Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 315.8 PLN

08 MARZEC 2016

Zwracamy uwagę na bardzo dobrą sytuację płynnościową grupy na koniec 2015 roku, co wyróżnia Stalprodukt na tle innych firm działających w branży. Ten aspekt istotnie zwiększa bezpieczeństwo inwestycyjne, szczególnie w okresie dość sporych zawirowań rynkowych dotykających działalność głównych segmentów grupy. Dodatkowo zwracamy uwagę, że w scenariuszu realizacji naszych prognoz, spółka jest handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4.3x-3.6x. Dlatego decydujemy się na zmianę nastawienia średnioterminowego do Stalproduktu, wydając zalecenie Akumuluj i podnosząc wycenę do 315.8 PLN/akcję.

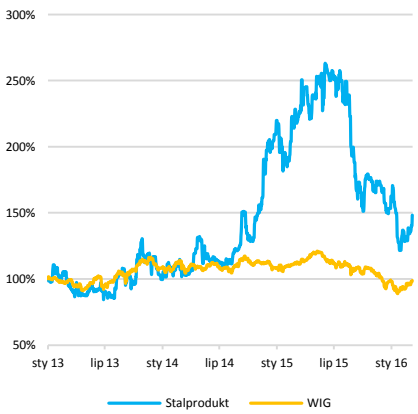
Rezultaty za 4Q'15 były kolejny udanym kwartałem dla grupy. Oceniamy, że była to kumulacja dwóch czynników: nałożenia się wysokich marż w segmencie blach transformatorowych oraz wciąż dobrych rezultatów z segmentu cynku (dodatkowo z jednorazowym efektem wyższej sprzedaży surowca o ponad 9 tys. ton – sprzedaż zapasów i wzrost produkcji). Skonsolidowane przychody w 4Q'15 Stalproduktu wzrosły o 4.2% r/r do prawie 783 mln PLN. Poprawa wyników r/r w segmencie blach i w segmencie cynku pozwoliła na wzrost EBITDA do 95.5 mln PLN, a EBIT do 59.7 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka pokazała zysk w omawianym okresie w kwocie 51.8 mln PLN.

Oceniamy, że spodziewany okres erozji EBITDA w ujęciu r/r oraz q/q może potrwać do 4Q'16 i jest to podejście nakreślone już w poprzedniej analizie (z listopada'15). Akcentujemy obecnie mniejszą wagę ryzyk jakie przykładamy dla kształtowania wyników grupy w średnim terminie. Traktujemy bieżące założenia jako optymalne i dające podstawę do przyszłej korekty w górę, szczególnie w scenariuszu poprawy mixu sprzedażowego w segmencie blach. W bieżącym raporcie zdecydowaliśmy się na doważenie w naszych wyliczeniach obserwowanego odbicia na rynku cynku. Tym samym podnieśliśmy ścieżkę cenową cynku na 2016 rok (szczególnie na 1H'16). W 2Q'16 i 3Q'16 przyjmujemy średnią cenę cynku na poziomie 1750 USD/t, a w 4Q'15 uwzględniamy wzrost do ponad 1850 USD/t. W latach 2017-2018 średnia cena cynku w modelu wynosi 1950 USD/t i 2050 USD/t (pułapy z poprzedniej analizy). Zwracamy też uwagę, że odczyty wynikowe za 4Q'15 wskazują, że ZGH wprowadził 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). Ogółem zdecydowaliśmy się podnieść wyniki segmentu cynku do poziomu 124 mln PLN w 2016 roku (poprzednio było to 80 mln PLN). Na lata 2016-2017 korekta dla segmentu cynku jest nieznaczna i liczymy na powrót wyniku segmentu w tych latach do pułapu odpowiednio 133 mln PLN i 162 mln PLN.

Wycena końcowa [PLN]	**315.8**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+16 %**
Cena rynkowa [PLN]	272.2
Kapitalizacja [mld PLN]	1.54
Ilość akcji [mln. szt.]	5.65
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	317.0
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	221.2
Stopa zwrotu za 3 mc	-8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-17%
Stopa zwrotu za 9 mc	-43%

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

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	2 807	2 859	3 128	3 030	3 206	3 269
EBITDA [mln PLN]	**210**	**279**	**435**	**311**	**363**	**415**
EBIT [mln PLN]	81	143	292	161	200	243
Wynik netto [mln PLN]	73	91	220	143	162	195
P/BV	1.0x	1.0x	0.8x	0.7x	0.7x	0.7x
P/E	25.2x	20.1x	7.9x	10.8x	9.5x	7.9x
EV/EBITDA	**9.1x**	**6.8x**	**3.8x**	**5.1x**	**4.3x**	**3.6x**
EV/EBIT	23.5x	13.2x	5.7x	9.8x	7.8x	6.1x



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2015 10
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY 13
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH 15
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU 16
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE 18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Oceniamy, że spodziewany okres erozji EBITDA w ujęciu r/r oraz q/q może potrwać do 4Q'16 i jest to podejście nakreślone już w poprzedniej analizie (z listopada'15). Akcentujemy obecnie mniejszą wagę ryzyk jakie przykładamy dla kształtowania wyników grupy w średnim terminie. Traktujemy bieżące założenia jako optymalne i dające podstawę do przyszłej korekty w górę, szczególnie w scenariuszu poprawy mixu sprzedażowego w segmencie blach.

Czujemy się komfortowo z przyjętą ścieżką powrotu EBITDA w latach 2017-2018 do przedziału 350-400 mln PLN. Zwracamy uwagę na bardzo dobrą sytuację płynnościową grupy na koniec 2015 roku, co wyróżnia Stalprodukt na tle innych firm działających w branży. Ten aspekt istotnie zwiększa bezpieczeństwo inwestycyjne, szczególnie w okresie dość sporych zawirowań rynkowych dotykających działalność głównych segmentów grupy. Dodatkowo zwracamy uwagę, że w scenariuszu realizacji naszych prognoz, spółka jest handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4.3x-3.6x. Dlatego decydujemy się na zmianę nastawienia średnioterminowego do Stalproduktu, wydając zalecenie Akumuluj i podnosząc wycenę do 315.8 PLN/akcję.

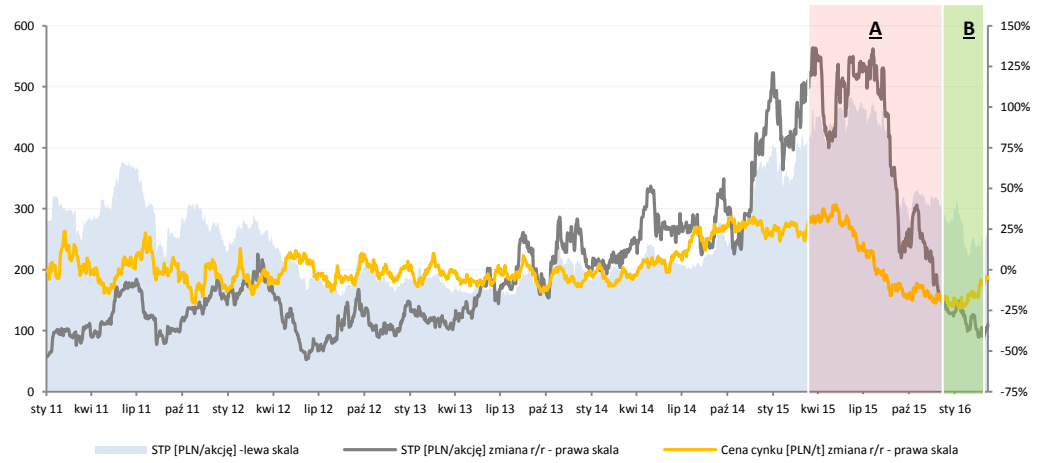
Podsumowanie wyceny

		mld PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	1.78	315.0
B	Wycena porównawcza	1.80	317.8
C	**Wycena końcowa (A*0.7 +B*0.3)**	**1.78**	**315.8**

Uwzględniamy skup 1.075 mln szt. akcji własnych i ich umorzenie

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs STP na tle zmian ceny cynku

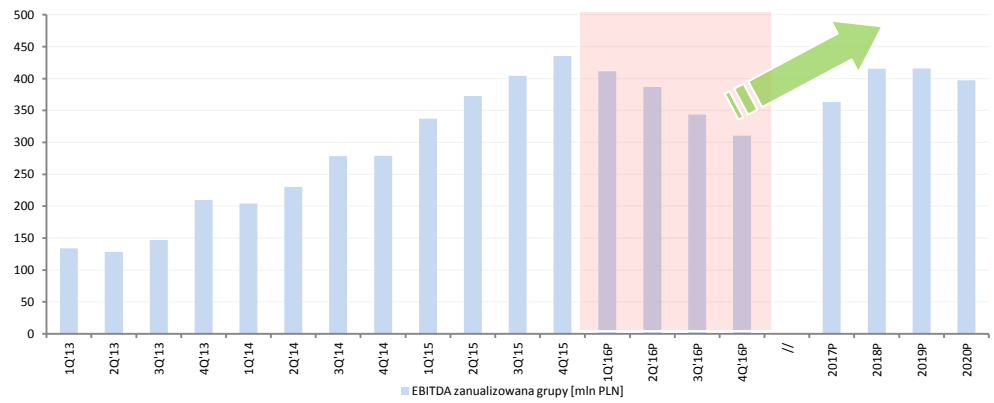


A – okres dynamicznego spadku cen cynku

B – zapoczątkowana na przełomie 2015/2016 roku stabilizacja i odbicie cen cynku

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozowany poziom EBITDA (dane zanualizowane) na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Od 4Q'15 nastąpi erozja EBITDA w ujęciu r/r z bardzo wymagającego pułapu (przez cały 2016 rok), co sygnalizowaliśmy już wcześniej.

Jednocześnie czujemy się komfortowo z przyjętą ścieżką powrotu EBITDA w latach 2017-2018 do przedziału 350-400 mln PLN. Zwracamy uwagę na bardzo dobrą sytuację płynnościową grupy na koniec 2015 roku, co wyróżnia Stalprodukt na tle innych firm działających w branży.

