



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 651,0 PLN

08 SIERPIEŃ 2017, 15:03 CEST

W perspektywie kilku lat definiujemy Stalprodukt w kategorii potencjalnych liderów dalszej ekspansji krajowych spółek w obszarze przemysłu („przyczajony tygrys” a może i „ukryty smok”?!). Oceniamy, że spółka pozostaje nadal jedną z tańszych propozycji z obszaru przemysłu i tradycyjnie cechuje się wyjątkowo bezpieczną strukturą bilansu. Jeśli nasze prognozy będą realizowane to spółka jest obecnie handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4,6x-4,0x. Dlatego zdecydowaliśmy się na wzmocnienie naszego pozytywnego nastawienia średnioterminowego do Stalproduktu (pozostawiamy zalecenie Kupuj) i jednocześnie podnosimy cenę docelową do 651 PLN/akcję.

Spodziewamy się, że bardzo mocny odczyt EBITDA z 2016 roku zostanie przeбитo w 2017 roku (trochę słabszy 2Q'17 i kolejne wzrosty w 2H'17). Zatem całoroczna EBITDA według naszych symulacji w 2017 roku powinna wynieść prawie 586 mln PLN. Z obecnej perspektywy prognozujemy również poprawę EBITDA w kolejnych dwóch latach do odpowiednio 611 mln PLN w 2018 roku i niemal 659 mln PLN w 2019 roku (główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali walców w segmencie cynku oraz poprawa struktury sprzedaży w segmencie blach transformatorowych).

Spodziewamy się, że okres erozji rezultatów w segmencie blach transformatorowych dobiegł końca. Szacunkowa marża w przeliczeniu na tonę blachy spadła w spółce do poziomu zaledwie ok 300 PLN/t. W 2Q'17 przyjęliśmy, że nastąpiło już niewielkie odbicie. Dalszej odbudowy rentowności tej dywizji biznesowej spodziewamy się w 3Q'17 i 4Q'17. W skali całego 2017 roku założyliśmy, że wynik segmentu wyniesie ok 32,7 mln PLN. Prognozowana ścieżka rezultatów na lata 2018-2019 w segmencie blach powinna pozwolić na odczyt wynikowy odpowiednio 46,5 mln PLN i 90,7 mln PLN.

Przyjęliśmy, że 2Q'17 może być słabszy wynikowo w relacji q/q dla segmentu cynku. W 3Q'17 i 4Q'17 liczymy jednak na powrót do wzrostów (dobre wolumeny oraz sprzyjające ceny). Tym samym w skali całego 2017 roku prognozujemy wynik segmentu na poziomie 482,2 mln PLN. W 2018 roku liczymy na kolejny rekordowy odczyt wynikowy powyżej 522 mln PLN. Kolejne dwa lata w naszej prognozie to spadek wyniku segmentu do odpowiednio 480 mln PLN i 441,5 mln PLN (w tym okresie powinien być widoczny pozytywny efekt uruchomienia nowej hali walców i mamy nadzieję, że nasze bieżące założenia okażą się finalnie konserwatywne).

Zwracamy uwagę, że Stalprodukt złożył ofertę wiążącą na zakup GO Steel Frýdek-Místek. Potencjalny zakup od Arcelor Mittal czeskiego oddziału produkującego blachę transformatorową może oznaczać docelowe wzmocnienie pozycji spółki na rynku europejskim. W modelu nie uwzględniamy jednak zrealizowania akwizycji (nie znamy bowiem docelowych parametrów transakcji oraz nie mamy pewności, że to Stalprodukt zakupi GO Steel Frýdek-Místek) i w przyszłości pozostawiamy sobie pole do korekty założeń.

Wycena końcowa [PLN]	651,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+30,2 %
Cena rynkowa [PLN]	500,0
Kapitalizacja [mld PLN]	2,79
Ilość akcji [mln. szt.]	5,58
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	660,0
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	446,95
Stopa zwrotu za 3 mc	-7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23%
Stopa zwrotu za 9 mc	+8%

Maciej Bobrowski

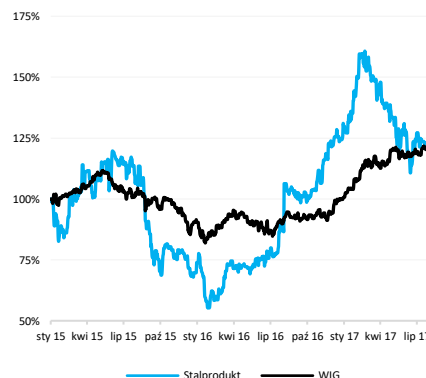
bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	3 132	3 141	3 526	3 644	3 783	3 827
EBITDA [mln PLN]	435	553	586	611	659	637
EBIT [mln PLN]	292	413	450	470	486	470
Wynik netto [mln PLN]	219	326	343	378	387	387
P/BV	1,5x	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
P/E	14,5x	8,6x	8,1x	7,4x	7,2x	7,2x
EV/EBITDA	7,2x	5,2x	4,6x	4,0x	3,2x	2,9x
EV/EBIT	10,7x	6,9x	6,0x	5,1x	4,3x	3,9x



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

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF	3
WYCENA MNOŻNIKOWA	6
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2017	9
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY	13
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH	17
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

W perspektywie kilku lat definiujemy Stalprodukt w kategorii potencjalnych liderów dalszej ekspansji krajowych spółek w obszarze przemysłu („przyczajony tygrys” a może i „ukryty smok”?). Oceniamy, że spółka pozostaje nadal jedną z tańszych propozycji z obszaru przemysłu (z dużą ekspozycją na eksport) i tradycyjnie cechuje się wyjątkowo bezpieczną strukturą bilansu (na tle innych przedstawicieli sektora). Przyjęte przez nas projekcje nie uwzględniają nowych obszarów działalności grupy, a zwracamy uwagę, że najbliższe okresy będą mocne pod względem przepływów pieniężnych (z dotychczasowych struktur dywizji biznesowych).

Spodziewamy się, że bardzo mocny odczyt EBITDA z 2016 roku zostanie przeбит w 2017 roku (trochę słabszy 2Q'17 i kolejne wzrosty w 2H'17). Zatem całoroczna EBITDA według naszych symulacji w 2017 roku powinna wynieść prawie 586 mln PLN. Z obecnej perspektywy prognozujemy również poprawę EBITDA w kolejnych dwóch latach do odpowiednio 611 mln PLN w 2018 roku i niemal 659 mln PLN w 2019 roku (główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali walców w segmencie cynku oraz poprawa struktury sprzedaży w segmencie blach transformatorowych). Zatem decydujemy się na przyjęcie scenariusza nie tylko utrzymania ale i dalszej budowy EBITDA w najbliższych 2-3 latach.

Jeśli nasze prognozy będą realizowane to spółka jest obecnie handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4,6x-4,0x. Dlatego zdecydowaliśmy się na wzmocnienie naszego pozytywnego nastawienia średnioterminowego do Stalproduktu (pozostawiamy zalecenie Kupuj) i jednocześnie podnosimy cenę docelową do 651,0 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny Stalproduktu

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	3,70	663,5
B	Wycena porównawcza	3,47	621,8
C	Wycena końcowa (A*0.7 + B*0.3)	3,63	651,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historycznie akceptowalne mnożniki EV/EBITDA (+1Yr) dla Stalproduktu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 4,0%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,1x (wcześniej było 1,0x).

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

- Spodziewamy się, że okres erozji marż w segmencie blach transformatorowych dobiegł końca. Szacunkowy wynik w przeliczeniu na tonę blachy spadł w spółce do poziomu zaledwie ok 300 PLN/t. W 2Q'17 przyjęliśmy, że nastąpiło już niewielkie odbicie. Dalszej odbudowy rentowności tej dywizji biznesowej spodziewamy się w 3Q'17 i 4Q'17. W skali całego 2017 roku założyliśmy, że wynik segmentu wyniesie ok 32,7 mln PLN. W modelu założyliśmy, że spółka wejdzie w 2018 rok z osiągalną rentownością rzędu 470 PLN/t (sądzimy, że to ostrożne podejście). W 2019 roku uwzględniamy stopniowy efekt poprawy jakości asortymentu (HiB). Zatem ścieżka wynikowa na lata 2018-2019 powinna wynieść odpowiednio 46,5 mln PLN i 90,7 mln PLN.
- W 2017 roku segment profili wg naszych symulacji powinien pokazać wynik na poziomie 40,3 mln PLN. W 2018 roku przewidujemy symboliczny spadek wyniku do 39 mln PLN (nie spodziewamy się efektu związanego z dalszym silnym wzrostem cen wyrobów, jednocześnie jednak liczymy na wyższą marżowość produkcji z nowych agregatów).
- Przyjęliśmy, że 2Q'17 może być słabszy w relacji q/q dla segmentu cynku. W 3Q'17 i 4Q'17 liczymy jednak na powrót na ścieżkę wzrostów segmentu cynku. Tym samym w skali całego 2017 roku prognozujemy wynik segmentu na poziomie 482,2 mln PLN. W 2018 roku przy płaskich wolumenach sprzedaży i opisanej ścieżce cen liczymy na kolejny rekordowy odczyt wynikowy powyżej 522 mln PLN. Kolejne dwa lata w naszej prognozie to spadek wyniku segmentu do odpowiednio 480 mln PLN i 441,5 mln PLN (w tym okresie powinien być widoczny pozytywny efekt uruchomienia nowej hali wanień i mamy nadzieję, że nasze bieżące założenia okażą się finalnie konserwatywne).
- Ogółem spodziewamy się, że bardzo mocny odczyt EBITDA z 2016 roku zostanie przeбит w 2017 roku (słabszy 2Q'17 i kolejne wzrosty w 2H'17). Z obecnej perspektywy prognozujemy również dalszą poprawę EBITDA do 611 mln PLN w 2018 roku i niemal 659 mln PLN w 2019 roku (główne impulsy dla 2019 roku to efekt hali wanień w segmencie cynku oraz poprawa struktury sprzedaży w segmencie blach transformatorowych).
- Nasze projekcje nie uwzględniają nowych potencjalnych obszarów działalności a zwracamy uwagę, że najbliższe okresy będą bardzo mocne pod względem przepływów pieniężnych (w dotychczasowych strukturach dywizji biznesowych).
- Dług netto uwzględnia stan na koniec 2016 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.09.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3,7 mld PLN, czyli 663,5 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 526	3 644	3 783	3 827	3 746	3 715	3 736	3 761	3 791	3 821
EBIT. [mln PLN]	450,0	470,3	486,1	470,1	455,1	452,4	438,0	405,5	381,6	358,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	85,5	89,4	92,4	89,3	86,5	85,9	83,2	77,0	72,5	68,2
NOPLAT [mln PLN]	364,5	381,0	393,8	380,7	368,7	366,4	354,8	328,4	309,1	290,6
Amortyzacja [mln PLN]	135,9	141,1	172,5	167,2	157,0	146,7	136,5	136,2	136,0	135,8
CAPEX [mln PLN]	-197,5	-185,0	-190,5	-209,7	-186,7	-173,9	-161,4	-161,2	-161,0	-160,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-139,6	-33,3	12,5	-22,2	11,8	8,5	-5,8	-6,9	-8,0	-8,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	163,3	304	388	316	351	348	324	297	276	257
DFCF [mln PLN]	159,8	273	319	238	242	219	187	157	133	114
Suma DFCF [mln PLN]	2 042									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 919									
										wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 731									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 773									
Dług netto [mln PLN]	70,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 703									
Ilość akcji [mln szt.]	5,58									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	663,5									

