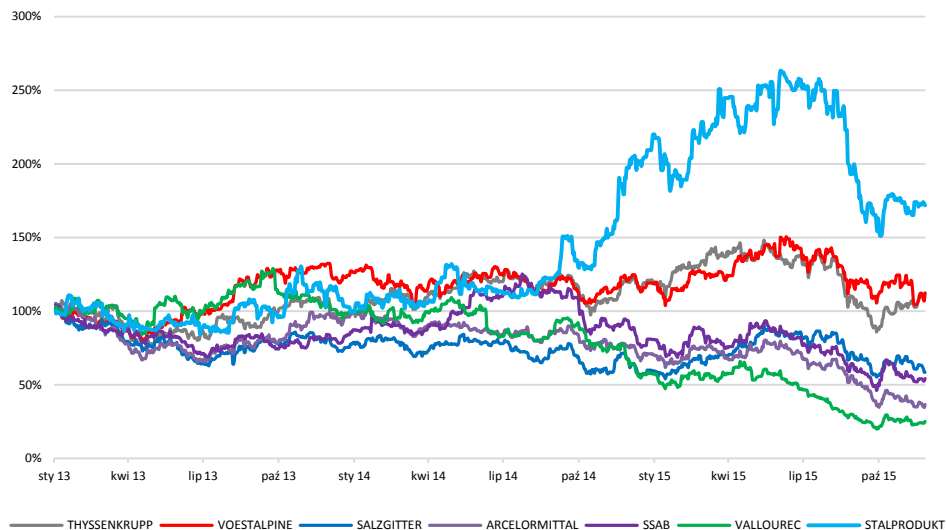
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na produkcję cynku



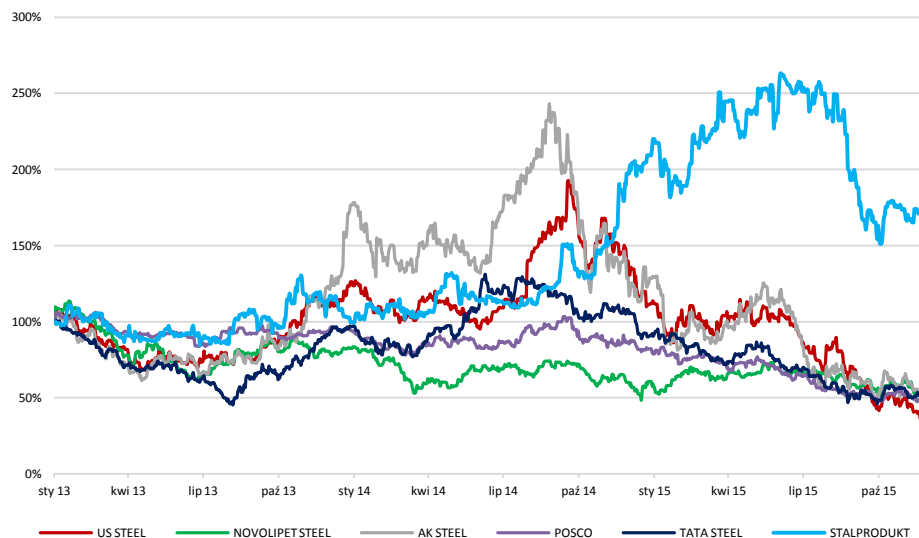
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 3Q 2015

Rezultaty za 3'15 okazały się wyjątkowo dobre dla grupy. Oceniamy, że była to kumulacja dwóch czynników: nałożenia się wciąż dobrych rezultatów z segmentu cynku oraz silnej poprawy marż w obszarze blach transformatorowych. W segmencie blach elektrotechnicznych w 3Q'15 wzrost wolumenów sprzedaży wyniósł 11.8% (w 1H'15 było to +14.6%) i dodatkowo nastąpił istotny wzrost cenników (zarówno q/q jak i r/r; efekt kontraktacji jaki charakteryzuje segment blach). Tym samym przychody segmentu blach w 3Q'15 były wyższe aż o 61% r/r (w 1H'15 przychody wzrosły o prawie 43% r/r). Uwzględniając efekt dźwigni, wynik segmentu blach w 3Q'15 wzrósł do 62.3 mln PLN i był to najwyższy odczyt od 4Q'09. Jak już wspominaliśmy, w 3Q'15 wciąż dobre rezultaty pokazał segment cynku. Przychody segmentu wzrosły o 6.4% r/r, czyli do 408.5 mln PLN. Wolumen sprzedaży cynku był płaski q/q, spadek nastąpił w sprzedaży ołowiu, z kolei wyższa sprzedaż ilościowa dotyczyła metalu Dore'a. Należy zauważyć, że rentowność segmentu była niższa q/q i odczuwalne były już spadki cen cynku na rynkach światowych. Oceniamy, że erozja wyników segmentu jest neutralizowana przez wdrożoną politykę zabezpieczeń. W obszarze profili w dalszym ciągu spółka zmagala się z trudnym otoczeniem konkurencyjnym (m.in. nadpodaż wyrobów, spadające ceny wyrobów stalowych). W 3Q'15 wolumen sprzedaży spadł o 11.5% r/r (w grupie produktowej profili zimno giętych wolumeny sprzedaży były płaskie r/r). Ogółem w 3Q'15 spadek przychodów w segmencie profili przekroczył 15.1% r/r i wynik dywizji profili był na poziomie 5.6 mln PLN (w 3Q'14 było to ok. 7.9 mln PLN).

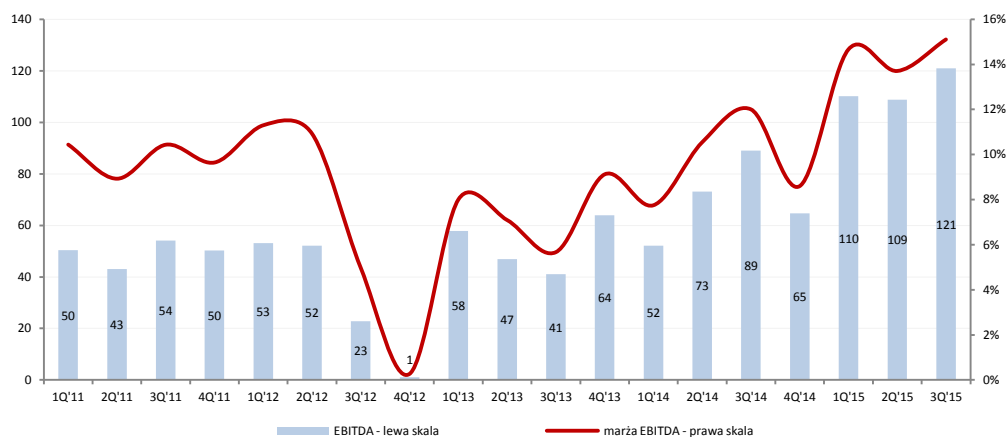
Skonsolidowane przychody w 3Q'15 Stalproduktu wzrosły o 8% r/r do ponad 800 mln PLN. Poprawa wyników w segmencie blach i dobre marże w segmencie cynku pozwoliły na wykazanie w 3Q'15 zysku EBITDA na poziomie prawie 121 mln PLN, a EBIT na pułapie 85.1 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka pokazała zysk w omawianym okresie w kwocie 66 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane Stalproduktu za 3Q'15