Sytuacja płynnościowa zatem istotnie zwiększa bezpieczeństwo inwestycyjne. Dodatkowo w scenariuszu realizacji naszych prognoz, spółka jest handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4.3x-3.6x.

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 bieżącym raporcie zdecydowaliśmy się na doważenie w naszych wyliczeniach obserwowanego odbicia na rynku cynku. Tym samym podnieśliśmy ścieżkę cenową cynku na 2016 rok (szczególnie na 1H'16). W 2Q'16 i 3Q'16 przyjmujemy średnią cenę cynku na poziomie 1750 USD/t, a w 4Q'15 uwzględniamy wzrost do ponad 1850 USD/t. W latach 2017-2018 średnia cena cynku w modelu wynosi 1950 USD/t i 2050 USD/t (pułapy z poprzedniej analizy). Zwracamy też uwagę, że odczyty wynikowe za 4Q'15 wskazują, że ZGH wprowadził szereg zabezpieczeń przed spadkami cen cynku (dodatkowo w 4Q'15 odczuwalny był efekt wyższych wolumenów sprzedaży). Zakładamy, że polityka zabezpieczeń będzie w odczuwalny sposób amortyzować potencjalny efekt spadku marży segmentu do przełomu 1/2H'16 (z coraz mniejszym efektem). Ogółem zdecydowaliśmy się podnieść wyniki segmentu cynku do poziomu 124 mln PLN w 2016 roku (poprzednio było to 80 mln PLN). Na lata 2016-2017 korekta dla segmentu cynku jest nieznaczna i liczymy na powrót wyniku segmentu w tych latach do pułapu odpowiednio 133 mln PLN i 162 mln PLN.
- W segmencie blach od 1Q'16 spodziewamy się słabszych marż, co będzie konsekwencją wprowadzenia niższych stawek dla cen minimalnych. Jak już opisywaliśmy w poprzednim raporcie, 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. Ogółem na 2016 rok spodziewamy się spadku wyniku segmentu do 126.2 mln PLN (poprzednio było to 121 mln PLN). Kluczowe znaczenie dla spółki w średnim terminie będzie miała poprawa miksu sprzedaży, co może nastąpić nie prędzej niż na przełomie 2017/2018. Wprowadzenie nowych asortymentów blach może skłaniać nas w przyszłości do korekty w górę przyjętych założeń. Obecnie przyjmujemy, że w latach 2017-2018 wynik segmentu będzie w okolicy 145-153 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 2016 rok spadek wyniku w relacji r/r do 22 mln PLN (poprzednio było to 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). Dodatkowo wpływ na rentowność segmentu mogą mieć zmiany w regulacjach ochronnych dla sprowadzanej stali z rynków wschodnich.
- W modelu uwzględnimy w 2016 roku skup akcji własnych (zdematerializowanych akcji imiennych uprzywilejowanych). Zatem liczba akcji do wyliczenia ceny docelowej wynosi 5.65 mln szt.
- Dług netto uwzględnia stan na koniec 2015 roku (skorygowany o wartość akcji własnych).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 02.04.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 1.78 mld PLN, czyli ok. 315 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 030	3 206	3 269	3 246	3 199	3 180	3 181	3 214	3 247	3 282
EBIT. [mln PLN]	161.1	200.4	242.7	243.6	230.4	183.4	176.6	178.2	181.0	184.3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	30.6	38.1	46.1	46.3	43.8	34.9	33.5	33.9	34.4	35.0
NOPLAT [mln PLN]	130.5	162.3	196.6	197.4	186.6	148.6	143.0	144.3	146.6	149.3
Amortyzacja [mln PLN]	149.7	162.7	172.6	172.2	166.9	156.5	146.2	135.8	135.5	135.2
CAPEX [mln PLN]	-181.0	-178.2	-157.6	-155.3	-126.1	-128.4	-129.3	-129.5	-134.7	-139.9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-32.4	-92.8	-60.1	-3.1	3.6	-3.7	-0.4	-8.7	-8.9	-9.2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-180	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	-113.1	54	152	211	231	173	159	142	138	135
DFCF [mln PLN]	-106.3	47	121	155	155	107	91	74	66	60
Suma DFCF [mln PLN]	769									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 087		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	919									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 688									
Dług netto [mln PLN]	-91.3									
Wartość kapitału[mln PLN]	**1 779.5**									
Ilość akcji [mln szt.]	5.65									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**315.0**									

Przychody zmiana r/r	-3%	6%	2%	-1%	-1%	-1%	0%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	-45%	24%	21%	0%	-5%	-20%	-4%	2%	2%	2%
Marża EBITDA	10.3%	11.3%	12.7%	12.8%	12.4%	10.7%	10.1%	9.8%	9.7%	9.7%
Marża EBIT	5.3%	6.2%	7.4%	7.5%	7.2%	5.8%	5.6%	5.5%	5.6%	5.6%
Marża NOPLAT	4.3%	5.1%	6.0%	6.1%	5.8%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
CAPEX / Przychody	6.0%	5.6%	4.8%	4.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%	4.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	93.7%	91.9%	92.9%	93.9%	94.7%	95.5%	96.3%	96.6%	96.6%	96.7%
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	6.3%	8.1%	7.1%	6.1%	5.3%	4.5%	3.7%	3.4%	3.4%	3.3%
WACC	8.7%	8.6%	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
beta	0.8	265.6	277.5	292.2	310.5	334.2	365.9	386.2	410.6	440.6
	0.9	253.1	263.6	276.3	292.1	312.2	338.5	355.1	374.7	398.4
	1.0	241.7	250.9	262.1	275.7	292.8	**315.0**	328.6	344.6	363.7
	1.1	231.1	239.3	249.1	261.0	275.7	294.4	305.9	319.1	334.6
	1.2	221.4	228.7	237.3	247.7	260.4	276.4	286.0	297.1	309.9
	1.3	212.3	218.8	226.5	235.6	246.7	260.4	268.6	278.0	288.7
	1.4	203.9	209.7	216.5	224.6	234.3	246.2	253.2	261.1	270.2
	1.5	196.1	201.3	207.4	214.5	223.0	233.4	239.4	246.2	253.9
	1.6	188.8	193.5	198.9	205.2	212.8	221.8	227.1	232.9	239.5

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	454.0	420.3	391.2	378.1	365.9	354.4	343.7	324.0	306.4
	0.9	424.2	391.2	363.0	350.3	338.5	327.5	317.2	298.3	281.6
	1.0	398.1	365.9	338.5	326.3	**315.0**	304.4	294.4	276.4	260.4
	1.1	375.0	343.7	317.2	305.4	294.4	284.2	274.7	257.5	242.2
	1.2	354.4	324.0	298.3	287.0	276.4	266.6	257.5	240.9	226.3
	1.3	336.0	306.4	281.6	270.6	260.4	251.0	242.2	226.3	212.3
	1.4	319.4	290.7	266.6	256.0	246.2	237.1	228.6	213.3	199.9
	1.5	304.4	276.4	253.1	242.9	233.4	224.6	216.4	201.7	188.8
	1.6	290.7	263.5	240.9	231.0	221.8	213.3	205.4	191.3	178.8

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%	294.2	309.9	329.6	354.9	388.8	436.5	468.5	508.6	560.4
	3.5%	279.2	292.9	309.8	331.3	359.5	398.1	423.3	454.3	493.2
	4.0%	265.6	277.5	292.2	310.5	334.2	365.9	386.2	410.6	440.6
	4.5%	253.1	263.6	276.3	292.1	312.2	338.5	355.1	374.7	398.4
	5.0%	241.7	250.9	262.1	275.7	292.8	**315.0**	328.6	344.6	363.7
	5.5%	231.1	239.3	249.1	261.0	275.7	294.4	305.9	319.1	334.6
	6.0%	221.4	228.7	237.3	247.7	260.4	276.4	286.0	297.1	309.9
	6.5%	212.3	218.8	226.5	235.6	246.7	260.4	268.6	278.0	288.7
	7.0%	203.9	209.7	216.5	224.6	234.3	246.2	253.2	261.1	270.2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Mediana EV/EBITDA podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi na lata 2016-2018 wynosi 6.1x-5.4x. Decydujemy się na uwzględnienie tego mnożnika jako głównego punktu odniesienia dla Stalproduktu i przyjmujemy akceptowalny przez nas poziom EV/EBITDA ze ścieżką spadającą (z uwagi na wygaszanie części górniczej ZGH). Tym samym, uwzględniając wagę po 1/3 dla lat 2016-2018, **wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na poziomie 317.8 PLN.**

Wycena mnożnikowa Stalproduktu

	2016	2017	2018
Mnożnik EV/EBITDA	5.5x	5.0x	4.5x
Wycena porównawcza	295.2	316.1	342.2
Waga	33%	33%	33%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

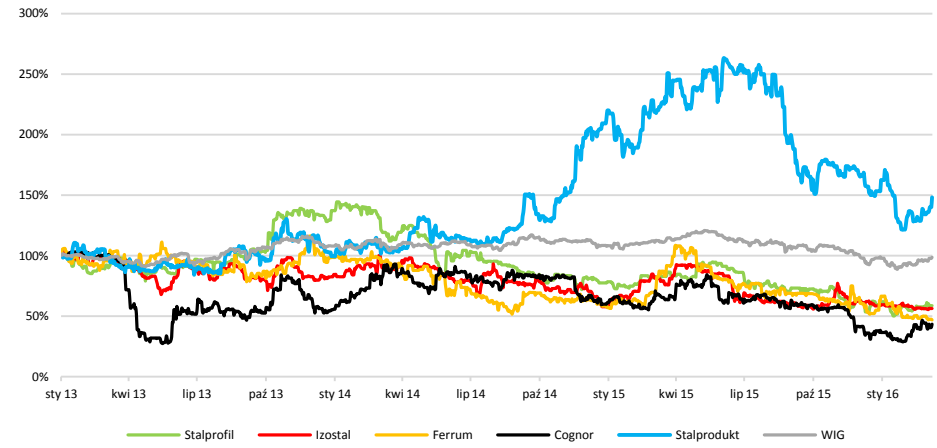
Zwracamy uwagę, że w obecnej strukturze EBITDA grupy, istotne znaczenie ma segment cynku, którego część górnicza ma krótką perspektywę eksploatacji (kopalnia Olkusz-Pomorzany). Spodziewamy się, że przy wyższych cenach cynku spółka może chcieć realizować małe projekty górnicze w bliskim sąsiedztwie złóż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