Przychody zmiana r/r	12%	3%	4%	1%	-2%	-1%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	9%	5%	3%	-3%	-3%	-1%	-3%	-7%	-6%	-6%
Marża EBITDA	16,6%	16,8%	17,4%	16,7%	16,3%	16,1%	15,4%	14,4%	13,7%	12,9%
Marża EBIT	12,8%	12,9%	12,8%	12,3%	12,2%	12,2%	11,7%	10,8%	10,1%	9,4%
Marża NOPLAT	10,3%	10,5%	10,4%	9,9%	9,8%	9,9%	9,5%	8,7%	8,2%	7,6%
CAPEX / Przychody	5,6%	5,1%	5,0%	5,5%	5,0%	4,7%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	89,7%	90,6%	92,2%	93,6%	94,8%	95,9%	96,3%	96,6%	96,8%	97,0%
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	10,3%	9,4%	7,8%	6,4%	5,2%	4,1%	3,7%	3,4%	3,2%	3,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
beta	0,8	598,4	623,7	654,6	693,4	743,4	810,4	853,2	904,7	968,0
	0,9	573,3	595,5	622,5	655,9	698,4	754,1	789,1	830,6	880,6
	1,0	550,2	569,8	593,5	622,4	658,8	705,7	734,7	768,6	808,8
	1,1	528,9	546,3	567,1	592,4	623,7	663,5	687,8	715,9	748,8
	1,2	509,2	524,7	543,1	565,3	592,4	626,5	647,0	670,5	697,8
	1,3	491,0	504,8	521,1	540,6	564,3	593,7	611,1	631,0	653,8
	1,4	474,0	486,4	500,9	518,2	538,9	564,4	579,4	596,3	615,6
	1,5	458,1	469,3	482,3	497,6	515,8	538,0	551,0	565,6	582,0
	1,6	443,3	453,4	465,0	478,6	494,8	514,2	525,5	538,1	552,2

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	991,6	922,2	862,4	835,5	810,4	786,8	764,7	724,2	688,1
	0,9	930,3	862,4	804,3	778,4	754,1	731,5	710,2	671,5	637,1
	1,0	876,5	810,4	754,1	729,0	705,7	683,9	663,5	626,5	593,7
	1,1	829,1	764,7	710,2	686,0	663,5	642,6	623,0	587,5	556,2
	1,2	786,8	724,2	671,5	648,2	626,5	606,3	587,5	553,5	523,5
	1,3	749,0	688,1	637,1	614,6	593,7	574,2	556,2	523,5	494,7
	1,4	714,8	655,7	606,3	584,5	564,4	545,6	528,2	496,8	469,2
	1,5	683,9	626,5	578,6	557,5	538,0	520,0	503,2	472,9	446,3
	1,6	655,7	599,9	553,5	533,1	514,2	496,8	480,6	451,4	425,8

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								
premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	3,0%	637,6	668,1	705,9	754,2	818,1	906,4	964,6	1 036,7	1 128,1
	3,5%	606,4	632,7	664,9	705,5	758,2	829,1	874,7	929,9	998,0
	4,0%	578,1	600,9	628,7	663,1	706,9	764,7	801,1	844,4	896,7
	4,5%	552,4	572,3	596,3	625,6	662,5	710,2	739,8	774,3	815,4
	5,0%	528,9	546,3	567,1	592,4	623,7	663,5	687,8	715,9	748,8
	5,5%	507,3	522,7	540,9	562,7	589,5	623,0	643,2	666,3	693,1
	6,0%	487,5	501,0	517,0	536,0	559,0	587,5	604,5	623,7	645,8
	6,5%	469,1	481,1	495,2	511,8	531,8	556,2	570,5	586,7	605,1
	7,0%	452,1	462,8	475,2	489,8	507,2	528,2	540,5	554,2	569,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Mediana mnożnika EV/EBITDA podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi na lata 2017-2019 wynosi 6,3x-5,3x. Decydujemy się na uwzględnienie akceptowalnego mnożnika EV/EBITDA na poziomie 5,0x jako głównego punktu odniesienia dla Stalproduktu (podejście identyczne jak w maju'16). Tym samym **wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na 621,8 PLN/akcję**.

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2017-2019

	Średni poziom EV/EBITDA na 2017-2019					
	3,5x	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	455,5	511,0	566,4	621,8	677,27	732,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

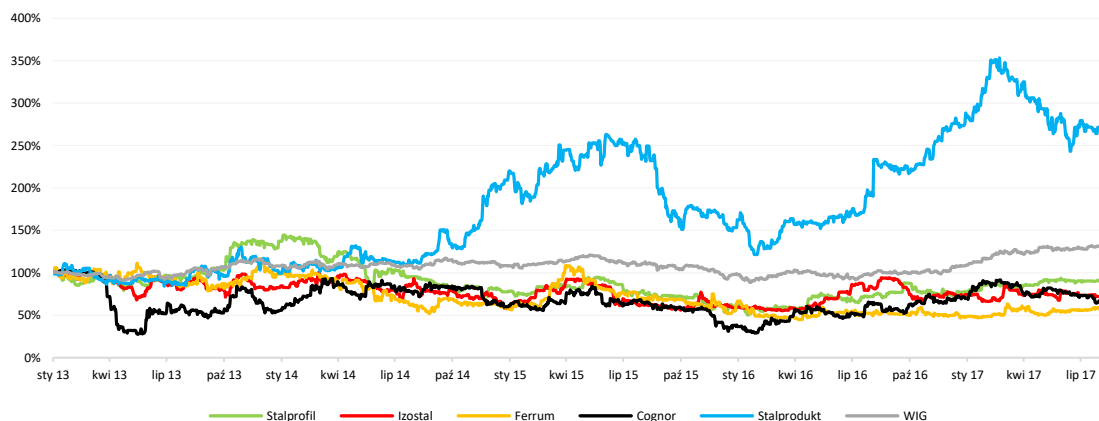
Zwracamy uwagę, że w obecnej strukturze EBITDA grupy, istotne znaczenie ma segment cynku, którego część górnicza ma ograniczoną perspektywę eksploatacji (kopalnia Olkusz-Pomorzany, Klucze I oraz docelowo Łaski). Dodatkowo istotne znaczenie dla rentowności segmentu cynku będzie miało pozyskiwanie koncentratu siarczkowego z odpadów poflotacyjnych zdeponowanych na stawach osadowych, oraz zwiększenie przerobu pyłów stalowniczych. W części hutniczej segmentu cynku od 2019 roku spodziewamy się efektów uruchomienia nowej hali wanien.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA			Komentarz
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
KLOECKNER	9,533	EUR	14,2	14,1	12,8	6,7	6,2	5,9	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi.
THYSSENKRUPP	25,755	EUR	27,6	14,7	12,4	6,5	5,5	5,0	
VOESTALPINE	42,95	EUR	12,3	11,7	10,9	6,3	5,9	5,5	
SALZGITTER	38,625	EUR	15,7	14,2	13,1	3,7	3,4	3,1	
ARCELORMITTAL	23,05	EUR	7,6	8,1	7,3	4,2	4,0	3,6	
SSAB	41,92	SEK	15,2	14,3	12,4	7,9	7,1	6,5	
VALLOUREC	4,69	EUR	---	---	---	23,0	12,0	7,0	
US STEEL	24,19	USD	13,3	9,2	6,7	4,9	4,1	3,3	
NLMK	22,18	USD	10,1	11,6	10,9	5,9	6,6	6,2	
AK STEEL	5,51	USD	10,7	5,6	7,5	5,9	4,4	4,0	
POSCO	337500	KRW	10,8	10,3	9,7	5,7	5,4	5,0	
TATA	615,3	INR	10,9	9,8	9,1	7,0	6,6	6,3	
BAOSTEEL	8,47	CNY	14,6	13,2	12,1	6,6	6,0	5,3	
Mediana			12,8x	11,7x	10,9x	6,3x	5,9x	5,3x	
KOREA ZINC	496000	KRW	13,5	12,3	11,6	6,6	5,8	5,2	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji (górnicznej i hutniczej) cynku.
BOLIDEN	257,2	SEK	11,1	12,1	12,2	6,0	6,1	5,8	
NYRSTAR	5,846	EUR	---	---	10,6	6,3	5,0	4,1	
HINDUSTAN ZINC	284,65	INR	14,6	12,5	10,9	9,1	7,5	6,1	
Mediana			13,5x	12,3x	11,2x	6,5x	5,9x	5,5x	