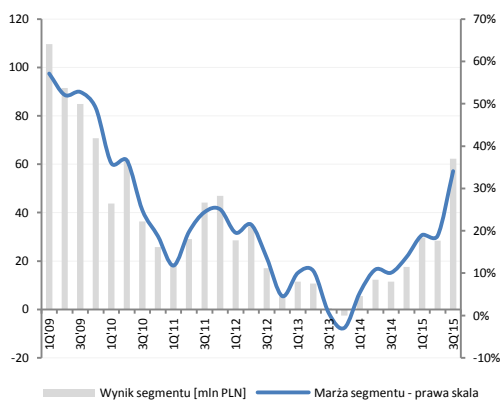
Dane skonsolidowane	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	741.3	800.7	8.0%	2 807.6	3 096.5	10.3%
Wynik brutto na sprzedaży	109.1	141.9	30.0%	301.4	507.7	68.5%
EBITDA	89.0	121.0	35.9%	278.2	404.5	45.4%
EBIT	55.1	85.1	54.4%	145.3	261.7	80.2%
Saldo finansowe	-7.9	1.9	---	-4.5	-3.3	---
Wynik netto	33.6	67.7	101.2%	107.4	203.3	89.4%
Wynik netto przypisany jedn. dominującej	26.0	66.0	153.6%	91.9	194.6	111.8%
Marża EBITDA	12.0%	15.1%		9.9%	13.1%	
Segment blach	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody	113.6	182.6	60.7%	415.0	617.7	48.8%
Wynik segmentu	11.5	62.3	442.5%	26.8	138.1	414.4%
Marża segmentu	10.1%	34.1%		6.5%	22.4%	
Segment profili	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody	188.4	160.0	-15.1%	784.5	693.9	-11.6%
Wynik segmentu	7.9	5.6	-28.9%	41.6	26.4	-36.6%
Marża segmentu	4.2%	3.5%		5.3%	3.8%	
Segment cynku	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody	383.8	408.5	6.4%	1 381.6	1 564.6	13.2%
Wynik segmentu	64.3	50.2	-21.8%	137.6	240.2	74.5%
Marża segmentu	16.7%	12.3%		10.0%	15.4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

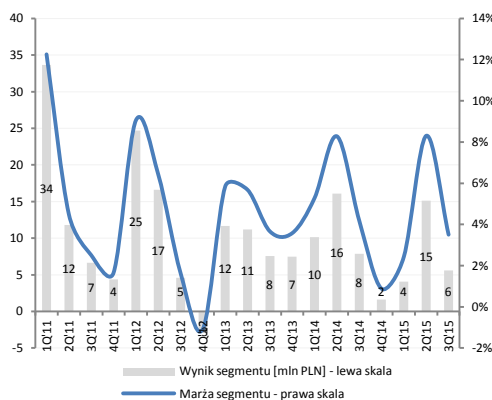
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



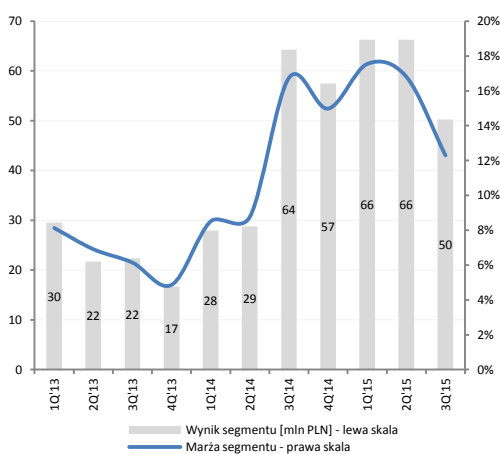
Segment blach



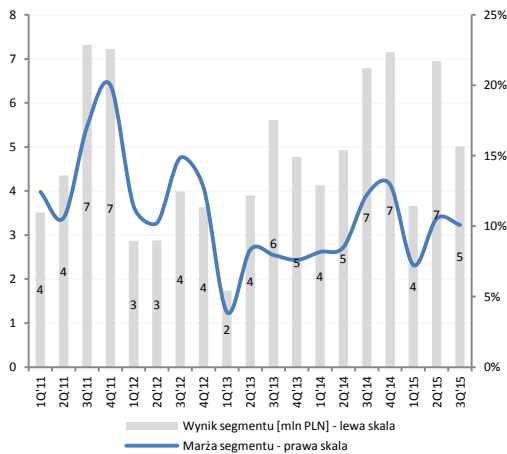
Segment profili



Segment cynku

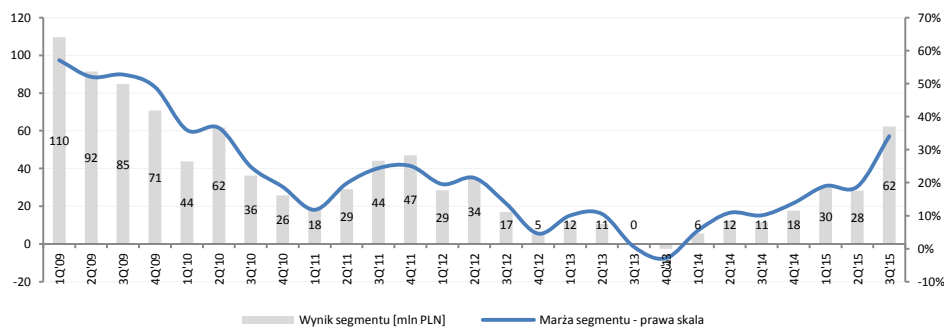


Pozostała działalność



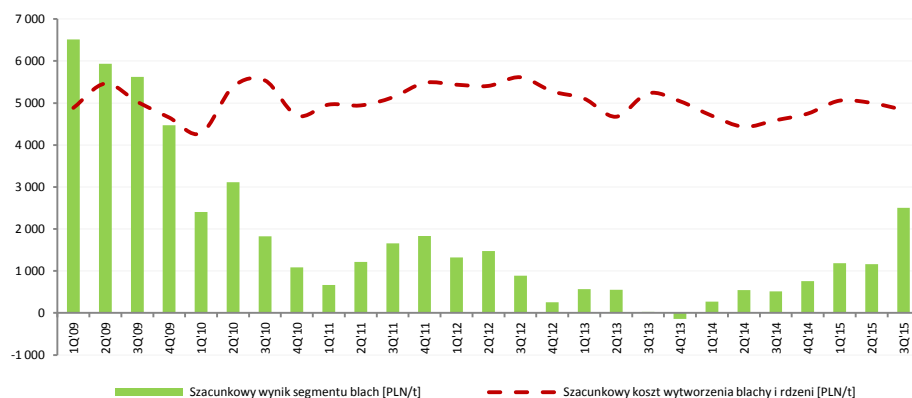
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik segmentu blach elektrotechnicznych w ujęciu kwartalnym



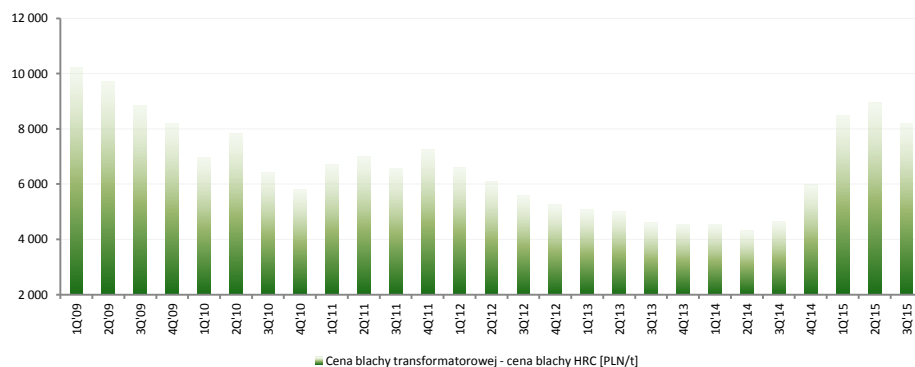
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