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

			P/E			EV/EBITDA			Komentarz
	Cena	Waluta	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
KLOECKNER	9.0	EUR	---	24.4	15.5	9.8	7.5	6.2	*Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi.*
THYSSENKRUPP	17.1	EUR	16.9	11.9	9.6	5.0	4.7	4.2	
VOESTALPINE	29.5	EUR	9.5	11.4	9.7	5.9	6.3	5.7	
SALZGITTER	23.2	EUR	---	40.6	13.6	2.8	2.8	2.3	
ARCELORMITTAL	4.7	EUR	---	26.5	8.0	4.7	3.9	3.6	
VALLOUREC	28.3	EUR	---	---	14.4	10.7	8.2	6.8	
US STEEL	7.6	USD	---	---	12.5	---	11.8	5.1	
NLMK	13.5	USD	---	---	29.6	---	8.1	6.0	
AK STEEL	10.8	USD	6.5	10.4	9.0	3.9	5.1	4.8	
POSCO	4.0	tys. KRW	---	13.2	4.1	7.8	6.1	4.9	
TATA	217.5	INR	16.5	12.5	12.4	6.3	5.8	6.0	
WISCO	288.6	CNY	---	37.2	15.3	14.0	8.2	7.0	
Mediana			**13.0**	**13.2**	**12.4**	**6.1**	**6.1**	**5.4**	
KOREA ZINC	466	tys. KRW	14.1	12.6	10.9	7.4	6.3	5.6	*Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji (górniczej i hutniczej) cynku.*
BOLIDEN	137.4	SEK	14.7	10.7	8.9	5.9	4.9	4.0	
NYRSTAR	0.7	EUR	---	10.9	9.0	4.5	3.2	2.3	
HINDUSTAN ZINC	173.5	INR	8.3	8.1	7.7	4.9	4.4	3.6	
Mediana			**14.1**	**10.8**	**9.0**	**5.4**	**4.6**	**3.8**	
Stalprofil	9.86	PLN	24.9	17.5	14.7	11.1	9.3	8.1	*Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru stali notowane na GPW.*
Izostal	4.24	PLN	17.5	14.8	14.5	11.3	10.1	9.3	
Cognor	0.95	PLN	---	---	---	6.2	5.1	5.0	
Mediana			**21.2**	**16.1**	**14.6**	**11.1**	**9.3**	**8.1**	

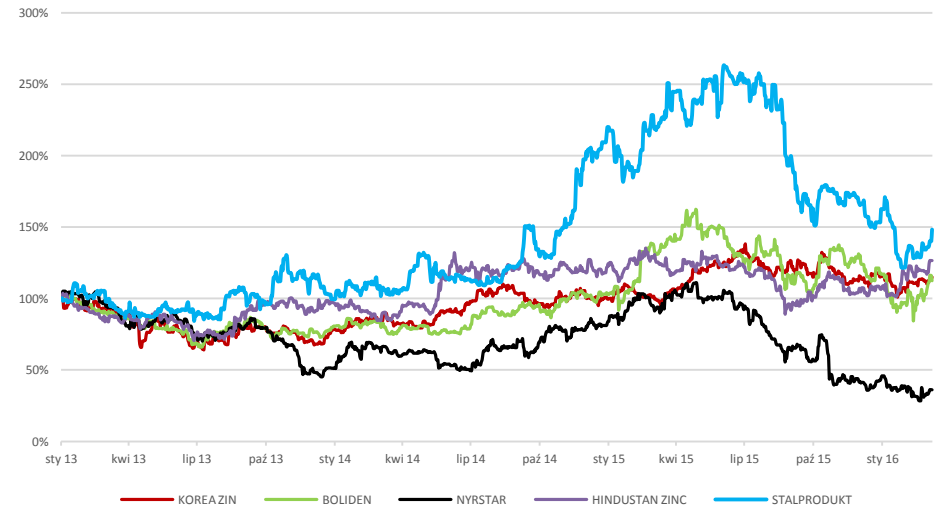
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



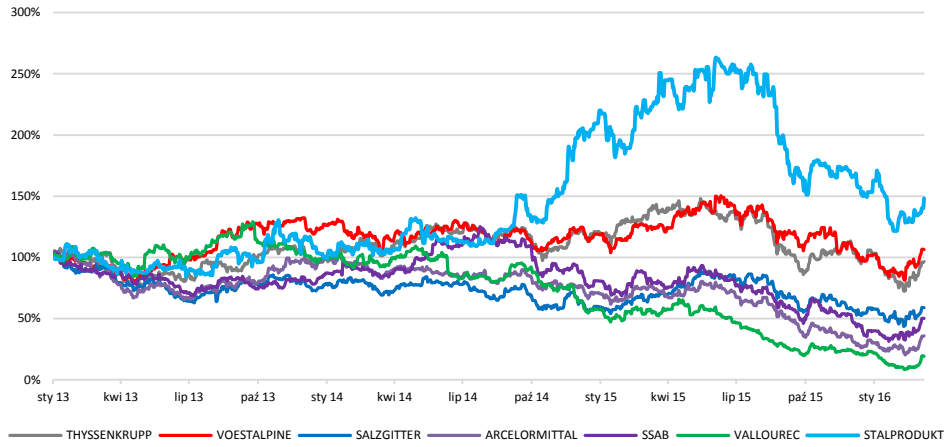
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na produkcję cynku



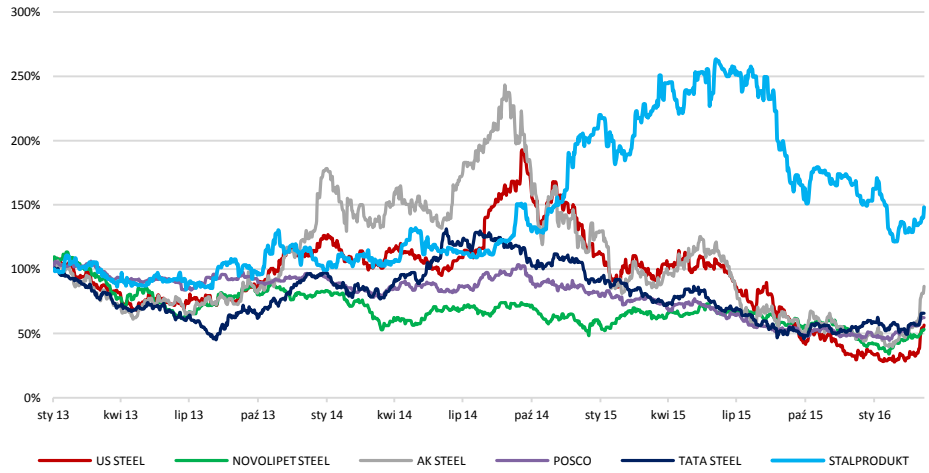
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2015

Rezultaty za 4Q'15 były kolejny udanym kwartałem dla grupy. Oceniamy, że była to kumulacja dwóch czynników: nałożenia się wysokich marż w segmencie blach transformatorowych oraz wciąż dobrych rezultatów z segmentu cynku (dodatkowo z jednorazowym efektem wyższej sprzedaży surowca o ponad 9 tys. ton – sprzedaż zapasów i wzrost produkcji).

W segmencie blach elektrotechnicznych w 4Q'15 nastąpił spadek wolumenów sprzedaży o 2.7% r/r (w 3Q'15 nastąpił wzrost o 11.8%, a w 1H'15 było to +14.6%). Pozytywny efekt na marże segmentu miały zatem głównie wysokie ceny blach (efekt ten był widoczny już w 3Q'15). Tym samym przychody segmentu blach w 4Q'15 były wyższe aż o 36% r/r. Uwzględniając efekt dźwigni, wynik segmentu blach w 4Q'15 wzrósł r/r do 54.2 mln PLN.

Przychody segmentu cynku w 4Q'15 wzrosły o 9.8% r/r, czyli do 420.6 mln PLN. Jak już wspominaliśmy, w omawianym okresie doszło do istotnego zwiększenia wolumenu sprzedaży cynku (9.3 tys. ton). Jak podaje spółka, wzrost ten był efektem sprzedaży zapasów oraz większej produkcji. Tym samym wyższy wolumen sprzedaży zneutralizował negatywne czynniki związane ze spadkiem cen surowców. Wynik segmentu cynku za 4Q'15 był na poziomie 69.3 mln PLN, co oznacza poprawę q/q jak i r/r.

W obszarze profili w dalszym ciągu spółka zmagała się z trudnym otoczeniem konkurencyjnym (m.in. nadpodaż wyrobów, spadające ceny wyrobów stalowych). Dodatkowo w 4Q'15 wolumen sprzedaży spadł o ponad 8% r/r. Dlatego spadek przychodów w segmencie profili przekroczył 19% r/r i wynik dywizji profili wykazał stratę rzędu 1.1 mln PLN.