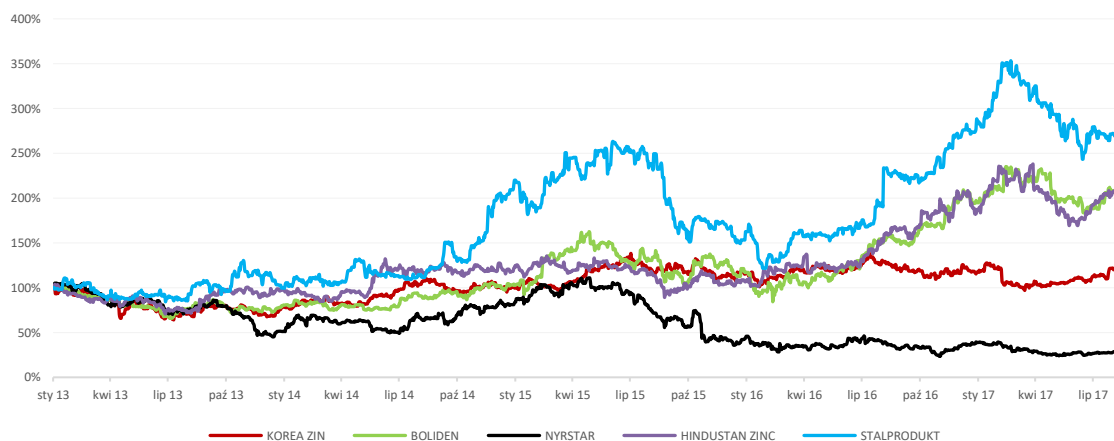
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



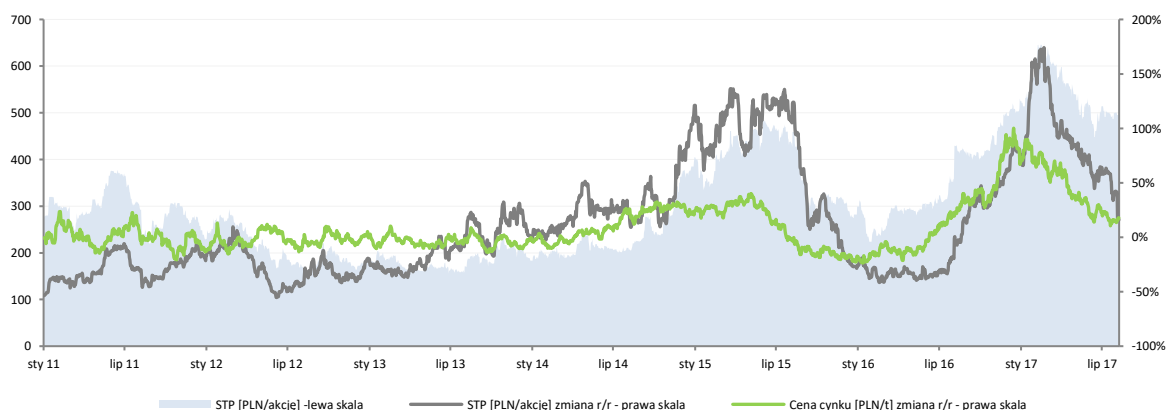
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na produkcję cynku



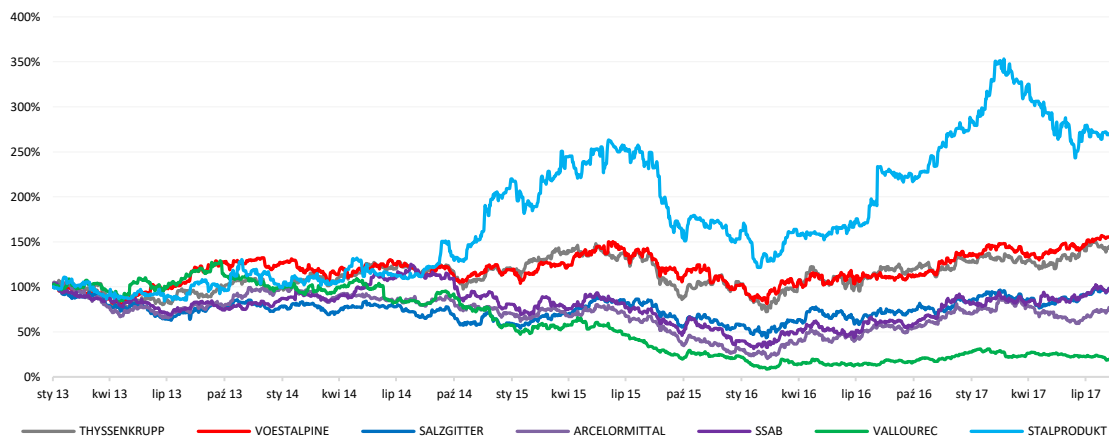
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs STP na tle zmian ceny cynku



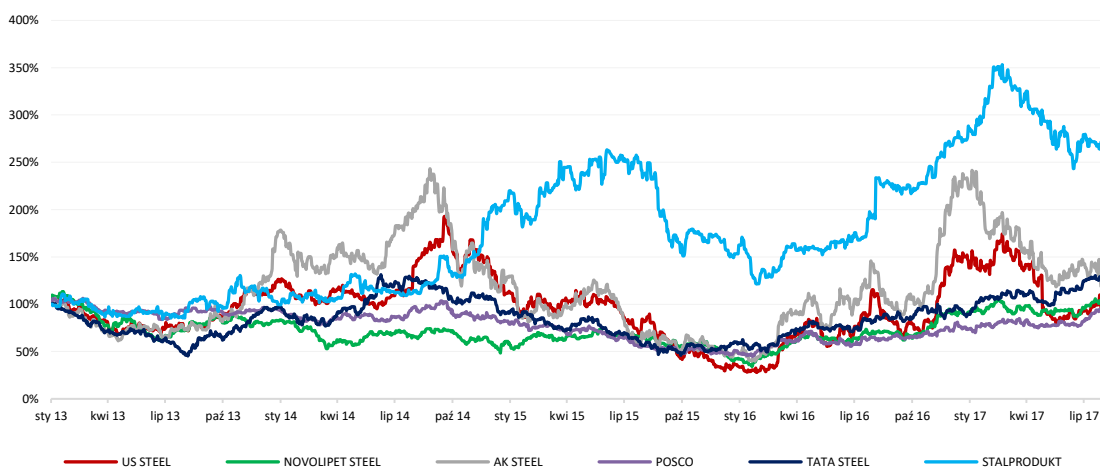
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2017

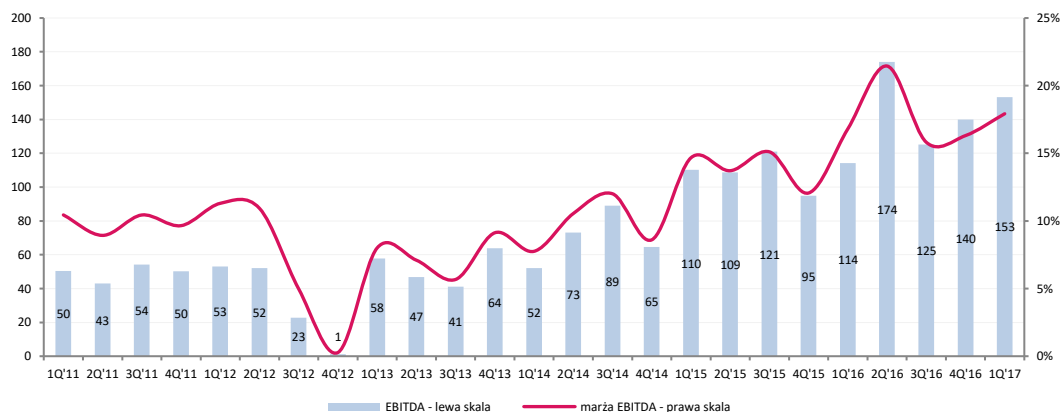
Skonsolidowany odczyt EBITDA za 1Q'17 był na poziomie 153,3mln PLN, co oznacza wzrost o 34,2% r/r. Narastająco za cztery ostatnie kwartały EBITDA wzrosła do 592,5 mln PLN (+35% r/r). Rozbicie na główne dywizje biznesowe wskazuje, że początek 2017 roku był udany dla segmentu cynku oraz dla profili. W przypadku blach transformatorowych zauważamy kolejny kwartał erozji wyników, co było konsekwencją spadających cen produktów oraz wyższym kosztem produkcji. Na poziomie netto w 1Q'17 (po włączeniach mniejszości) spółka pokazała zysk w kwocie 82,8 mln PLN (+26,1 mln PLN). Narastająco 2Q'16-1Q'17 zysk netto był na poziomie 342,9 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane Stalproduktu za 1Q'17