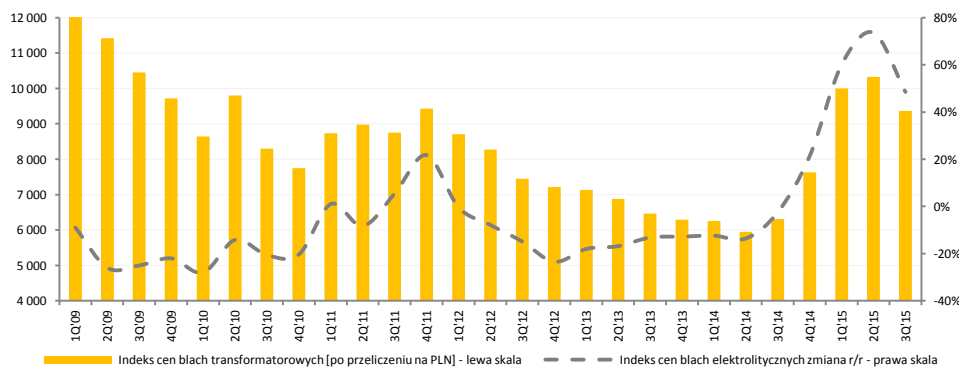
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEIC

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



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

Szacunkowa indeks cenowy blach transformatorowych o wysokiej jakości (obliczenia BDM)



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

Wyniki segmentu blach były pod presją przez kilka lat do połowy 2014 roku, kiedy to nastąpiło pierwsze odbicie cen (dodatkowo spółka stara się wciąż poprawić mix sprzedażowy, niestety efekty poprawy mixu sprzedażowego mogą być widoczne najwcześniej na przełomie 2016/2017). Wpływ na marżę od 1Q'16 będzie miało rozporządzenie o barierach ochronnych na przywóz blach do UE (październikowe regulacje są mniej korzystne dla spółki niż majowe zapisy rozporządzenia).

Wg naszych szacunków w 1H'15 średni wynik w przeliczeniu na tonę w segmencie blach przekroczył 1100 PLN. W 3Q'15 w wyniku znaczących podwyżek cennikowych szacunkowy wynik to ok. 2 500 PLN/t.

Szacunkowa różnica pomiędzy ceną blachy transformatorowej a ceną blachy HRC od 2H'14 uległa wyraźnej poprawie. Obawiamy się, że kolejne kwartały przyniosą pogorszenie tego odczytu.

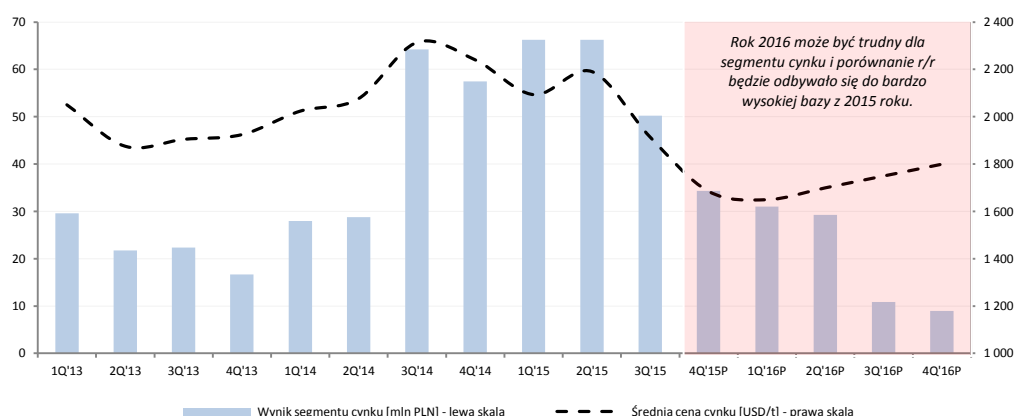
Ceny blach transformatorowych w 4Q'14 i 1Q'15 utrzymywały tendencję wzrostową. Od połowy 2Q'15 dostrzegamy spadki cen dla blach, co stwarza ryzyko stopniowego pogorszenia rentowności segmentu blach (obawiamy się, że kolejne kwartały przyniosą dalszą erozję cenników na rynkach światowych).

PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY

Grupa pokazała bardzo mocny odczyt za 3Q'15. Oceniamy, że był to najlepszy kwartał w 2015 roku. Z uwagi na kontrakcję w segmencie blach oraz wdrożoną politykę zabezpieczeń w segmencie cynku spodziewamy się także dobrej końcówki bieżącego roku. Dlatego w całym 2015 roku oczekujemy, że EBITDA grupy wyniesie niespełna 430 mln PLN. Na 2016 rok zakładamy, że dojdzie do erozji EBITDA do poziomu 277 mln PLN. Zgodnie z przyjętymi założeniami dla cen cynku przyjmujemy odbudowę marż w tym segmencie, co wraz z lepszymi wynikami z obszary blach powinno pozwolić na powrót EBITDA w latach 2017-2018 w przedział 336-380 mln PLN.

Na podstawie naszych projekcji, wskazujemy że kolejne kwartały w 2016 roku mogą przynieść erozję EBITDA r/r. Przemawia za tym coraz trudniejsza sytuacja na rynku cynku. Średnia cena cynku w 3Q'15 była niższa o ponad 330 USD/t aniżeli w 2Q'15. Oznacza to erozję cen o ok. 1 100 PLN/t w trakcie krótkiego okresu czasu. Odczyty za 4Q'15 wskazują, że cena cynku zeszła na tegoroczne minima i oscyluje obecnie w okolicy 1 580 USD/t, czyli 6 300 PLN/t. Spoglądając na wcześniejsze dane prezentowane przez spółkę, przyjmujemy, że ZGH wprowadziło szereg zabezpieczeń przed spadkami cen cynku. Zakładamy, że polityka zabezpieczeń będzie w odczuwalny sposób amortyzować potencjalny efekt spadku marży segmentu do przełomu 1/2H'16 (z coraz mniejszym efektem). W naszych założeniach, zakładamy odbudowę cen cynku do poziomu ok. 1800 USD w 2H'16, jednocześnie staramy się ująć efekt coraz mniejszego pozytywnego oddziaływania polityki zabezpieczeń. W całym 2015 roku oczekujemy, że segment cynku wypracuje wynik na poziomie ok. 217 mln PLN. Kolejne kwartały 2016 roku mogą być coraz słabsze w ujęciu r/r (okres 1H'16 przy przyjętej ścieżce odbudowy cen cynku może być silniejszy niż 2H'16) i w modelu oczekujemy wyniku na poziomie ok. 80 mln PLN. Uwzględniając stopniową odbudowę cen cynku na lata 2017-2018 przewidujemy wzrost zysku segmentu do odpowiednio 121 i 141 mln PLN.