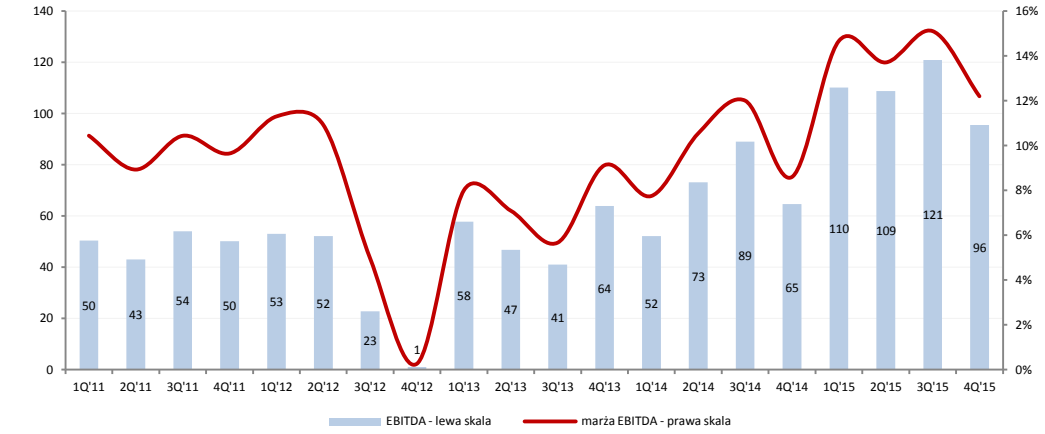
Skonsolidowane przychody w 4Q'15 Stalproduktu wzrosły o 4.2% r/r do prawie 783 mln PLN. Poprawa wyników r/r w segmencie blach i w segmencie cynku pozwoliła na wzrost EBITDA do 95.5 mln PLN, a EBIT do 59.7 mln PLN. Na poziomie netto (po wyłączeniach mniejszości) spółka pokazała zysk w omawianym okresie w kwocie 51.8 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane Stalproduktu za 4Q'15

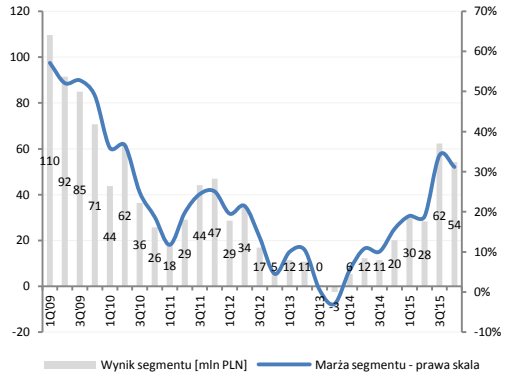
Dane skonsolidowane	**4Q'14**	**4Q'15**	**zmiana r/r**	**1Q'14-4Q'14**	**1Q'15-4Q'15**	**zmiana r/r**
Przychody	751.2	783.0	4.2%	2 858.5	3 128.3	9.4%
Wynik brutto na sprzedaży	104.8	145.6	38.9%	360.4	548.5	52.2%
EBITDA	64.6	95.5	47.8%	278.9	435.5	56.1%
EBIT	29.2	59.7	104.3%	143.4	292.2	103.8%
Saldo finansowe	3.2	2.7	-15.6%	-8.0	-3.9	---
Wynik netto	27.2	52.6	93.0%	101.4	228.7	125.5%
Wynik netto przypisany jedn. dominującej	26.3	51.8	96.7%	91.1	220.0	141.6%
Marża EBITDA	8.6%	12.2%		9.8%	13.9%	
	3.9%	7.6%		5.0%	9.3%	
Segment blach						
Przychody	**4Q'14**	**4Q'15**	**zmiana r/r**	**1Q'14-4Q'14**	**1Q'15-4Q'15**	**zmiana r/r**
Wynik segmentu	127.5	173.8	36.3%	456.4	664.0	45.5%
Marża segmentu	20.1	54.2	169.9%	49.4	174.7	253.3%
	15.8%	31.2%		10.8%	26.3%	
Segment profili						
Przychody	**4Q'14**	**4Q'15**	**zmiana r/r**	**1Q'14-4Q'14**	**1Q'15-4Q'15**	**zmiana r/r**
Wynik segmentu	185.6	149.8	-19.3%	760.8	658.0	-13.5%
Marża segmentu	2.9	-1.1	---	37.0	23.6	-36.1%
	1.5%	-0.7%		4.9%	3.6%	
Segment cynku						
Przychody	**4Q'14**	**4Q'15**	**zmiana r/r**	**1Q'14-4Q'14**	**1Q'15-4Q'15**	**zmiana r/r**
Wynik segmentu	382.9	420.6	9.8%	1 422.5	1 601.4	12.6%
Marża segmentu	57.6	69.3	20.3%	178.5	252.0	41.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

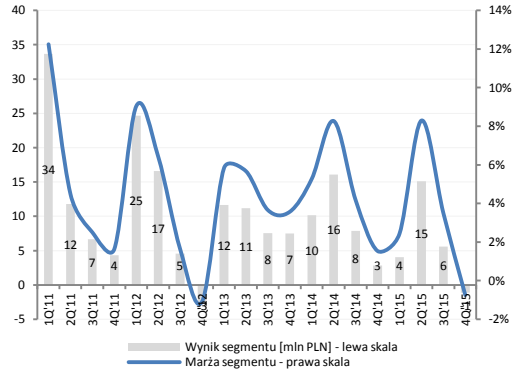
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



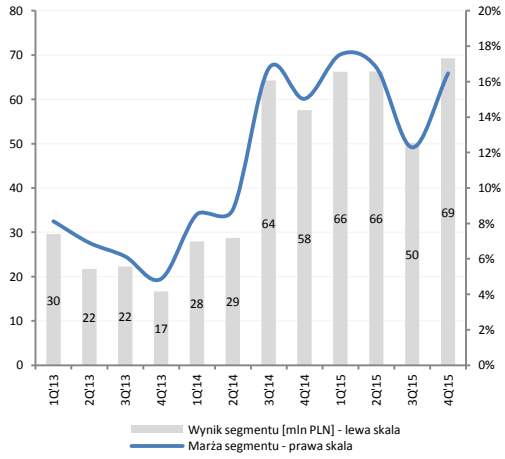
Segment blach



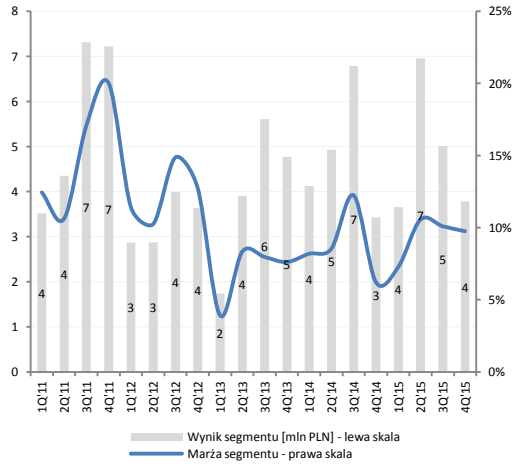
Segment profili



Segment cynku

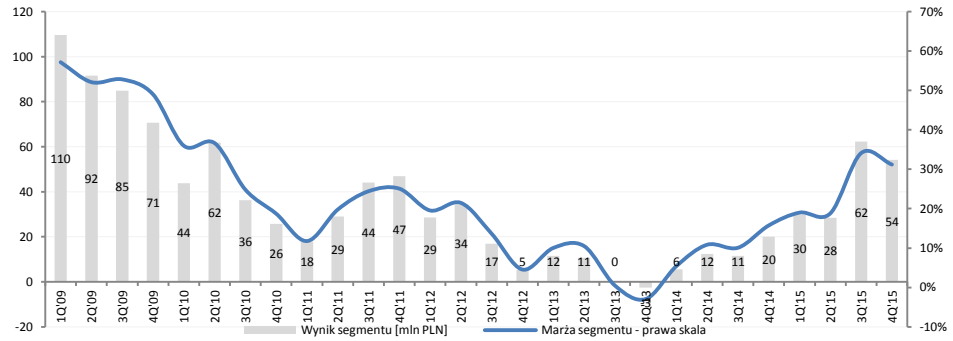


Pozostała działalność



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

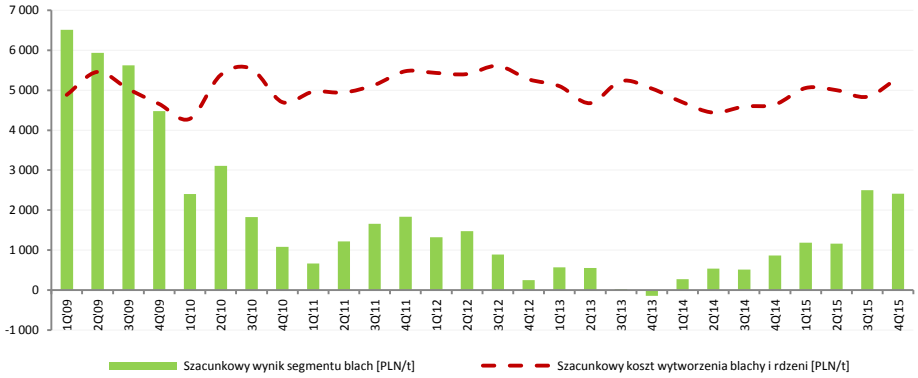
Wynik segmentu blach elektrootechnicznych w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 2017/2018). Wpływ na niższe marże 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).

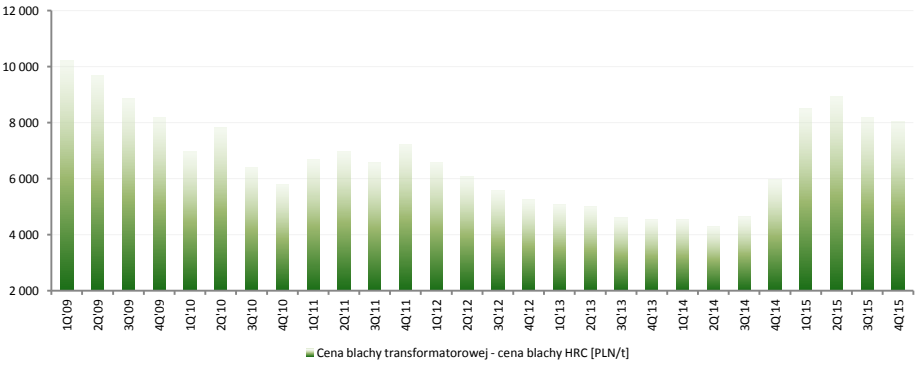
Szacunkowy wynik oraz koszt wytworzenia segmentu w przeliczeniu na tonę (symulacja BDM)



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

Wg naszych szacunków w1H'15 średni wynik w przeliczeniu na tonę w segmencie blach przekroczył 1100 PLN. W 2H'15 w wyniku znaczących podwyżek cennikowych szacunkowy wynik to ponad 2 400 PLN/t.