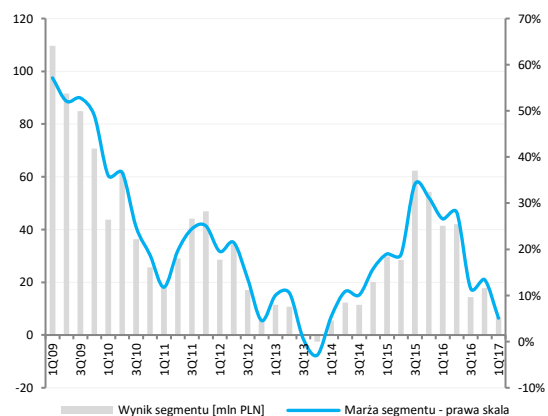
Dane skonsolidowane	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	679,7	855,0	25,8%	3 060,2	3 316,3	8,4%
Wynik brutto na sprzedaży	140,6	166,0	18,1%	565,9	658,9	16,4%
EBITDA	114,2	153,3	34,2%	438,9	592,5	35,0%
EBIT	80,2	119,8	49,3%	297,3	452,4	52,2%
Saldo finansowe	7,9	-8,8	---	14,4	-5,2	---
Wynik netto	69,1	89,0	28,9%	250,8	365,2	45,6%
Wynik netto przypisany jedn. dominującej	65,7	82,8	26,1%	242,7	342,9	41,3%
Marża EBITDA	16,8%	17,9%		14,3%	17,9%	
Segment blach	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	156,1	134,2	-14,1%	663,5	541,1	-18,4%
Wynik segmentu	41,5	6,8	-83,5%	186,4	81,0	-56,5%
Marża segmentu	26,6%	5,1%		28,1%	15,0%	
Segment profili	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	142,4	176,6	24,1%	634,2	695,3	9,6%
Wynik segmentu	2,5	18,0	631,1%	22,0	58,7	166,3%
Marża segmentu	1,7%	10,2%		3,5%	8,4%	
Segment cynku	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	345,5	495,5	43,4%	1 569,2	1 849,8	17,9%
Wynik segmentu	74,4	123,2	65,6%	260,2	419,4	61,2%
Marża segmentu	21,5%	24,9%		16,6%	22,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

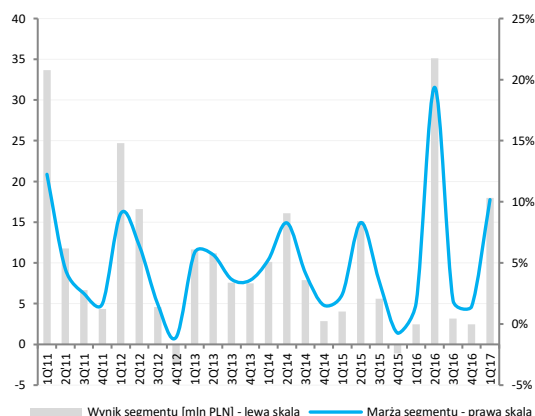
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



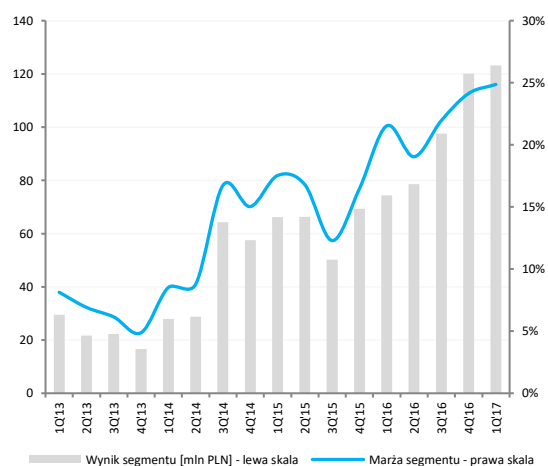
Segment blach



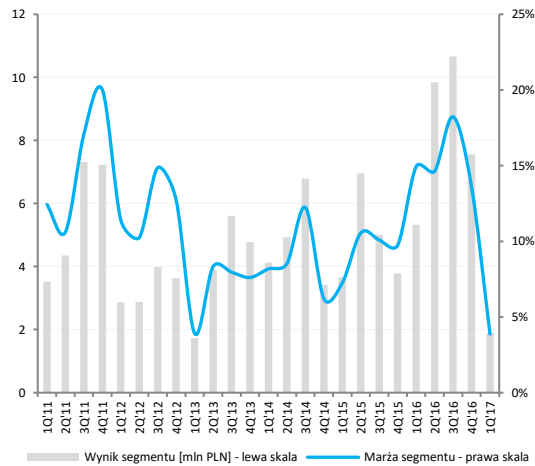
Segment profili



Segment cynku

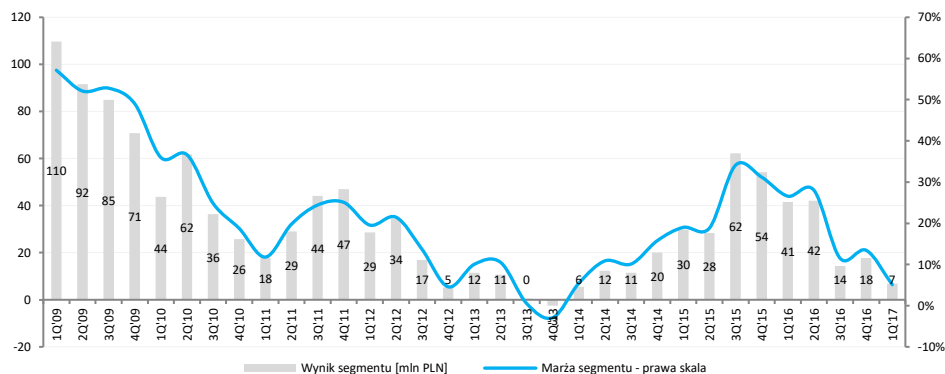


Pozostała działalność



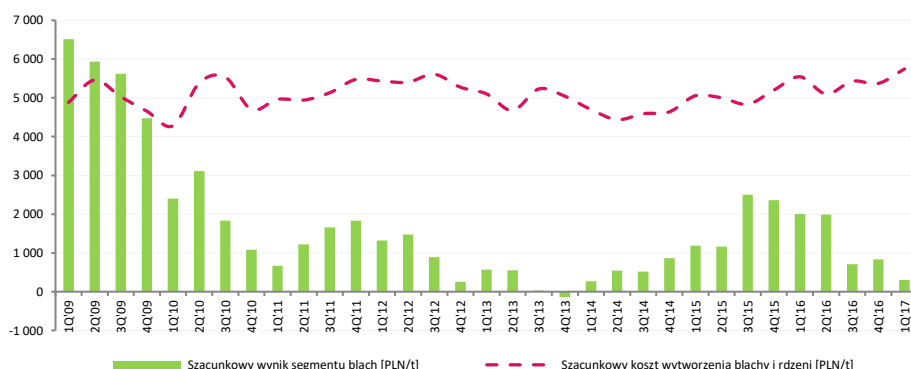
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik segmentu blach elektrotechnicznych w ujęciu kwartalnym



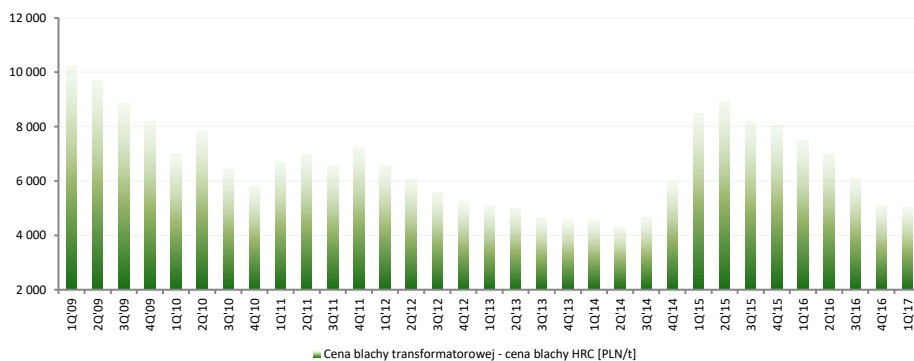
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



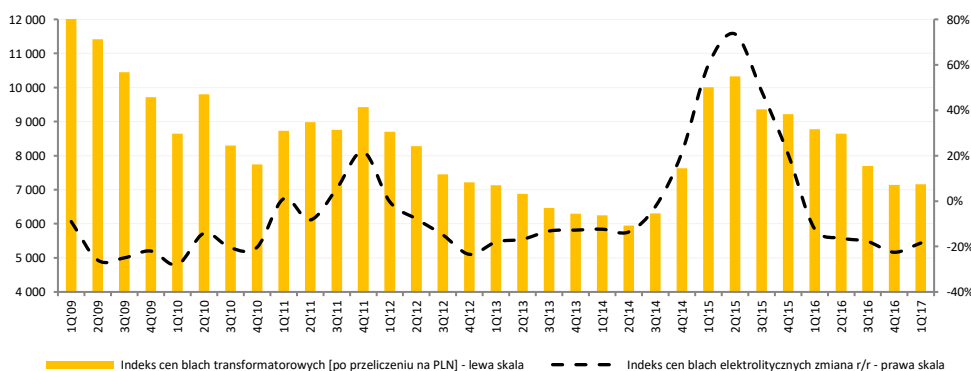
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEIC

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

Rok 2016 był wymagający dla segmentu blach. Spółka borykała się z mniejszym wolumenem sprzedaży (-14,5% r/r) oraz odczuwalnym spadkiem cenników blachy transformatorowej (przy np. jednoczesnym wzroście cen blachy HRC).