Prognozowana ścieżka erozji wyników segmentu cynku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 3Q'15 było widać bardzo silną poprawę rentowności w segmencie blach. Stalprodukt korzysta na wzroście cen na swoje produkty, co sygnalizowaliśmy już w poprzednich raportach. Także 4Q'15 powinien być udany dla tej dywizji biznesowej (m.in. zważywszy na specyfikę kontraktacji). Dlatego w 2015 roku wynik segmentu może wynieść ok. 170 mln PLN. Od 1Q'16 zakładamy w modelu pogorszenie rentowności, co jest konsekwencją dwóch czynników: i) oczekiwanego spadku cen blach na rynkach światowych, ii) wprowadzeniu nowych regulacji importowych do UE, które są mniej korzystne niż wprowadzone przez Komisję Europejską bariery tymczasowe ogłoszone w maju'15 (szczegółowe regulacje opisałyśmy w osobnym rozdziale). Zwracamy uwagę, że w strukturze sprzedaży Stalproduktu cały czas dominują blachy z najniższej jakościowo kategorii, gdzie wprowadzono minimalną cenę importową na poziomie 1.536 EUR/t. Zauważamy, że średnie ceny sprzedaży z 3Q'15 jakie wypracowała spółka są znacząco wyższe niż wspomniana cena referencyjna. W skali całego 2016 roku spodziewamy się spadku zysku segmentu blach do 121 mln PLN. Liczymy, że na początku 2017 roku impulsem do poprawy rentowności może być poprawa mixu sprzedażowego (wyższy udział HiB).

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 spadek wyniku w relacji r/r do 25.6 mln PLN. Oczekujemy, że w 2016 roku dojdzie do poprawy rentowności działalności z uwagi na wyższą sprzedaż barier drogowych, z kolei w pozostałych asortymentach może to być kolejny trudny rok dla spółki. Niemniej liczymy na poprawę wyniku segmentu profili do prawie 35 mln PLN. Zwracamy uwagę, że kluczowe znaczenie dla dalszych perspektyw segmentu profili (poza uwarunkowaniami makro) będą miały zmiany po stronie konkurencji (krytycznej sytuacji płynnościowej wybranych konkurentów). Dlatego należy mieć na uwadze komunikat HW Pietrzak z połowy listopada'15 o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu. Jest to jeden z głównych konkurentów na rynku krajowym dla Stalproduktu. Zatem przyszłe ewentualne zmiany własnościowe tego upadłego producenta mogą oddziaływać na marże segmentu profili.

Wybrane założenia do modelu

	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	741.3	751.2	751.1	793.4	800.7	771.5	756.4	751.0	734.9	749.6	2 806.5	2 858.5	3 116.8	2 991.8	3 167.6	3 231.5	3 207.8	3 160.3
segment blach	113.6	127.5	156.7	150.9	182.6	178.0	169.1	162.4	155.9	154.3	386.7	456.4	668.2	641.7	677.0	687.1	697.4	707.9
segment profili	188.4	185.6	166.2	182.1	160.0	167.0	149.6	173.0	172.8	170.4	812.4	760.8	675.3	665.7	719.0	751.3	713.8	692.4
segment cynku	383.8	383.8	377.8	394.5	408.5	378.5	368.5	363.5	353.5	355.0	1 383.2	1 423.4	1 559.3	1 440.5	1 515.5	1 530.5	1 527.5	1 477.5
Wyniki segmentów	90.4	83.9	103.7	116.8	123.1	86.6	73.5	72.9	57.0	54.0	164.4	284.1	430.2	257.5	336.7	380.2	376.2	370.9
segment blach	11.5	17.6	29.8	28.4	62.3	49.0	34.3	30.6	28.2	28.2	20.2	47.0	169.5	121.3	140.9	145.8	147.7	149.7
segment profili	7.9	1.6	4.0	15.1	5.6	0.8	3.0	8.6	13.0	10.2	37.9	35.7	25.6	34.8	39.5	47.0	44.6	41.5
segment cynku	64.3	57.5	66.2	66.3	50.2	34.4	31.0	29.2	10.9	9.0	90.3	178.4	217.1	80.1	133.2	161.2	154.2	147.2
EBITDA	89.0	64.6	110.2	108.8	121.0	87.6	78.8	75.4	65.6	57.0	209.6	278.9	427.5	276.7	359.7	428.7	437.1	416.8
EBIT	55.1	29.2	74.5	73.0	85.1	50.5	41.5	37.7	27.6	18.6	80.7	143.4	283.1	125.3	193.2	247.3	256.0	246.1
Saldo finansowe	-7.9	3.2	-10.7	2.1	1.9	2.5	2.1	2.3	1.5	1.4	16.1	-8.0	-4.0	7.2	-5.4	-9.8	-4.4	1.7
Wynik netto przypisany	26.0	26.3	42.0	60.2	66.0	43.2	35.7	32.9	24.0	16.5	72.8	91.1	211.5	109.2	150.8	190.7	202.3	199.3
marża segmentu blach	10.1%	13.8%	19.0%	18.8%	34.1%	27.5%	20.3%	18.9%	18.1%	18.3%	5.2%	10.3%	25.4%	18.9%	20.8%	21.2%	21.2%	21.1%
marża segmentu profili	4.2%	0.9%	2.4%	8.3%	3.5%	0.5%	2.0%	5.0%	7.5%	6.0%	4.7%	4.7%	3.8%	5.2%	5.5%	6.3%	6.3%	6.0%
marża segmentu cynku	16.7%	15.0%	17.5%	16.8%	12.3%	9.1%	8.4%	8.0%	3.1%	2.5%	6.5%	12.5%	13.9%	5.6%	8.8%	10.5%	10.1%	10.0%

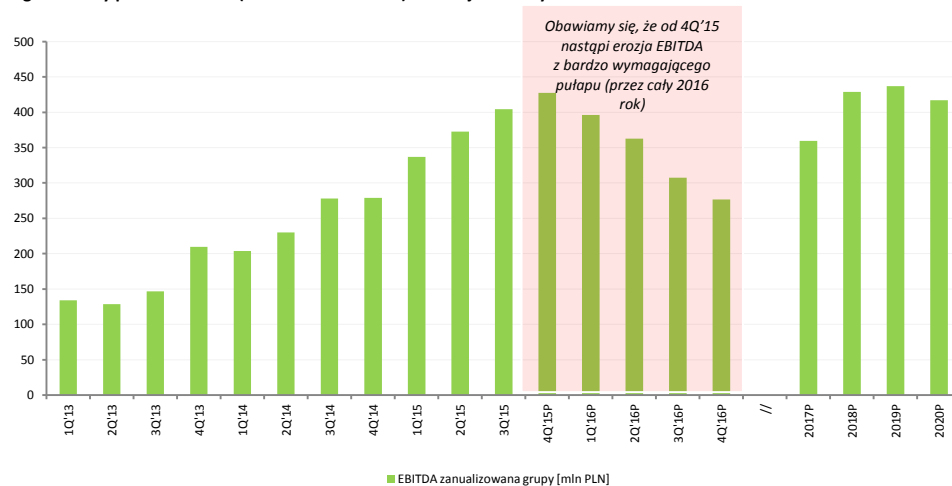
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana do prognoz (w porównaniu z raportem z 09.07.2015 roku)

	2015 stare	2015 nowe	zmiana r/r	2016 stare	2016 nowe	zmiana r/r	2017 stare	2017 nowe	zmiana r/r
Przychody	3168	3117	-2%	3211	2992	-7%	3248	3168	-2%
Wyniki segmentów	472	430	-9%	453	257	-43%	309	337	9%
segment blach	139	169	22%	135	121	-10%	90	141	57%
segment profili	36	26	-29%	43	35	-19%	64	40	-38%
segment cynku	271	217	-20%	245	80	-67%	126	133	6%
EBITDA	463	427	-8%	431	277	-36%	380	360	-5%
EBIT	316	283	-10%	284	125	-56%	231	193	-16%
Wynik netto	222	211	-5%	216	109	-49%	184	151	-18%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