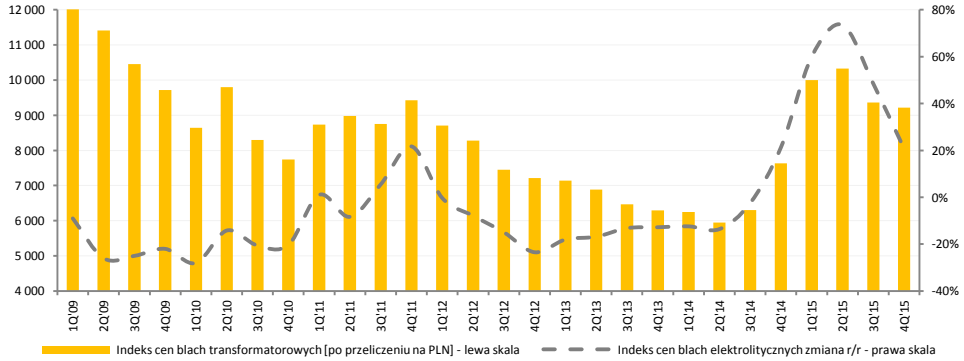
Szacunkowa różnica (cena blachy transformatorowej – cena blachy HRC) [PLN/t]



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

Szacunkowa różnica pomiędzy ceną blachy transformatorowej a ceną blachy HRC od 2H'14 do 2Q'15 ulegała wyraźnej poprawie. Obawiamy się, że kolejne kwartały przyniosą pogorszenie tego odczytu.

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



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

Ceny balch transformatorowych w 4Q'14 i 1Q'15 zanotowały dynamiczny wzrost. Od połowy 2Q'15 dostrzegamy niewielki spadki cen dla blach.

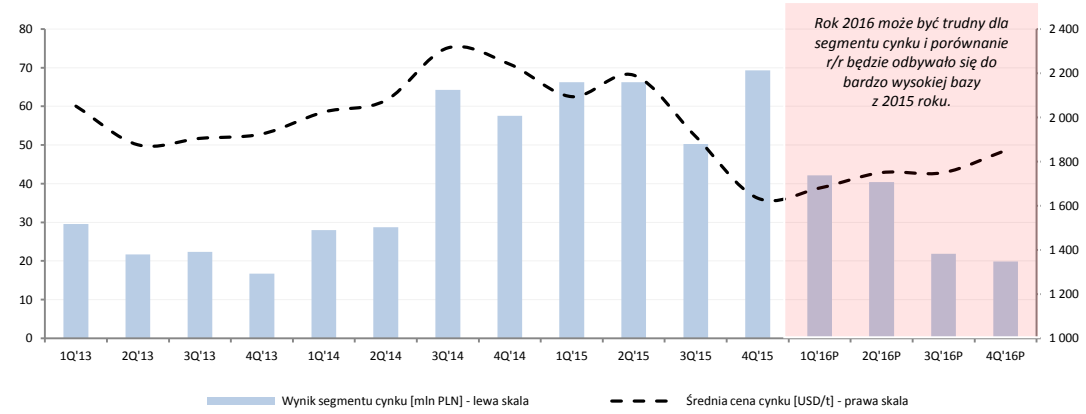
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

Spółka wypracowała bardzo dobre wyniki za 2015 rok. Ostatni kwartał 2015 roku, tak jak ostrzegaliśmy już w ostatnim raporcie analitycznym (27.11.2015), przyniósł jednak wskazówki, że nadchodzące okresy mogą przynieść erozję EBITDA w ujęciu r/r.

Oceniamy, że spodziewany okres erozji EBITDA w ujęciu r/r oraz q/q może potrwać do 4Q'16 i jest to podejście nakreślone już w poprzedniej analizie. Akcentujemy obecnie mniejszą wagę ryzyk jakie przykładamy dla kształtowania wyników grupy w średnim terminie. Traktujemy bieżące założenia jako optymalne i dające podstawę do przyszłej korekty w górę, szczególnie w scenariuszu poprawy mixu sprzedażowego w segmencie blach.

W aktualizacji zdecydowaliśmy się na doważenie w naszych wyliczeniach obserwowanego odbicia na rynku cynku. Tym samym podnieśliśmy ścieżkę cenową cynku na 2016 rok (szczególnie na 1H'16). W 2Q'16 i 3Q'16 przyjmujemy średnią cenę cynku na poziomie 1750 USD/t, a w 4Q'15 uwzględniamy wzrost do ponad 1850 USD/t. W latach 2017-2018 średnia cena cynku w modelu wynosi 1950 USD/t i 2050 USD/t (pułapy z poprzedniej analizy). Zwracamy też uwagę, że odczyty wynikowe za 4Q'15 wskazują, że ZGH wprowadził szereg zabezpieczeń przed spadkami cen cynku (dodatkowo w 4Q'15 odczuwalny był efekt wyższych wolumenów sprzedaży). Zakładamy, że polityka zabezpieczeń będzie w odczuwalny sposób amortyzować potencjalny efekt spadku marży segmentu do przełomu 1/2H'16 (z coraz mniejszym efektem). Ogółem zdecydowaliśmy się podnieść wyniki segmentu cynku do poziomu 124 mln PLN w 2016 roku (poprzednio było to 80 mln PLN). Na lata 2016-2017 korekta dla segmentu cynku jest nieznaczna i liczymy na powrót wyniku segmentu w tych latach do pułapu odpowiednio 133 mln PLN i 162 mln PLN.

Prognozowana ścieżka erozji wyników segmentu cynku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W segmencie blach od 1Q'16 spodziewamy się słabszych marż, co będzie konsekwencją wprowadzenia niższych stawek dla cen minimalnych. Jak już opisywaliśmy w poprzednim raporcie, 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). Ogółem na 2016 rok spodziewamy się spadku wyniku segmentu do 126.2 mln PLN (poprzednio było to 121 mln PLN). Kluczowe znaczenie dla spółki w średnim terminie będzie miała poprawa miksu sprzedaży, co może nastąpić nie prędzej niż na przełomie 2017/2018. Wprowadzenie nowych asortymentów blach może skłaniać nas w przyszłości do korekty w górę przyjętych założeń. Obecnie przyjmujemy, że w latach 2017-2018 wynik segmentu będzie w okolicy 145-153 mln PLN.

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 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 2016 rok spadek wyniku do 22 mln PLN (poprzednio było to 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 m.in. komunikat HW Pietrzak o procesie upadłości (jest to jeden z głównych konkurentów na rynku krajowym dla Stalproduktu; przyszłe ewentualne zmiany własnościowe mocy wytwórczych tego producenta będą oddziaływać na marże segmentu profili). Dodatkowo wpływ na rentowność segmentu mogą mieć zmiany w regulacjach ochronnych dla sprowadzanej stali z rynków wschodnich.

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**	**783.0**	**757.4**	**768.4**	**759.7**	**744.0**	**2 806.5**	**2 858.5**	**3 128.3**	**3 029.5**	**3 206.0**	**3 268.8**	**3 246.3**	**3 198.8**
segment blach	113.6	127.5	156.7	150.9	182.6	173.8	176.8	169.7	162.9	161.3	386.7	456.4	664.0	670.8	707.7	718.3	729.1	740.0
segment profili	188.4	185.6	166.2	182.1	160.0	149.8	141.3	163.9	172.8	154.3	812.4	760.8	658.0	632.2	695.4	726.7	690.4	669.7
segment cynku	383.8	382.9	377.8	394.5	408.5	420.6	386.6	381.6	371.6	373.1	1 383.2	1 422.5	1 601.4	1 512.9	1 567.9	1 582.9	1 579.9	1 529.9
Wyniki segmentów	**90.4**	**83.9**	**103.7**	**116.8**	**123.1**	**126.2**	**82.9**	**82.6**	**63.0**	**61.3**	**164.4**	**284.2**	**469.8**	**289.8**	**336.6**	**376.7**	**365.0**	**356.9**
segment blach	11.5	20.1	29.8	28.4	62.3	54.2	36.8	33.1	28.2	28.2	20.2	49.4	174.7	126.2	145.8	153.1	155.1	157.0
segment profili	7.9	2.9	4.0	15.1	5.6	-1.1	1.4	4.9	7.8	7.7	37.9	37.0	23.6	21.8	36.5	40.0	38.0	36.8
segment cynku	64.3	57.6	66.2	66.3	50.2	69.3	42.1	40.4	21.8	19.8	90.3	178.5	252.0	124.2	133.2	161.9	147.2	133.2
EBITDA	**89.0**	**64.6**	**110.2**	**108.8**	**121.0**	**95.5**	**86.3**	**83.8**	**78.1**	**62.5**	**209.6**	**278.9**	**435.5**	**310.7**	**363.1**	**415.3**	**415.9**	**397.3**
EBIT	55.1	29.2	74.5	73.0	85.1	59.7	49.4	46.6	40.6	24.5	80.7	143.4	292.2	161.1	200.4	242.7	243.6	230.4
Saldo finansowe	-7.9	3.2	-10.7	2.1	1.9	2.7	3.5	3.0	2.5	2.7	16.1	-8.0	-3.9	11.8	0.9	-1.0	3.6	9.9
Wynik netto przypisany	**26.0**	**26.3**	**42.0**	**60.2**	**66.0**	**51.8**	**43.5**	**41.0**	**35.6**	**22.6**	**72.8**	**91.1**	**220.0**	**142.7**	**162.2**	**194.8**	**199.4**	**193.9**
marża segmentu blach	10.1%	15.8%	19.0%	18.8%	34.1%	31.2%	20.8%	19.5%	17.3%	17.5%	5.2%	10.8%	26.3%	18.8%	20.6%	21.3%	21.3%	21.2%
marża segmentu profili	4.2%	1.5%	2.4%	8.3%	3.5%	-0.7%	1.0%	3.0%	4.5%	5.0%	4.7%	4.9%	3.6%	3.5%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%
marża segmentu cynku	16.7%	15.0%	17.5%	16.8%	12.3%	16.5%	10.9%	10.6%	5.9%	5.3%	6.5%	12.5%	15.7%	8.2%	8.5%	10.2%	9.3%	8.7%