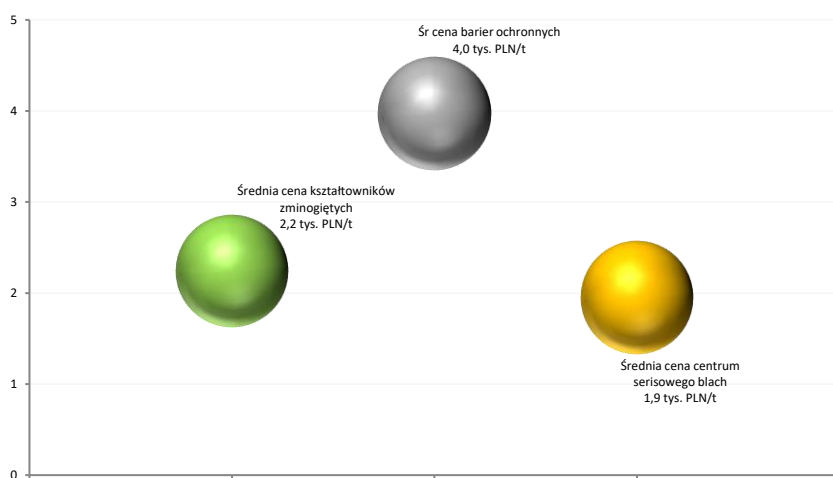
W 1Q'17 sprzedaż blach transformatorowych wzrosła o 7,2% r/r. Zakładamy, że kolejne kwartały pod względem wielkości sprzedaży przyniosą odbicie względem 2016 roku.

Wg naszych szacunków w 2016 roku średni wynik w przeliczeniu na tonę w segmencie blach nie przekroczył 1 400 PLN (z tym, że w 1H'16 było to ponad 2 tys. PLN/t). Odczuwalny spadek cen z 2H'16 był widoczny także w 1Q'17 (szacowany wynik segmentu to zaledwie ok 300 PLN/t).

Ceny blach transformatorowych w 1Q'17 i 2Q'17 kontynuowały jeszcze spadki. Na początku lipca średni odczyt indeksu cen blach transformatorowych wynosił niespełna 6,6 tys. PLN/t (w 2Q'17 było to 6,45 PLN/t).

Szacunkowa różnica pomiędzy ceną blachy transformatorowej a ceną blachy HRC od przełomu 2015/2016 do 1Q'17 ulega wyraźnemu pogorszeniu dla spółki. Zakładamy, że kolejne kwartały przyniosą stopniową poprawę wspomnianej relacji.

Szacunkowa średnie ceny sprzedaży w 2016 roku głównych kategorii asortymentowych w segmencie profili



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka jest jednym z największych w Polsce producentów profili. W 2016 roku łączny wolumen handlu szacujemy na ok 285 tys. ton. (w tym 225 tys. ton kształtowników zminogiętych)

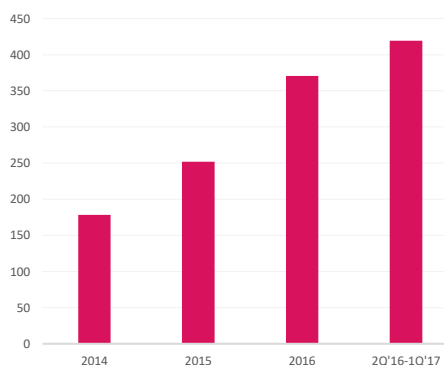
W 2016 roku przychody segmentu profili wyniosły 661 mln PLN. Najważniejszą kategorią były kształtowniki zminogięte, które pod względem wartości stanowiły 77,6% ogółu sprzedaży. Bariery drogowe odpowiadały za 11,7% całorocznej sprzedaży.

W 1Q'17 w segmencie profili zanotowano spadek tonażu sprzedaży o 13% r/r. Zwracamy uwagę, że przyszłe wyniki segmentu mogą być pod wpływem postępowań ochronnych w UE, polityki cenowej hut działających w UE oraz intensywności projektów infrastrukturalnych (m.in. popyt na bariery ochronne).

Dane operacyjne segmentu cynku

Przychody [mln PLN]	2013	2014	2015	2016
cynk elektrolityczny i stopy cynku	958	1 064	1 279	1 420
galena flotacyjna	96	87	64	70
olów rafinowany	115	98	94	103
metal Dore'a	60	45	50	53
inne	154	128	114	53
Razem	1383,2	1422,5	1601,4	1699,8
Przychody [%struktura przychodów]	2013	2014	2015	2016
cynk elektrolityczny i stopy cynku	69%	75%	80%	84%
galena flotacyjna	7%	6%	4%	4%
olów rafinowany	8%	7%	6%	6%
metal Dore'a	4%	3%	3%	3%
inne	11%	9%	7%	3%
Razem	100%	100%	100%	100%

Wynik segmentu cynku [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2016 roku spółka ilościowo sprzedała o 1,2% mniej cynku i stopów cynku aniżeli w 2015 roku. Wartościowo sprzedaż była wyższa na tym asortymencie o ponad 11% r/r. Spadek ilościowy miał miejsce także w przypadku metalu Dore'a (-6,1% r/r).

W 1Q'17 wolumen sprzedaży wyrobów cynkowych był wyższy o 7,5% r/r. Jednocześnie ilość sprzedanego srebra spadła o 20% r/r.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

SEGMENT BLACH TRANSFORMATOROWYCH

Spodziewamy się, że okres erozji marż w segmencie blach transformatorowych dobiegł końca. Szacunkowy wynik w przeliczeniu na tonę blachy spadł w spółce do poziomu zaledwie ok 300 PLN/t. W 2Q'17 przyjęliśmy, że nastąpiło już niewielkie odbicie. Dalszej odbudowy rentowności tej dywizji biznesowej spodziewamy się w 3Q'17 i 4Q'17. W skali całego 2017 roku założyliśmy, że wynik segmentu wyniesie ok 32,7 mln PLN. W modelu założyliśmy, że spółka wejdzie w 2018 rok z osiągalną rentownością rzędu 470 PLN/t (sądzimy, że to ostrożne podejsście). W 2019 roku uwzględniamy stopniowy efekt poprawy jakości asortymentu (HiB). Zatem ścieżka wynikowa na lata 2018-2019 powinna wynieść odpowiednio 46,5 mln PLN i 90,7 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że dla omawianej dywizji biznesowej kluczowe znaczenie w perspektywie 2018/2019 mogą mieć dwa wydarzenia:

- Zmiana struktury produkcji w kierunku HiB. Wdrożenie najwyższej jakości w produkcji trwa już bardzo długo (termin zmiany mixu sprzedaży kolejny raz przesuwamy). Czekamy bowiem cały czas na zakończenie projektów inwestycyjnych w krakowskim oddziale Arcelor Mittal. W modelu staramy się uwzględnić produkcję w nowej technologii od 2Q'19 (ma to istotne przełożenie na osiągalne przyszłe marże).
- Drugim wydarzeniem jest potencjalny zakup od Arcelor Mittal oddziału produkującego blachę transformatorową w Czechach (Frýdek-Místek). Historia produkcji blach na potrzeby energetyki w tym zakładzie sięga późnych lat '50 ubiegłego wieku. Szacujemy, że roczne moce GO Steel Frýdek-Místek w zakresie blach transformatorowych mogą wynosić ok 48 tys. ton. Ostatnie duże inwestycje w tym zakładzie przeprowadzono w latach 2004/2006. Scenariusz udanego przejęcia czeskiego obiektu przez Stalprodukt oznaczałby wzmocnienie pozycji spółki na rynku europejskim (szczególnie z efektem na kształt przyszłej konkurencji). W modelu nie uwzględniamy jednak zrealizowania akwizycji (nie znamy bowiem docelowych parametrów transakcji oraz nie mamy pewności, że to Stalprodukt zakupi GO Steel Frýdek-Místek) i w przyszłości pozostawiamy sobie pole do korekty założeń.

SEGMENT PROFILI

Odczyt wynikowy w segmencie profili za 1Q'17 na poziomie niemal 18 mln PLN był mocny i wiążemy to z rosnącymi jeszcze cenami na wyroby (widać było silne zwyżki blach jeszcze z przełomu 2016/2017) oraz strukturą asortymentu sprzedaży, czyli w szczególności większym udziałem w sprzedaży barier energochłonnych. W 2Q'17 spodziewamy się pogorszenia rentowności względem 1Q'17 oraz szczególnie względem 2Q'16, kiedy to było widać w marży wyjątkowy wpływ gwałtownego zrywu w górę cen wyrobów.

W 2H'17 spodziewamy się lekkiej korekty cen blach. Jednocześnie zauważamy, że spółka w 2016 roku realizowała inwestycję w rozbudowę mocy produkcyjnych. Segment wzbogacił swoje zdolności produkcyjne o 2 agregaty (mniejszy w zakresie średnic Ø10 – Ø40 oraz drugi, większy w zakresie średnic Ø21 – Ø76,1). Szacujemy zatem, że spółka zwiększyła moce w tym obszarze o ok 8% (przypominamy, że w 2016 roku łączny wolumen sprzedaży kształtowników zimnociętych wyniósł niemal 229 tys. ton).

Zatem w skali 2017 roku segment profili wg naszych symulacji powinien pokazać wynik na poziomie 40,3 mln PLN. W 2018 roku przewidujemy symboliczny spadek wyniku do 39 mln PLN (nie spodziewamy się efektu związanego z dalszym silnym wzrostem cen wyrobów, jednocześnie jednak liczymy na wyższą marżowość produkcji z nowych agregatów).

SEGMENT CYNKU

Pozytywnie oceniamy podejmowane i konsekwentnie realizowane przez spółkę projekty zabezpieczenia możliwości produkcji w kolejnych latach zarówno w obszarze górniczym jak i hutniczym. Zwracamy uwagę, że w 2016 roku w strukturze wsadów w Hucie Bolesław ok 50% stanowił materiał z kopalni (ZnS), około 35% mogło pochodzić z metody oczyszczania ZnO z chloru i fluoru, z kolei wsad z Gradir i innych obcych źródeł szacujemy na ok 15%. Natomiast w hucie w Miasteczku Śląskim połowę wsadów produkcyjnych stanowi ZnO.

Zwracamy uwagę, że w ubiegłym roku zakończono m.in. budowę Zakładu Przerobu Odpadów Poflotacyjnych. Jest to istotny obiekt, który pozwala na produkcję ok 20 tys. ton koncentratu cynku (zapewnia ok 15% wsadu do produkcji). Spółka podkreśla, że jest to zakład wyróżniający się na skalę światową jeśli chodzi o odzysk cynków z odpadów poflotacyjnych. Zwracamy uwagę, że produkcja koncentratu blendowego z nowej instalacji rozpoczęła się już w 1Q'17.