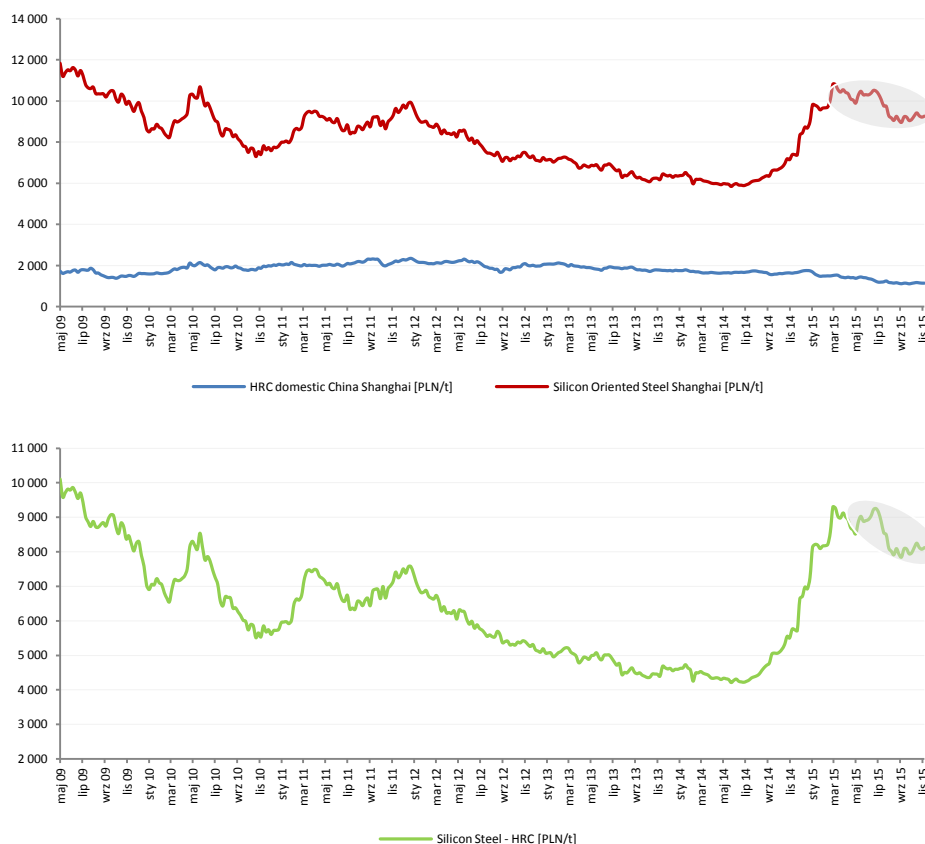
Prognozowany poziom EBITDA (dane zanulizowane) na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH

Relacje cenowe – blacha transformatorowa i HRC (Shanghai)

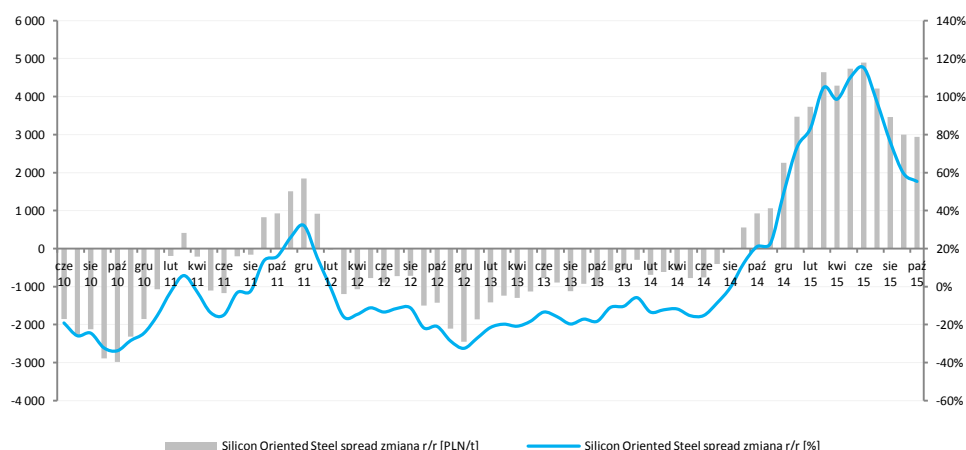


Od 3Q'14 było widać pierwsze optymistyczne sygnały świadczące o powolnym podnoszeniu cen blach transformatorowych.

Końcówka 2014 roku i 1Q'15 przyniosły bardzo dynamiczny wzrost indeksu cen blach transformatorowych! Odczyty w połowie 2Q'15 zapoczątkowały płaską korektę cen. **Obawiamy się, że okres 4Q'15 oraz 1H'16 przyniesie dalszą stopniową erozję indeksów cenowych i nie spodziewamy się już w dalszej części 2016 roku powrotu do szczytów z 2015 roku** (należy mieć na uwadze, że indeks oddaje jedynie częściowe dane z wąskiego asortymentu blach o najwyższej jakości).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana spreadu cena blachy transformatorowej i HRC (Shanghai)

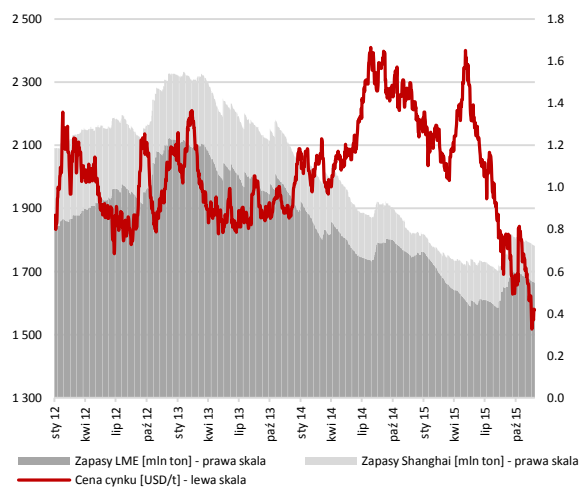


Znacznej poprawie uległ spread pomiędzy produktem finalnym spółki, co obrazuje indeks Silicon Steel a blachą wsadową, co odzwierciedla indeks HRC. Obecna relacja cenowa istotnie pozytywnie przekłada się na rezultaty spółki.

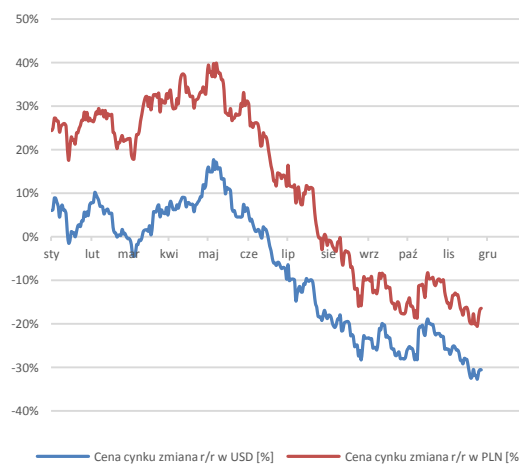
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU