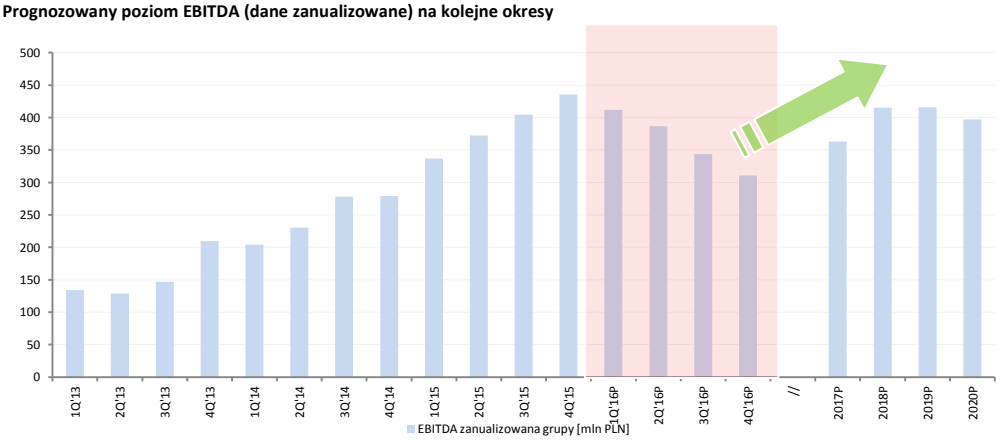
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana do prognoz (w porównaniu z raportem z 27.11.2015 roku)

	2016 stare	2016 nowe	zmiana r/r	2017 stare	2017 nowe	zmiana r/r	2018 stare	2018 nowe	zmiana r/r
Przychody	2992	3030	1%	3248	3206	-1%	3232	3269	1%
Wyniki segmentów	257	290	13%	309	337	9%	380	377	-1%
segment blach	121	126	4%	90	146	62%	146	153	5%
segment profili	35	22	-38%	64	37	-43%	47	40	-15%
segment cynku	80	124	55%	126	133	6%	161	162	0%
EBITDA	**277**	**311**	**12%**	**380**	**363**	**-4%**	**429**	**415**	**-3%**
EBIT	125	161	29%	231	200	-13%	247	243	-2%
Wynik netto	109	143	31%	184	162	-12%	191	195	2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozowany poziom EBITDA (dane zanualizowane) na kolejne okresy



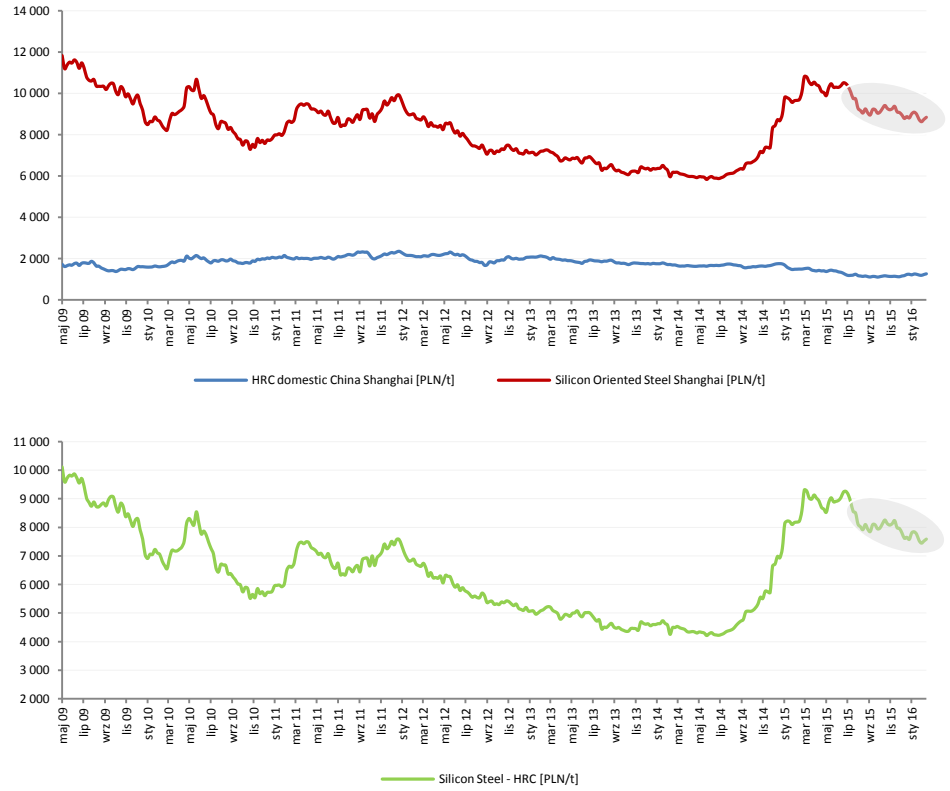
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obawiamy się, że od 4Q'15 nastąpi erozja EBITDA w ujęciu r/r z bardzo wymagającego pułapu (przez cały 2016 rok)

Jednocześnie czujemy się komfortowo z przyjętą ścieżką powrotu EBITDA w latach 2017-2018 do przedziału 350-400 mln PLN. Zwracamy uwagę na bardzo dobrą sytuację płynnościową grupy na koniec 2015 roku, co wyróżnia Stalprodukt na tle innych firm działających w branży. Sytuacja płynnościowa zatem istotnie zwiększa bezpieczeństwo inwestycyjne, dodatkowo w scenariuszu realizacji naszych prognoz, spółka jest handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4.3x-3.6x.

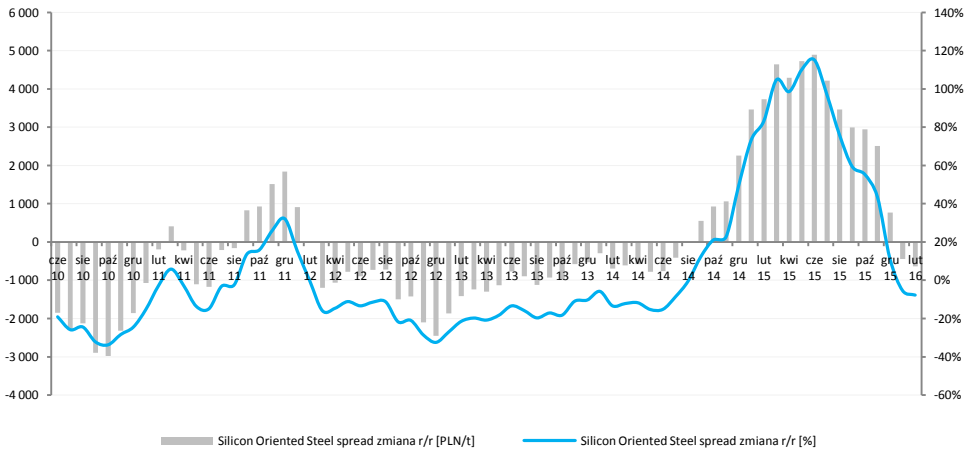
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH

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

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

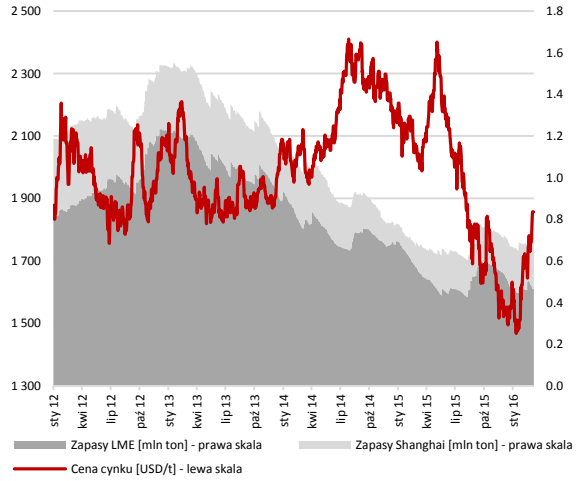
Końcówka 2014 roku i 1Q'15 przyniosły bardzo dynamiczny wzrost indeksu cen blach transformatorowych ! Odczyty w połowie 2Q'15 zapoczątkowały płaską korektę cen trwającą do początku 2016 roku.

Zakładamy, że najbliższe miesiące przyniosą stabilizację cen (należy mieć na uwadze, że indeks oddaje jedynie cząstkowe dane z wąskiego asortymentu blach o najwyższej jakości).

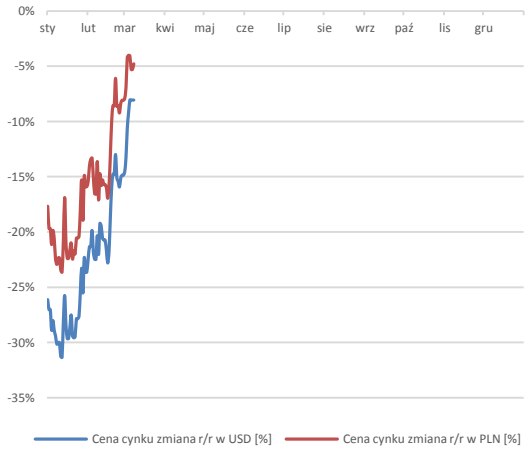
W 2015 roku znacznej poprawie uległ spread pomiędzy produktem finalnym spółki, co obrazuje indeks Silicon Steel a blachą wsadową.

STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU

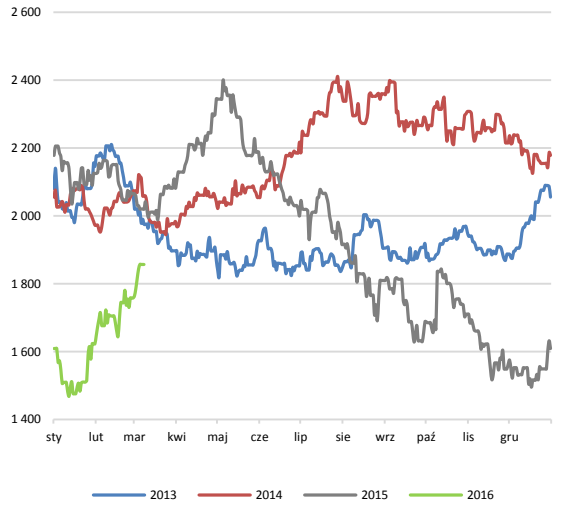
Cyna cynku oraz zapasy cynku na LME oraz w Shanghaju



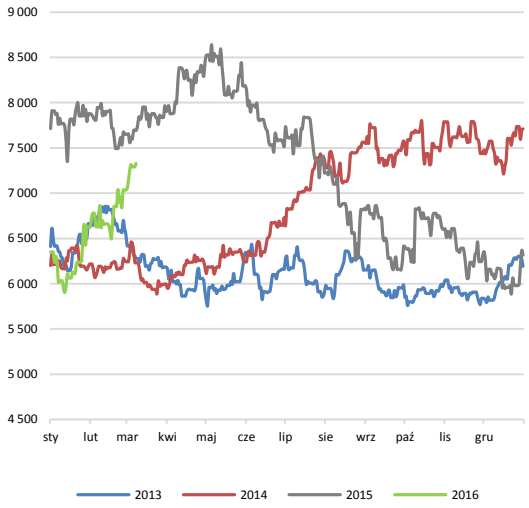
Zmiana r/r cen cynku w 2016 w ujęciu USD i PLN



Cena cynku w latach 2013-2016 (wykresy nałożone) [USD/t]



Cena cynku w latach 2013-2016 (wykresy nałożone) [PLN/t]

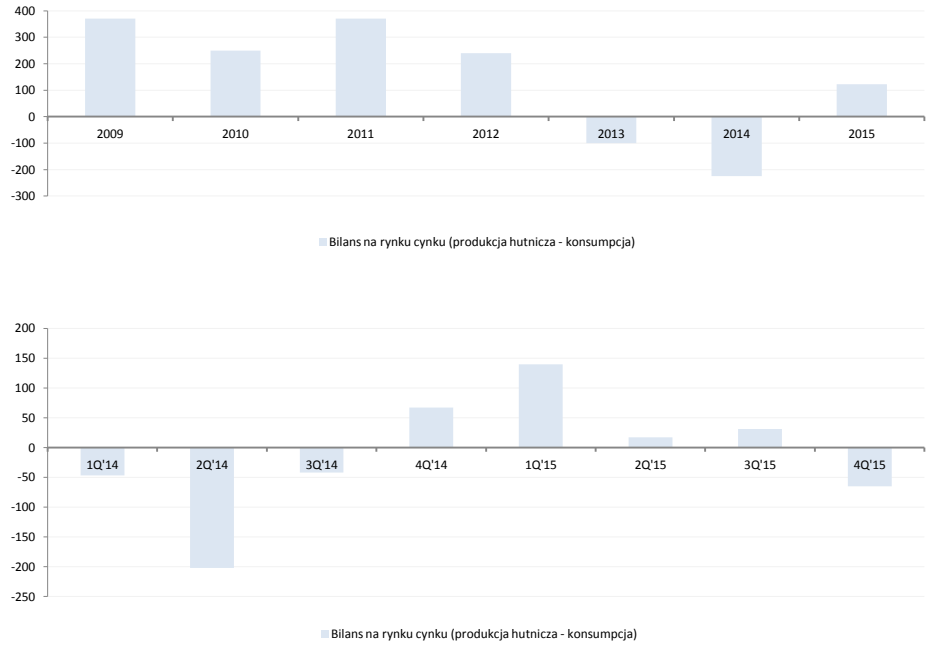


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, CRU

Metal premium [PLN/t] - Rotterdam

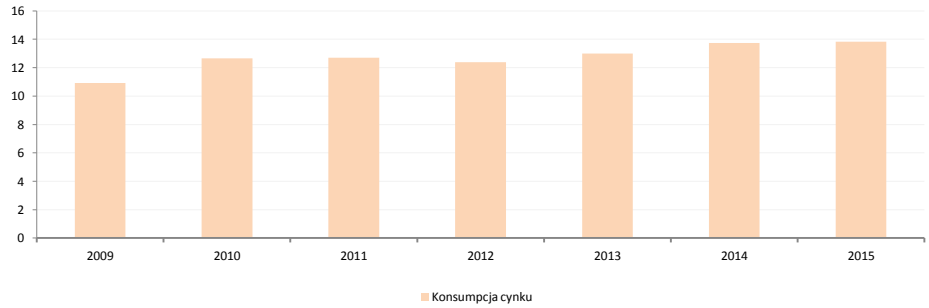
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, CRU

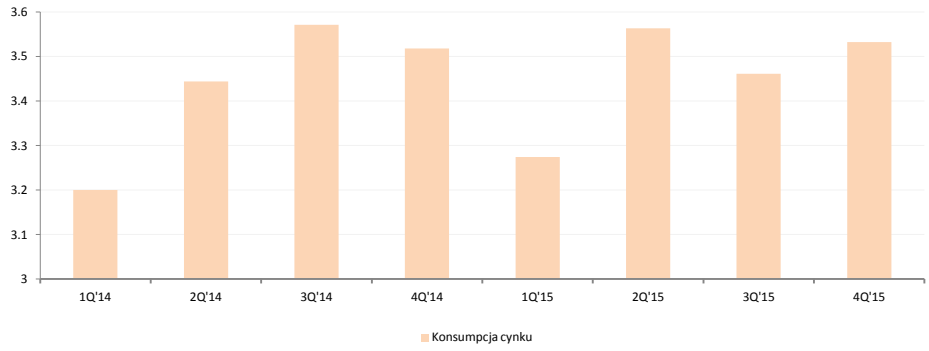
Bilans na rynku cynku (produkcja hutnicza – konsumpcja) w latach 2009-2015 [tys. ton]



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

Zużycie cynku na świecie w latach 2009-2015 [mln ton]





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

W 2013 roku po raz pierwszy od 5 lat nastąpił deficyt produkcji górniczej cynku na świecie. Na przełomie 4Q'14/1Q'15 nastąpił wzrost produkcji i jednocześnie wyhamowała dynamika konsumpcji, co skutkowało odwróceniem bilansu.

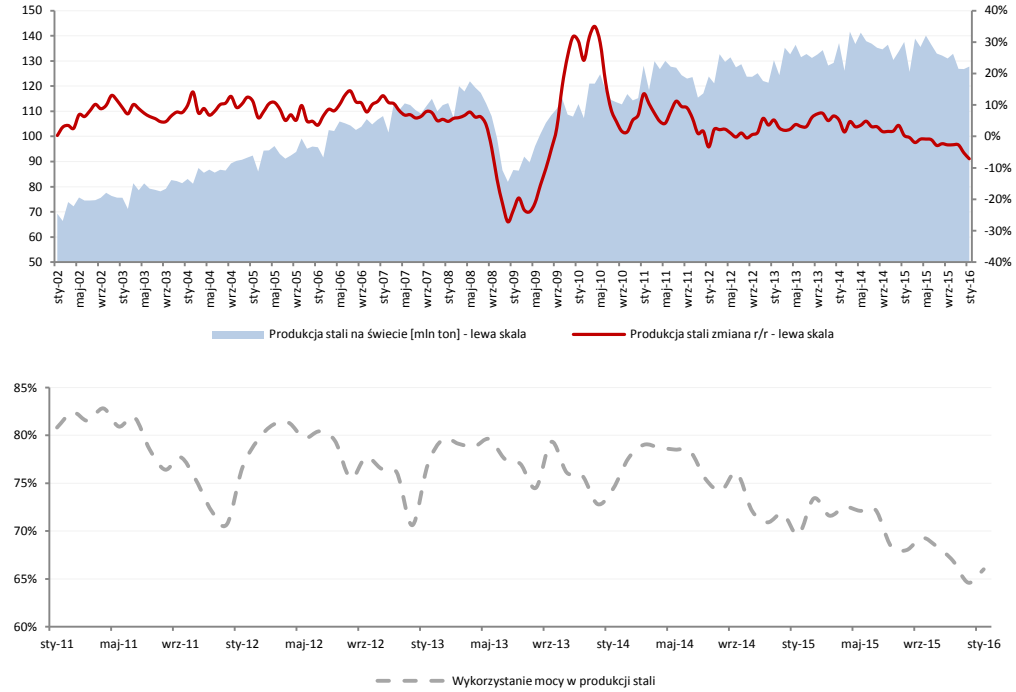
W październiku'15 Glencore zapowiedział, że planuje ograniczyć produkcję górniczą cynku. Już w 4Q'15 nastąpił odczuwalny spadek produkcji górniczej w Glencore, gdzie zmniejszono wydobycie o ok. 20% w ujęciu q/q. Na świecie spadek produkcji w 4Q'15 względem 3Q'15 wyniósł ok. 9%.

Z danych ILZSG wynika, że popyt na cynk w 2015 roku wyniósł ponad 13.8 mln ton, czyli o niespełna 1% r/r. Zużycie cynku w 1H'15 wzrosło o niespełna 3% r/r. W 2H'15 konsumpcja cynku spadła o ponad 1% (słaby w ujęciu r/r był okres 3Q'15).

Opublikowana w październiku'15 przez ILZSG prognoza na 2016 rok zakłada wzrost konsumpcji cynku o 3.3% r/r (do pułapu ok. 14.3 mln ton). Należy mieć na uwadze, że prognoza została przygotowana jeszcze przez ogłoszeniem przez Glencore istotnej redukcji produkcji na 2016 rok. Uwzględniając perspektywę dla zużycia stali w Chinach, oceniamy że założenia ILZSG są zbyt optymistyczne.

PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



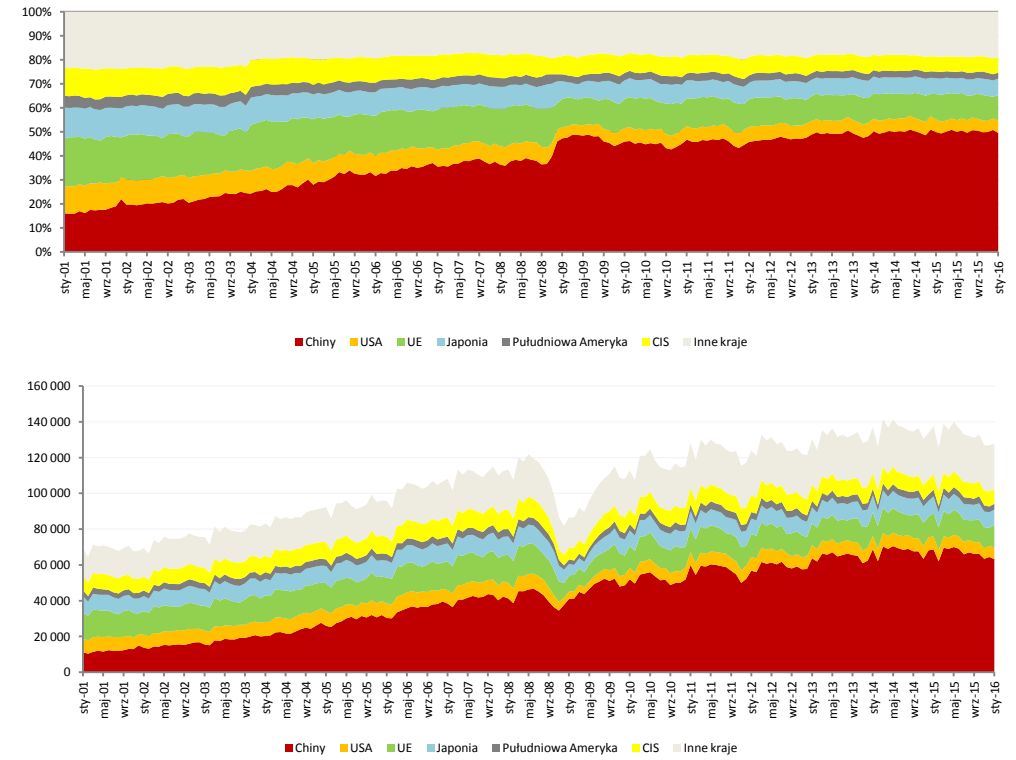
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., World Steel Association

Produkcja stali w 2014 roku wzrosła o ok. 3.1% r/r i wyniosła 1.63 mld ton. Z danych WSA wynika, że w 2015 roku produkcja stali na świcie spadła o ok. 2% r/r do pułapu 1.59 mld ton. Należy mieć na uwadze, że **erozja produkcji była szczególnie odczuwalna w 4Q'15 (- 5% r/r). W styczniu'16 wg WSA produkcja stali spadła o ponad 3.5% r/r.**

Jak podaje WSA w 2015 roku średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło ok. 69.7%, podczas gdy w 2014 i 2013 roku był to poziom ok. 73.4% i 78.4% (po korektach).

Ostatnie miesiące pokazują, że wykorzystanie mocy jest już wyraźnie poniżej pułapu 70% ! Jest to sytuacja destabilizująca poszczególne rynki lokalne.

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



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

Od kilku lat zauważalna jest dominująca rola Chin w produkcji stali. W 2001 roku Chiny odpowiadały za ok. 18.1% produkcji światowej, w 2007 roku udział Chin wyniósł już 37% w światowej produkcji, a w 2015 roku było to już ok. 50.2% (stabilny pułap względem 2014 roku).

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 2015 roku udział w światowej produkcji spadł do ok. 10.4% (stabilnie względem 2014 roku)

Polska w 2015 roku odpowiadała za ok. 0.57% produkcji światowej i ok. 5.48% produkcji w UE28 (w .2014 roku było to odpowiednio 0.5% i 5.1%).

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**	**3 128**	**3 030**	**3 206**	**3 269**	**3 246**	**3 199**	**3 180**	**3 181**	**3 214**	**3 247**
segment blach	545	387	456	664	671	708	718	729	740	751	762	774	785
segment profili	1 047	812	761	658	632	695	727	690	670	676	683	690	697
segment cynku		1 383	1 423	1 601	1 513	1 568	1 583	1 580	1 530	1 480	1 450	1 450	1 450
Wynik segmentów	**146**	**164**	**284**	**470**	**290**	**337**	**377**	**365**	**357**	**326**	**316**	**320**	**324**
segment blach	85	20	49	175	126	146	153	155	157	159	161	163	165
segment profili	43	38	37	24	22	37	40	38	37	37	38	38	38
segment cynku		90	179	252	124	133	162	147	133	98	84	84	84
EBITDA	**129**	**210**	**279**	**435**	**311**	**363**	**415**	**416**	**397**	**340**	**323**	**314**	**316**
EBIT	**75**	**81**	**143**	**292**	**161**	**200**	**243**	**244**	**230**	**183**	**177**	**178**	**181**
Przychody finansowe	12	31	20	16	27	36	40	42	46	51	52	54	55
Koszty finansowe	10	14	28	20	16	35	41	39	36	34	32	30	29
Wynik brutto	77	97	135	288	173	201	242	247	240	200	197	202	207
Podatek dochodowy	17	19	34	60	29	38	46	47	46	38	37	38	39
Wynik dla akcjonariuszy	**63**	**73**	**91**	**220**	**143**	**162**	**195**	**199**	**194**	**161**	**159**	**163**	**167**

Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	1 370	1 914	1 934	1 982	2 013	2 029	2 014	1 997	1 956	1 928	1 911	1 905	1 904
Inwestycje dł term	306	54	60	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
Dł aktywa finansowe	306	48	54	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Aktywa z tyt odroczonego podatku	2	16	22	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Inne rozliczenia mo	0	8	7	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Aktywa obrotowe	706	1 078	1 211	1 411	1 398	1 599	1 729	1 836	1 936	1 978	2 011	2 062	2 119
Zapasy	328	507	579	463	540	580	618	623	622	627	628	634	641
Należności kr term	294	410	389	437	440	509	537	534	526	523	523	528	534
Inwestycje kr term	78	152	229	492	399	491	554	660	769	809	841	880	925
Kr term rozliczenia mo	7	9	14	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Aktywa razem	**2 076**	**2 992**	**3 145**	**3 393**	**3 411**	**3 628**	**3 743**	**3 832**	**3 892**	**3 906**	**3 922**	**3 967**	**4 023**
Kapitał własny	1 577	1 756	1 847	2 139	2 089	2 209	2 348	2 470	2 564	2 609	2 655	2 707	2 760
Zobowiązani i rezerwy	499	1 236	1 298	1 254	1 322	1 419	1 395	1 363	1 328	1 296	1 266	1 260	1 263
Rezerwy na zobowiązania	21	213	247	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306
Zobowiązania dł term	121	158	119	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102
Zobowiązania kr term	356	564	623	534	601	698	674	642	607	575	546	539	542
Zobowiązania warunkowe z tyt ZGH	0	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Rozliczenia mo	1	4	12	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Pasywa razem	**2 076**	**2 992**	**3 145**	**3 393**	**3 411**	**3 628**	**3 743**	**3 832**	**3 892**	**3 906**	**3 922**	**3 967**	**4 023**

CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	256	222	203	420	261	233	308	369	365	315	305	290	294
CF inwestycyjny	-358	-135	-161	-173	-181	-178	-158	-155	-126	-128	-129	-129	-135
CF finansowy	101	-53	15	-149	-173	37	-87	-108	-130	-147	-143	-121	-114
CF netto razem	0	34	57	99	-93	92	64	106	109	39	32	40	45
Środki pieniężne eop	77	112	169	268	174	266	330	435	544	584	616	656	701

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7	272.7
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]	1 834	1 834	1 834	1 736	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541	1 541
BVPS	234.5	261.2	274.6	335.9	369.8	391.0	415.5	437.1	453.9	461.8	470.0	479.1	488.5
EPS	9.4	10.8	13.5	34.6	25.3	28.7	34.5	35.3	34.3	28.5	28.1	28.8	29.5
CEPS	17.5	30.0	33.7	57.1	51.7	57.5	65.0	65.8	63.8	56.2	54.0	52.9	53.5
P/E	28.9	25.2	20.1	7.9	10.8	9.5	7.9	7.7	7.9	9.6	9.7	9.5	9.2
EV/EBITDA	14.7	9.1	6.8	3.8	5.1	4.3	3.6	3.2	3.0	3.3	3.3	3.2	3.1
EV/EBIT	25.2	23.5	13.2	5.7	9.8	7.8	6.1	5.5	5.2	6.2	6.1	5.7	5.4
P/BV	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Dywidenda [mln PLN]	1.8	7.7	4.0	13.3	13.3	43.0	57.1	78.3	100.1	116.8	113.3	111.5	114.3
DPS [PLN]	0.3	1.1	0.6	2.1	2.4	7.6	10.1	13.9	17.7	20.7	20.1	19.7	20.2
DYield	0.1%	0.4%	0.2%	0.8%	0.9%	2.8%	3.7%	5.1%	6.5%	7.6%	7.4%	7.2%	7.4%
EV [mln PLN]	1 894	1 898	1 891	1 664	1 582	1 570	1 477	1 341	1 202	1 132	1 070	1 020	975
Dług netto [mln PLN]	60	64	57	-72	41	29	-64	-200	-339	-408	-471	-520	-565
Dług % [mln PLN]	138	185	226	195	215	295	265	235	205	175	145	135	135

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 stalą

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

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

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

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
akumuluj	315.8	redukuj	290.0	08.03.2016	272.7	46 843
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 1Q'16:

Kupuj	5	33%
Akumuluj	6	40%
Trzymaj	3	20%
Redukuj	1	7%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

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

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

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

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

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

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

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

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

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

bieżącej ceny rynkowej;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nota prawna:

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 03.08.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.03.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz 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 08.03.2016 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 subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. 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.