W zakresie nowych przedsięwzięć inwestycyjnych w obszarze hutniczym realizowana jest budowa nowej hali wanian. Uruchomienie nowej inwestycji ma docelowo poprawić efektywność kosztową Huty Bolesław (m.in. efekt zastosowania w procesie technologicznym elektrolizy cynku aż 50% wsadów z recydingu, dodatkowo wpływ na koszty będzie miała automatyzacja procesu produkcyjnego, która zwiększy zdolności produkcyjne cynku elektrolitycznego do 100 tys. ton/rok). Planowany termin zakończenia budowy hali wanian to 2019 rok.

Dla części wydobywczej fundamentalne znaczenie ma wydłużenie działalności górniczej w pobliżu istniejącej kopalni Olkusz-Pomorzany poprzez eksploatację złoża Klucze-I (cykl wydobywania na obszarze Klucze-I to okres 4-5 lat; roczna produkcja koncentratu powinna wynosić ok. 40 tys. ton). Przypominamy, że zaprezentowana strategia funkcjonowania części górniczej w raporcie bieżącym z 27.10.2016 roku przewiduje zmniejszenie wydobycia rudy z poziomu 2,45 mln ton rudy do średnio 1,8 mln ton/rok (czyli segment będzie nadal produkował z krajowych własnych złóż górniczych 60 tys. ton koncentratów cynku rocznie). Mamy też na uwadze, że kolejnym obszarem koncesyjnym, z którego Stalprodukt będzie chciał skorzystać może być złóż Laski.

W 1Q'17 segment cynku wypracował wynik równy 123,2 mln PLN (w 4Q'16 było to 120,1 mln PLN). Spółka podała już wstępne dane na temat przychodów za 1H'17 (przychody za sam 2Q'17 wyniosły 474,7 mln PLN, czyli były niższe aniżeli sprzedaż z 1Q'17 o niespełna 21 mln PLN). W 1Q'17 średnia cena cynku była na poziomie niespełna 2 785 USD/t (11 292 PLN/t), z kolei w 2Q'17 szacujemy średnią cenę cynku na 2 608 USD/t (10 003 PLN/t). Spodziewamy się, że cena cynku w 3Q'17 będzie wyższa q/q o 175 USD/t, czyli będzie niewiele niż niż było w 1Q'17. Dalszych wzrostów cen spodziewamy się w 4Q'17 i wg nas może to być najmocniejszy kwartał w skali 2017 roku (przyjęliśmy średnią cenę na poziomie 2 850 USD/t). W modelu w 2018 roku przyjęliśmy scenariusz średnich cen cynku na poziomie 2 850 USD/t (w poszczególnych kwartałach nie wykluczamy istotnych odchyleń in plus od naszego scenariusza bazowego). Zwracamy uwagę na bardzo niskie stany zapasów cynku na LME czy na giełdzie w Shanghaju i ten czynnik wg nas może mieć istotne znaczenie dla kształtowania kolejnych wzrostów cen do 2Q'18 (wtedy obawiamy się większej podaży surowca). Bieżące odczyty cen cynku to pułapy w pobliżu 2 870 USD/t.

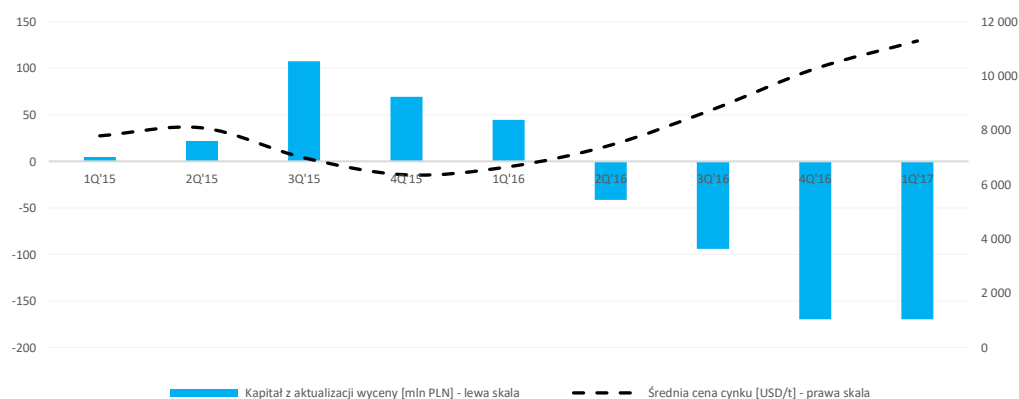
Dlatego przyjęliśmy, że 2Q'17 może być słabszy wynikowo w relacji q/q. W 3Q'17 i 4Q'17 liczymy jednak na powrót na ścieżkę wzrostów segmentu cynku. Tym samym w skali całego 2017 roku prognozujemy wynik segmentu na poziomie 482,2 mln PLN. W 2018 roku przy płaskich wolumenach sprzedaży i opisanej ścieżce cen liczymy na kolejny rekordowy odczyt wynikowy powyżej 522 mln PLN. Kolejne dwa lata w naszej prognozie to spadek wyniku segmentu do odpowiednio 480 mln PLN i 441,5 mln PLN (w tym okresie powinien być widoczny pozytywny efekt uruchomienia nowej hali wianien i mamy nadzieję, że nasze bieżące założenia okażą się finalnie konserwatywne).

Wycena transakcji pochodnych (instrumenty zabezpieczające w głównej mierze segment cynku)

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17
Zobowiązania finansowe [mln PLN]	28,2	2,5	45,3	107,4	258,4	258,5
Cynk - transakcje towarowe	2,8	0,0	26,3	98,3	205,0	234,8
Ołów - transakcje towarowe	0,1	0,0	0,0	4,3	4,5	16,7
USD/PLN i EUR/PLN - transakcje walutowe	24,5	2,5	18,3	4,3	48,9	7,0
Srebro - transakcje towarowe	0,7	0,1	0,7	0,6	0,0	0,1
Aktywa finansowe [mln PLN]	109,5	72,0	11,2	19,5	19,1	25,9
Cynk - transakcje towarowe	102,1	54,1	7,4	6,9	12,3	9,1
Ołów - transakcje towarowe	3,6	6,4	1,6	0,0	4,1	0,7
USD/PLN i EUR/PLN - transakcje walutowe	2,3	11,3	2,3	12,5	2,1	15,8
Srebro - transakcje towarowe	1,4	0,2	0,0	0,1	0,6	0,2

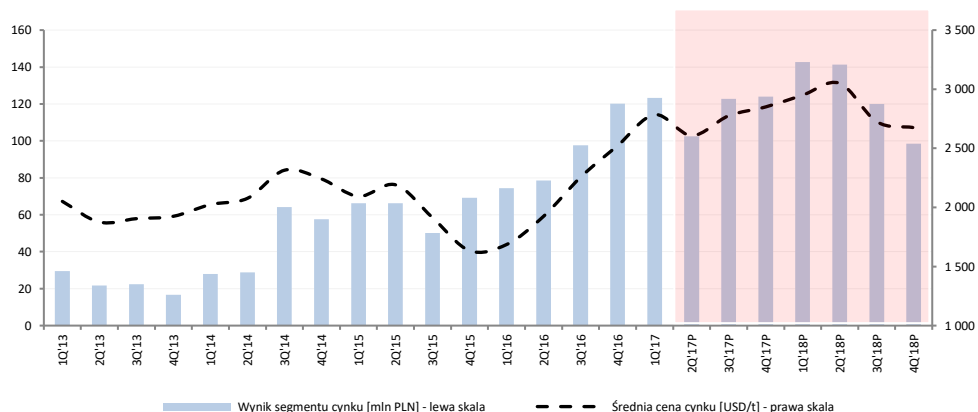
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kształtowanie się cen cynku oraz wpływ zabezpieczeń na wartość kapitału z aktualizacji wyceny



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

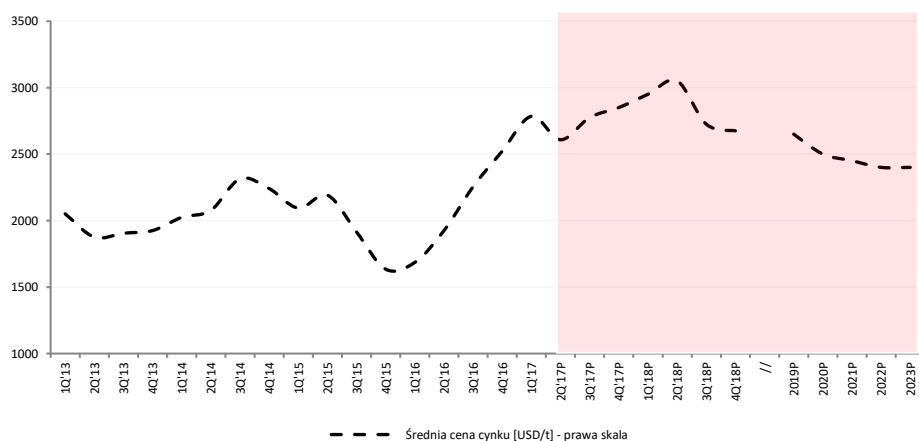
Prognozowana ścieżka wyników segmentu cynk na kolejne kwartały



Niskie stany zapasów cynku na giełdach światowych, wg nas, zwiastują, że okres 3Q'17-1Q'18 może przynieść dalsze wzrosty cen cynku. Zakładamy, że dodatkowa podaż górnicza surowca na rynku nie powinna powodować erozji cen do końca 2Q'18.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