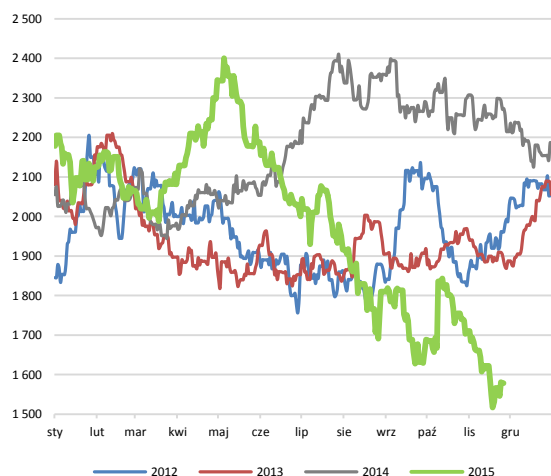
Cyna cynku oraz zapasy cynku na LME oraz w Shanghaju



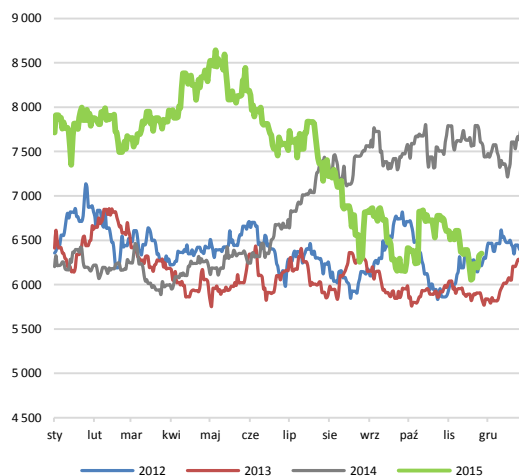
Zmiana r/r cen cynku w 2015 w ujęciu USD i PLN



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

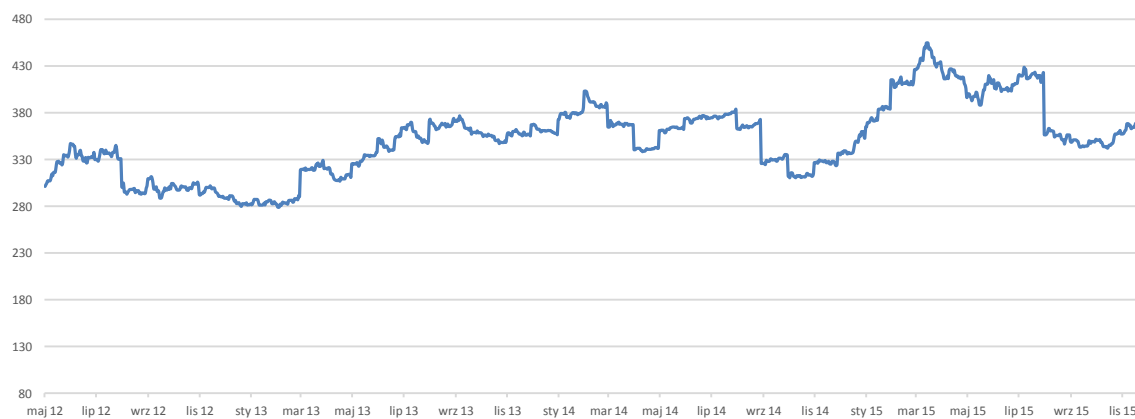


Cena cynku w latach 2012-2015 (wykresy nałożone) [PLN/t]



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

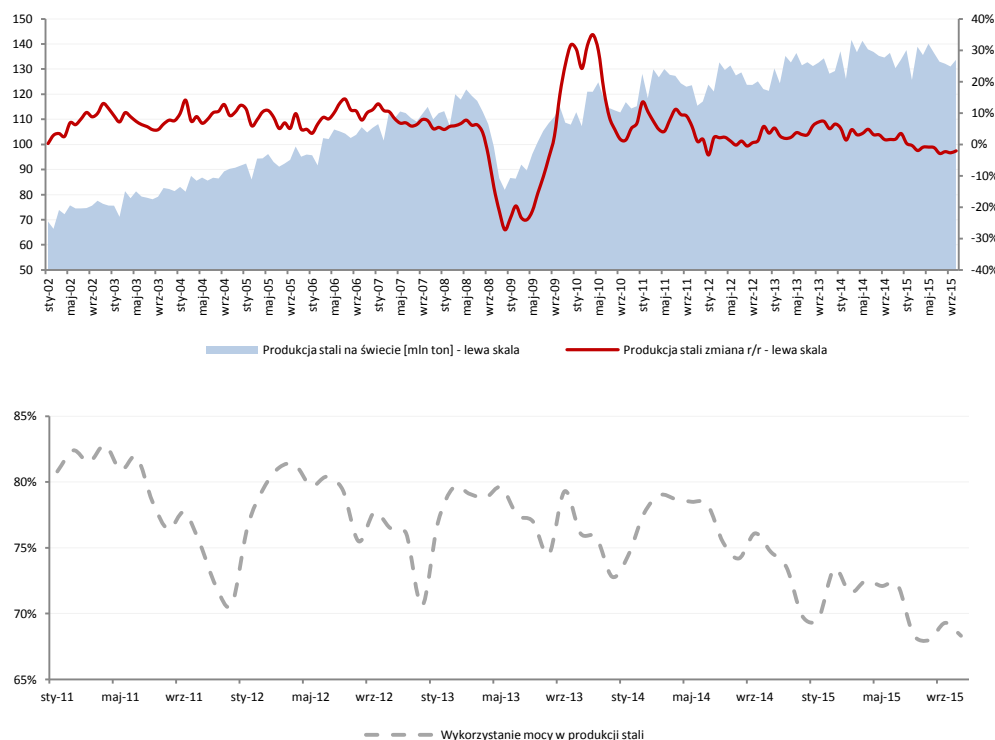
Metal premium [PLN/t] - Rotterdam



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

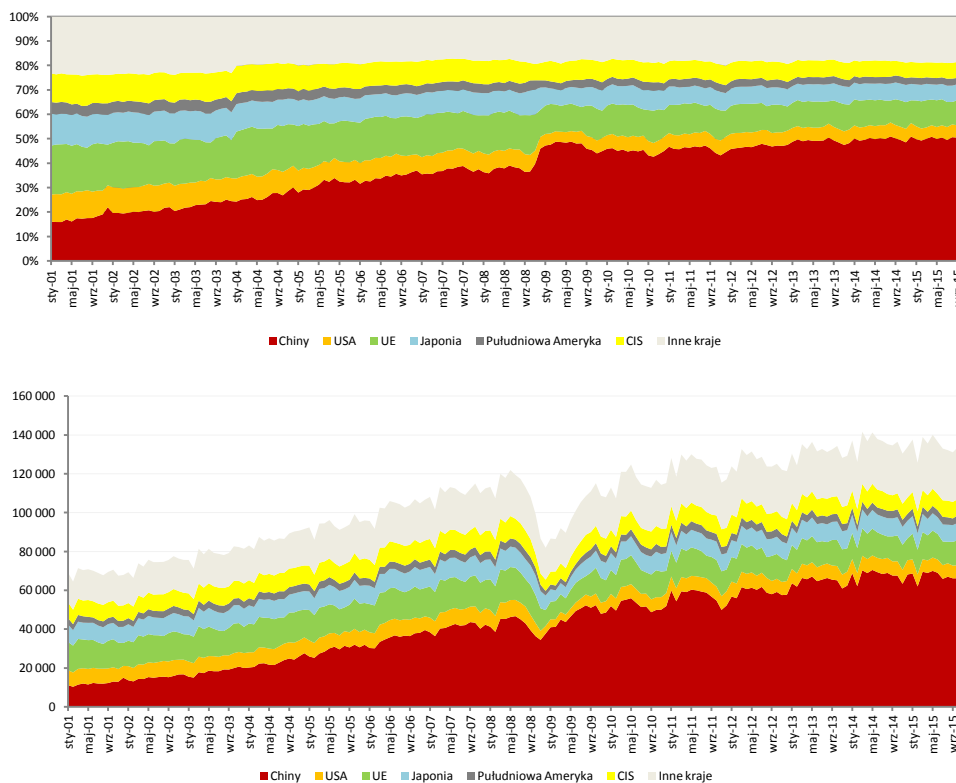
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



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

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



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

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 2Q'15 tendencja ta została pogłębiona. Odczyty za 3Q'15 wskazują na spadek produkcji o 2.6% r/r (w Chinach było to -2.9% r/r). W samym październiku'15 światowa produkcja spadła o ok. 2% r/r.