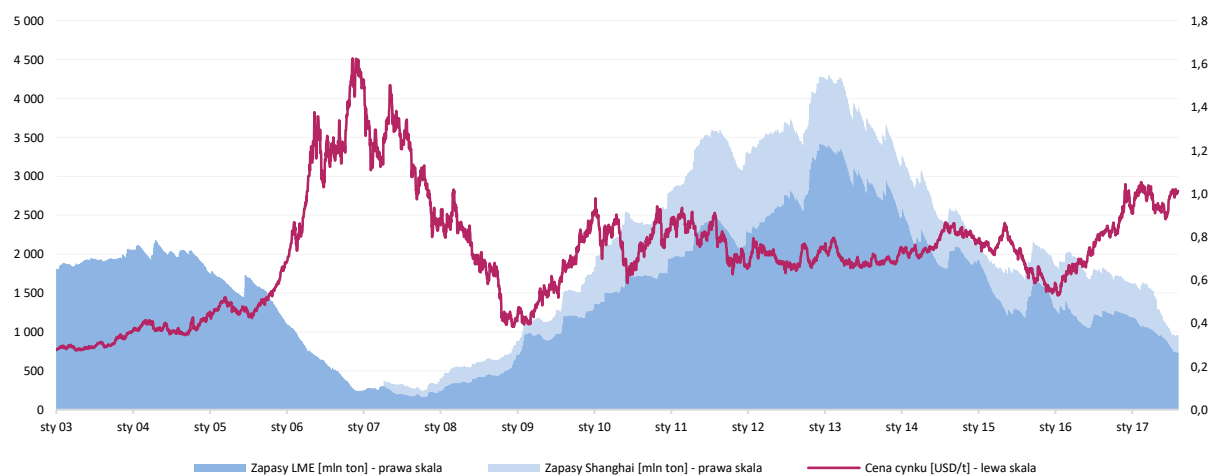
Prognozowana ścieżka cen cynk na kolejne lata



Od końca 2Q'18 przyjęliśmy odczuwalne spadki cen cynku. Na koniec 2018 roku spodziewamy się cen w okolicy 2 675 USD/t. Kolejne lata to spadek do pułapów w okolicy 2 400 USD/t w 2022 roku.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

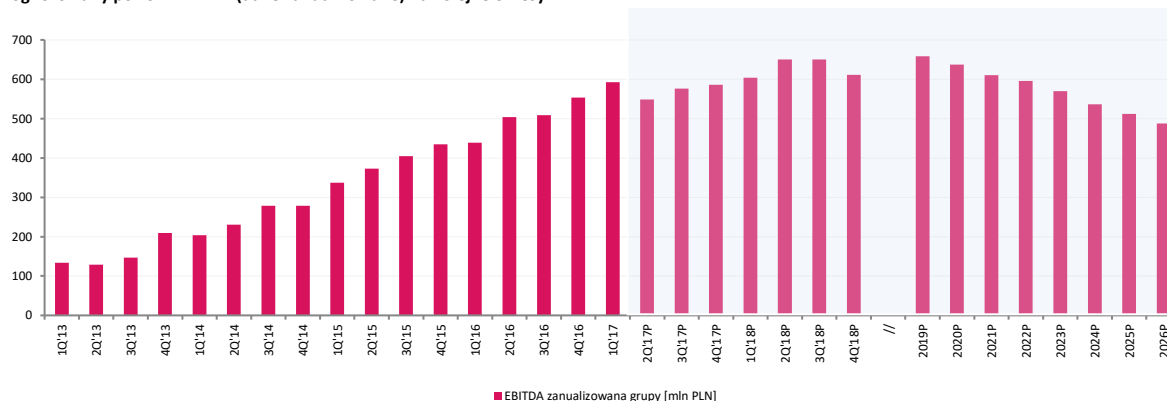
Cena cynku oraz poziom zapasów na LME i w Shanghaju (2013-sierpień 2017)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Spodziewamy się, że bardzo mocny odczyt EBITDA z 2016 roku zostanie przeбит w 2017 roku (trochę słabszy 2Q'17 i kolejne wzrosty w 2H'17). Zatem całoroczna EBITDA według naszych symulacji w 2017 roku powinna wynieść prawie 586 mln PLN. Z obecnej perspektywy prognozujemy również dalszą poprawę EBITDA w kolejnych dwóch latach do odpowiednio 611 mln PLN w 2018 roku i niemal 659 mln PLN w 2019 roku (główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali wianien w segmencie cynku oraz poprawa struktury sprzedaży w segmencie blach transformatorowych). Zatem decydujemy się na przyjęcie scenariusza nie tylko utrzymania ale i dalszej ekspansji EBITDA w najbliższych 2-3 latach. Przyjęte projekcje nie uwzględniają nowych potencjalnych obszarów działalności grupy, a zwracamy uwagę, że najbliższe okresy będą mocne pod względem przepływów pieniężnych (z dotychczasowych struktur biznesowych).

Prognozowany poziom EBITDA (dane zannualizowane) na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane założenia do modelu

	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	858,3	855,0	881,7	889,8	899,5	901,6	948,7	905,9	887,9	2 859	3 132	3 141	3 526	3 644	3 783	3 827	3 746
Wyniki segmentów	147,9	149,9	127,7	156,4	157,4	175,1	180,2	157,7	136,2	284,2	469,8	562,9	591,4	649,2	653,1	653,1	639,2
segment blach	17,8	6,8	7,0	9,2	9,7	10,8	10,9	12,1	12,7	49,4	174,7	115,7	32,7	46,5	90,7	128,7	129,7
segment profili	2,5	18,0	6,5	7,5	8,4	9,3	10,2	9,5	10,0	37,0	23,6	43,2	40,3	39,0	39,5	39,1	36,3
segment cynku	120,1	123,2	102,4	127,7	128,9	147,6	146,3	124,9	103,5	178,5	252,0	370,6	482,2	522,3	480,4	441,5	428,5
EBITDA	140,0	153,3	129,7	153,2	149,8	171,5	176,0	152,9	111,1	278,9	434,8	553,4	585,9	611,4	658,6	637,3	610,2
EBIT	105,2	119,8	95,9	119,1	115,3	136,7	140,9	117,4	75,4	143,4	291,6	412,9	450,0	470,3	486,1	470,1	453,2
Saldo finansowe	-6,2	-8,8	1,8	1,8	2,1	2,9	3,7	4,6	5,2	-8,0	-4,2	11,5	-3,1	16,4	21,1	35,6	48,7
Wynik netto przypisany	75,8	82,8	75,9	93,8	90,9	108,3	112,6	95,0	61,7	91,1	219,1	325,8	343,4	377,6	386,6	387,3	384,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

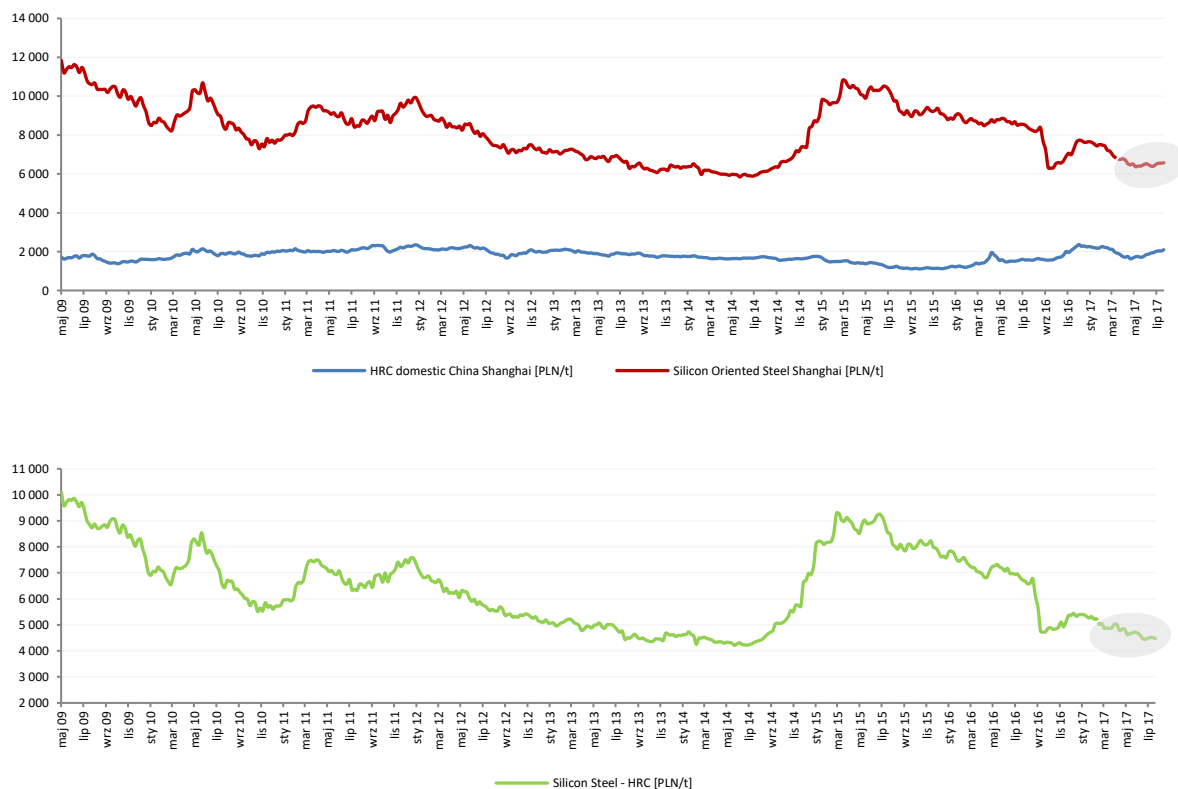
Zmiana do prognoz (w porównaniu z raportem analitycznym z maja 2016 roku)