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-październik'15 średnie wykorzystanie mocy wyniosło 70.5%. Od lipca'15 odczyty są poniżej progu 70% (w październiku'15 było to 68.3%). Jest to sytuacja destabilizująca poszczególne rynki lokalne!

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).

KONSUMPCJA JAWNA STALI NA ŚWIECIE

W zaktualizowanych w listopadzie'15 projekcjach Arcelor Mittal obniżył kolejny już raz założenia dla konsumpcji jawnej stali na świecie na cały 2015 rok. Obecnie spółka przewiduje, że zużycie jawne stali na świecie będzie o ok. 2% niższe niż w 2014 roku (na początku 2015 roku oczekiwano wzrostu w przedziale +1.5% do +2%). Ostatnia rewizja in minus dotyczy głównie Chin oraz m.in. USA. Arcelor Mittal zrewidował też założenia dla obszaru UE(28). Tym samym potwierdziły się nasze przewidywania i materializuje się ryzyko spadku konsumpcji stali na świecie w 2015 roku (głównie z uwagi na niedocenienie spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Chinach). Oceniamy, że kolejne projekcje na 2016 rok mogą również wskazywać na spadek r/r.

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

	13-lut-15 2015P	12-maj-15 2015P	komentarz	03-wrzej-15 2015P	komentarz	06-lis-15 2015P	komentarz
UE (28)	+1.5% / +2.5%	+1.5% / +2.5%	bez zmian	+1.5% / +2.5%	bez zmian	+2.0%	obniżenie
Chiny	+1.5% / +2.5%	+0.5% / +1.5%	obniżenie	-1.0% / +0%	obniżenie	-3.5%	obniżenie
USA	-1.0% / +0%	-3.0% / -2.0%	obniżenie	-4.0% / -3.0%	obniżenie	-6.0%	obniżenie
Świat	+1.5% / +2.0%	+0.5% / +1.5%	obniżenie	+0%	obniżenie	-2.0% / -1.5%	obniżenie

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

Z najnowszych założeń WSA przedstawionych 12 października wynika, że światowa konsumpcja jawna może spaść o 1.7% (wcześniejsza projekcja z kwietnia'15 wskazywała na wzrost o ok. 0.5% r/r, przy uwzględnieniu spadku w Chinach o 0.5% r/r). Najwyższą dynamikę wzrostu konsumpcji stali WSA przewiduje dla obszaru UE(28), gdzie w latach 2015-2016 dynamika wzrostu powinna wynieść odpowiednio +1.3% i +2.2% (przewidywana jednak słabsza dynamika wzrostu niż w kwietniu). Z dużych rynków krajowych in plus wyróżniać powinny się Indie, gdzie WSA oczekuje wzrostu w latach 2015-2016 o 7.3% i 7.6% (podwyższenie założeń z kwietnia).

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

Regiony gospodarcze	2014	zmiana r/r [%]	Kwiecień 2015		Październik 2015		Kwiecień 2015		Październik 2015	
			2015P	zmiana r/r [%]	2015P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
UE (28)	146,8	4,5	149,9	+2,1	149,8	+1,3	154,1	2,8	153,1	+2,2
CIS	56,5	-4,9	52,4	-7,3	49,9	-10,9	52,2	-0,3	49,9	+0
NAFTA	144,6	11,3	143,3	-0,9	140,8	-2,7	145,1	1,3	143,7	+2,1
Azja i Oceania	1 015,60	-1	1 021,5	0,6	995,1	-2,1	1 030,40	0,9	992,8	-0,2
Świat razem	1 537,30	0,6	1 544,4	0,5	1 513,4	-1,7	1 565,50	1,4	1 523,4	+0,7
Świat bez Chin	826,6	4,2	837,2	1,3	827,5	-0,2	861,8	2,9	851,3	+2,9
Wybrane kraje	2014	zmiana r/r [%]	2015P	zmiana r/r [%]	2015P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
Chiny	710,8	-3,3	707,2	-0,5	685,9	-3,5	703,7	-0,5	672,2	-2,0
USA	106,9	11,7	106,5	-0,4	103,8	-3	107,2	0,7	105,2	+1,3
Indie	75,3	2,2	80	6,2	81,5	+7,3	85,8	7,3	87,6	+7,6
Japonia	67,5	3,5	65,9	-2,4	64	-5,4	66,6	1,1	66	+3,1
Korea Pld	55,4	7	56,9	2,7	54,8	-1,3	58	2	55,2	+0,7
Rosja	43,1	-1,4	40,2	-6,7	38,5	-10,4	39,6	-1,6	38,2	-1,0
Niemcy	39,2	3	39,8	1,5	39,5	+0,3	40,7	2,3	40,5	+2,3
Turcja	30,7	-1,8	31,7	3	33,9	10,2	32	1,1	34,3	+1,1
Brazylia	24,6	-6,8	22,7	-7,8	22,3	-12,8	23,4	3,1	22,5	+0,5
Meksyk	22,5	11,7	23,1	2,6	23,6	+4,8	24	3,9	24,5	+4,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., WSA

CŁA ANTYDUMPINGOWE NA PRZYWÓZ DO UE WYRÓBÓW PŁASKICH ZE STALI KRZEMOWEJ ELEKTROTECHNICZNEJ O ZIARNACH ZORIENTOWANYCH

Pod koniec października 2015 roku pojawiło się Rozporządzenie wykonawcze Komisji Europejskiej nakładające ostateczne cła antydumpingowe na przywóz wybranych wyrobów walcowanych płaskich ze stali krzemowej elektrotechnicznej o ziarnach zorientowanych. Nowe Rozporządzenie zastąpiło przepisy z maja 2015 roku nakładające cła tymczasowe.

Z naszej analizy wynika, że zmiany jakie wprowadzono w październiku'15 są mniej korzystne dla Stalproduktu aniżeli poprzednie tymczasowe regulacje ochronne. Nowe przepisy obniżyły poziom cła ad valorem dla wielu podmiotów sprowadzających blachy transformatorowe, dodatkowo kluczowe znaczenie ma pojęcie minimalnej ceny importowej (MCI). Zauważamy, że za mniejszymi stawkami ochronnymi postulowali wybrani producenci transformatorów. Obserwowane, szczególnie w 2H'15 wyższe ceny elektrotechnicznych blach teksturowanych wpływają bowiem na wzrost kosztów wytworzenia transformatora, co wpływa na niższą konkurencyjność unijnych producentów transformatorów. Z argumentacji Komisji Europejskiej (jakie znajduje się w nowym Rozporządzeniu) wynika, że średnia cena produktu (w okresie prowadzonego dochodzenia) wzrosła o 3 % w okresie od lipca do grudnia 2014 roku, oraz o 14 % w okresie od stycznia do maja 2015 roku. Dodatkowo (po badanym okresie dochodzenia Komisji) czyli od maja 2015 roku nastąpiły dalszej jeszcze silniejsze podwyżki cen produktu objętego postępowaniem o ok. 30 % (a nawet większe w przypadku niektórych rodzajów produktu). Komisja Europejska na podstawie kontroli wyrywkowej niektórych umów zawartych między użytkownikami i producentami w 2H'15 spodziewa się, że ceny tych zamówień będą prawdopodobnie o 22 %–53,5 % wyższe niż ceny w okresie objętym dochodzeniem (czyli do maja 2015 roku).

Minimalne ceny importowe do UE (wprowadzone Rozporządzeniem z 29 października 2015 roku)

Kategoria	Minimalna cena importowa [EUR/t masy netto produktu]
Produkty o maksymalnych stratach magnetycznych nie większych niż 0.9 W/kg	2 043
Produkty o maksymalnych stratach magnetycznych większych niż 0.9 W/kg, ale nie większych niż 1.05 W/kg	1 873
Produkty o maksymalnych stratach magnetycznych większych niż 1.05 W/kg	1 536

Źródło: Komisja Europejska

W strukturze sprzedaży Stalproduktu cały czas dominują blachy z najniższej jakościowo kategorii, gdzie wprowadzono MCI na poziomie 1.536 EUR/t. Zauważamy, że średnie ceny sprzedażowe z 3Q'15 jakie wypracowała spółka są znacząco wyższe niż poziom MCI. Tym samym spodziewamy się, średnie ceny sprzedaży w 1Q'16 będą niższe niż w 2H'15.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	1 809	2 807	2 859	3 117	2 992	3 168	3 232	3 208	3 160	3 142	3 145	3 178	3 213
segment blach	545	387	456	668	642	677	687	697	708	718	729	740	751
segment profili	1 047	812	761	675	666	719	751	714	692	699	706	713	720
segment cynku		1 383	1 423	1 559	1 440	1 515	1 530	1 527	1 477	1 427	1 397	1 397	1 397
Wynik segmentów	146	164	284	430	257	337	380	376	371	346	329	333	337
segment blach	85	20	47	169	121	141	146	148	150	152	154	156	158
segment profili	43	38	36	26	35	40	47	45	42	40	41	41	41
segment cynku		90	178	217	80	133	161	154	147	119	98	98	98
EBITDA	129	210	279	427	277	360	429	437	417	365	341	332	335
EBIT	75	81	143	283	125	193	247	256	246	205	191	193	196
Przychody finansowe	12	31	20	14	19	26	27	30	34	39	41	42	44
Koszty finansowe	10	14	28	18	12	31	37	35	32	30	28	26	25
Wynik brutto	77	97	135	279	132	188	237	252	248	213	203	209	214
Podatek dochodowy	17	19	34	59	23	36	45	48	47	41	39	40	41
Wynik dla akcjonariuszy	63	73	91	211	109	151	191	202	199	172	164	168	172
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	1 370	1 914	1 934	2 001	2 098	2 176	2 141	2 136	2 093	2 062	2 042	2 033	2 029
Inwestycje dl term	306	54	60	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108
Dl aktywa finansowe	306	48	54	103	103	103	103	103	103	103	103	103	103
Aktywa z tyt odroczonego podatku	2	16	22	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	7
Aktywa obrotowe	706	1 078	1 211	1 301	1 128	1 267	1 417	1 516	1 624	1 675	1 709	1 765	1 827
Zapasy	328	507	579	581	533	573	611	615	615	620	620	627	634
Należności kr term	294	410	389	453	434	503	531	527	520	516	517	522	528
Inwestycje kr term	78	152	229	246	139	169	253	352	468	517	550	594	644
Kr term rozliczenia mo	7	9	14	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Aktywa razem	2 076	2 992	3 145	3 302	3 226	3 442	3 557	3 652	3 716	3 737	3 751	3 798	3 856
Kapitał własny	1 577	1 756	1 847	2 083	2 000	2 119	2 258	2 385	2 484	2 536	2 580	2 634	2 688
Zobowiązani i rezerwy	499	1 236	1 298	1 219	1 227	1 323	1 300	1 267	1 233	1 201	1 171	1 164	1 168
Rezerwy na zobowiązania	21	213	247	279	279	279	279	279	279	279	279	279	279
Zobowiązania dl term	121	158	119	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102
Zobowiązania kr term	356	564	623	524	532	629	605	573	538	506	476	470	473
Zobowiązania warunkowe z tyt ZGH	0	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Rozliczenia mo	1	4	12	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Pasywa razem	2 076	2 992	3 145	3 302	3 226	3 442	3 557	3 652	3 716	3 737	3 751	3 798	3 856
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	256	222	203	327	315	227	314	382	375	329	314	300	303
CF inwestycyjny	-358	-135	-161	-169	-249	-244	-146	-176	-127	-130	-130	-131	-136
CF finansowy	101	-53	15	-204	-173	47	-83	-107	-132	-150	-151	-125	-118
CF netto razem	0	34	57	-46	-107	30	84	99	116	49	33	44	49
Środki pieniężne eop	77	112	169	123	16	46	130	229	345	394	427	471	520

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	319	319	319	319	319	319	319	319	319	319	319	319	319
Liczba akcji [mln szt.]	6.725	6.725	6.725	6.3666	5.65	5.65	5.65	5.65	5.65	5.65	5.65	5.65	5.65
Mkt Cap [mln PLN]	2 145	2 145	2 145	2 031	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802	1 802
BVPS	234.5	261.2	274.6	327.2	353.9	375.0	399.6	422.1	439.6	448.9	456.6	466.1	475.8
EPS	9.4	10.8	13.5	33.2	19.3	26.7	33.8	35.8	35.3	30.4	29.0	29.7	30.5
CEPS	17.5	30.0	33.7	55.9	46.1	56.2	65.9	67.9	65.5	58.8	55.5	54.5	55.2
P/E	33.8	29.5	23.6	10.1	19.7	14.2	11.2	10.6	10.8	12.5	13.1	12.8	12.5
EV/EBITDA	17.1	10.5	7.9	5.1	8.3	6.5	5.2	4.8	4.7	5.1	5.3	5.3	5.1
EV/EBIT	29.3	27.4	15.4	7.6	18.3	12.1	9.0	8.2	7.9	9.1	9.5	9.1	8.7
P/BV	1.4	1.2	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
Dywidenda [mln PLN]	1.8	7.7	4.0	13.3	13.3	33.0	53.2	76.9	101.9	120.4	121.0	115.3	118.3
DPS [PLN]	0.3	1.1	0.6	2.1	2.4	5.8	9.4	13.6	18.0	21.3	21.4	20.4	20.9
DYield	0.1%	0.4%	0.2%	0.7%	0.7%	1.8%	3.0%	4.3%	5.7%	6.7%	6.7%	6.4%	6.6%
EV [mln PLN]	2 206	2 209	2 202	2 160	2 287	2 337	2 223	2 094	1 948	1 868	1 806	1 752	1 702
Dług netto [mln PLN]	60	64	57	15	141	192	77	-52	-198	-277	-340	-394	-443
Dług % [mln PLN]	138	185	226	137	157	237	207	177	147	117	87	77	77

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
redukuj	290.0	redukuj	374.2	27.11.2015	319	48 418
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 4Q'15:

Kupuj	4	33%
Akumuluj	1	8%
Trzymaj	5	42%
Redukuj	1	8%
Sprzedaj	1	8%

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 dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 27.11.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 02.12.2015 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 26.11.2015 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o 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.