	2017 stare	2017 nowe	zmiana r/r	2018 stare	2018 nowe	zmiana r/r	2019 stare	2019 nowe	zmiana r/r
Przychody	3 265	3 526	8%	3 387	3 644	8%	3 418	3 783	11%
EBITDA	363,2	585,9	61%	422,9	611,4	45%	420	658,6	57%
EBIT	206,6	450,0	118%	246,3	470,3	91%	244	486,1	99%
Wynik netto	165,6	343,4	107%	196,3	377,6	92%	200	386,6	93%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

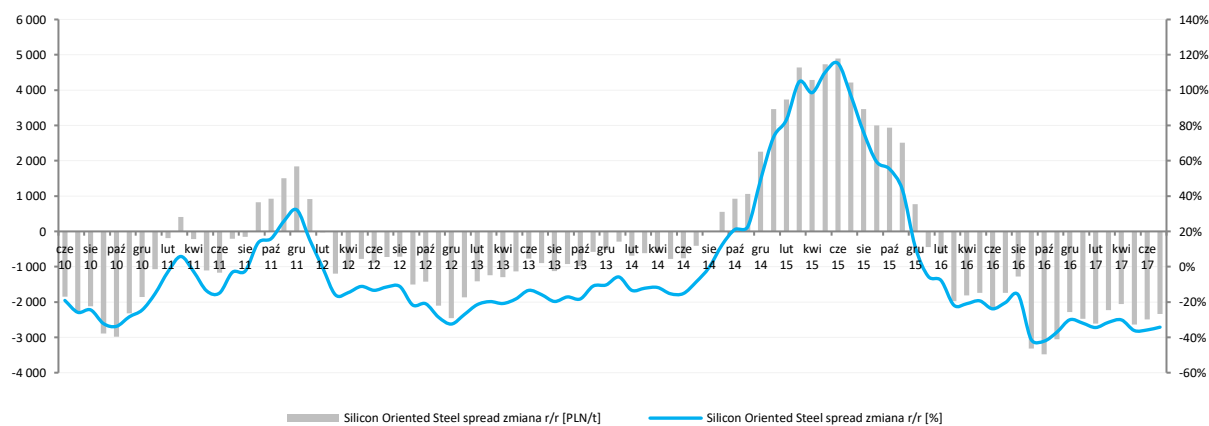
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH

Relacje cenowe – blacha transformatorowa i HRC (Shanghai)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

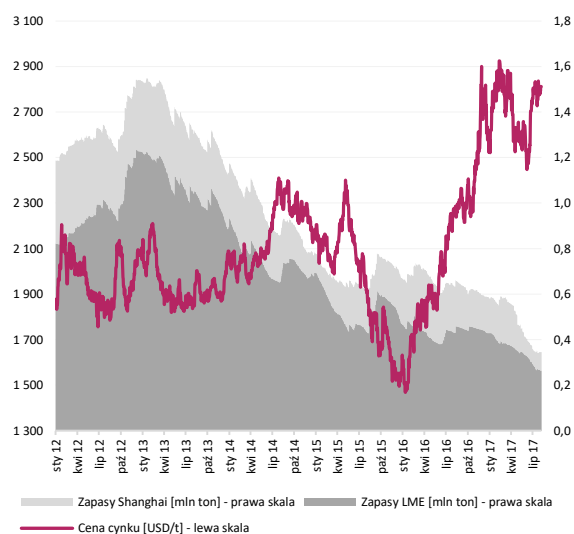
Zmiana spreadu cena blachy transformatorowej i HRC (Shanghai)



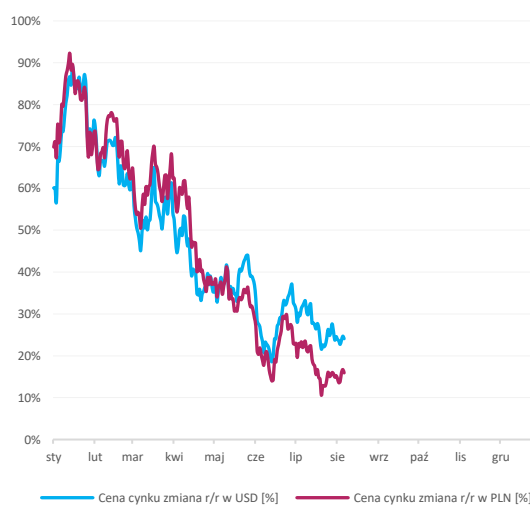
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU

Cena cynku oraz zapasy cynku na LME oraz w Shanghai



Zmiana r/r cen cynku w 2017 w ujęciu USD i PLN



Cena cynku w latach 2014-2017 (wykresy nałożone) [USD/t]



Cena cynku w latach 2014-2017 (wykresy nałożone) [PLN/t]



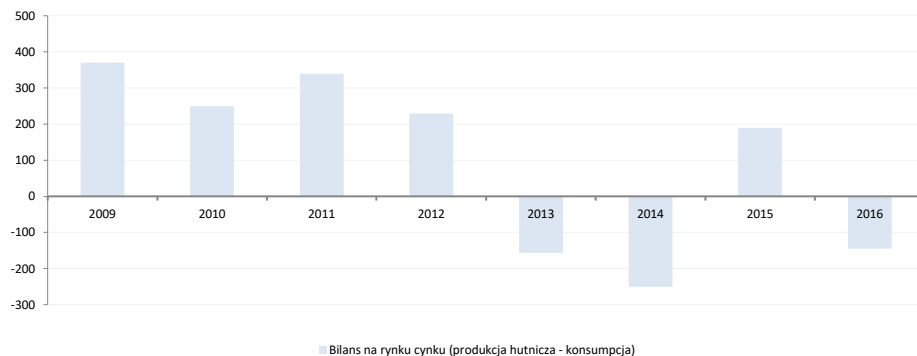
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, CRU

Metal premium [PLN/t] - Rotterdam



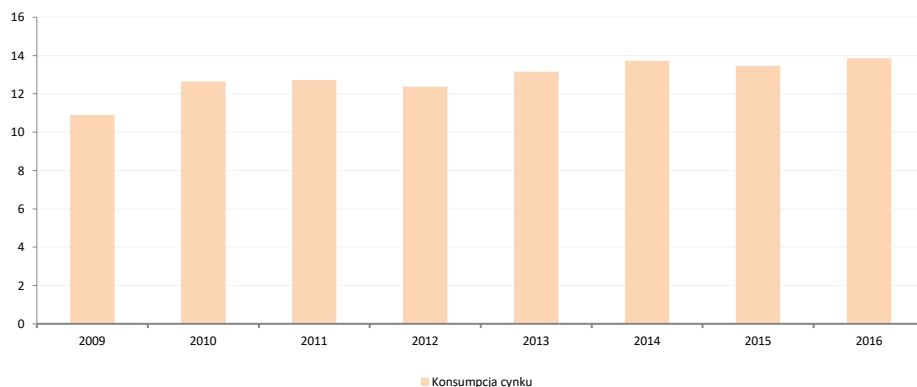
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, CRU

Bilans na rynku cynku (produkcja hutnicza – konsumpcja) w latach 2009-2016 [tys. ton]



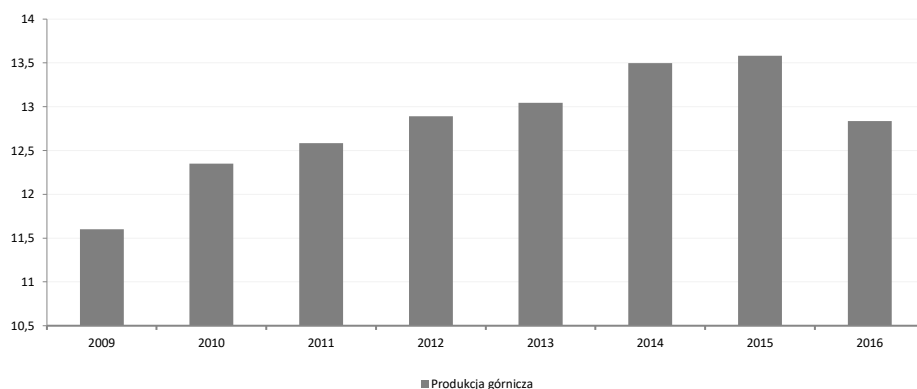
Źródło: Szacunki Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ILZSG

Zużycie cynku na świecie w latach 2009-2016 [mln ton]



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

Produkcja górnicza cynku na świecie w latach 2009-2016 [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. Kolejne ograniczenie produkcji górniczej miało miejsce w trakcie 2016 roku (-5,5% względem 2015 roku).

Z danych ILZSG wynika, że popyt na cynk w 2016 roku wyniósł ponad 13,86 mln ton, czyli wzrost o niemal 3% r/r. Zużycie cynku w 1Q'17 wzrosło o ponad 3,5% r/r. Opublikowana w kwietniu'17 przez ILZSG prognoza na 2017 rok zakłada wzrost konsumpcji cynku do pułapu ok. 14,33 mln ton (+3,3% r/r).

ILZSG zakłada wzrost produkcji górniczej cynku o ponad 6% w 2017 roku do pułapu ok. 13,69 mln ton (czekamy na otwarcia nowych projektów górniczych).

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody	2 807	2 859	3 132	3 141	3 526	3 644	3 783	3 827	3 746	3 715	3 736	3 761	3 791	3 821
Wynik segmentów	164	284	470	563	591	649	653	653	639	627	623	597	579	561
segment blach	20	49	175	116	33	46	91	129	130	131	132	133	133	134
segment profili	38	37	24	43	40	39	39	39	36	35	35	35	36	36
segment cynku	90	179	252	371	482	522	480	442	429	416	409	381	360	338
EBITDA	210	279	435	553	586	611	659	637	612	599	575	542	518	495
EBIT	81	143	292	413	450	470	486	470	455	452	438	405	382	359
Przychody finansowe	31	20	16	35	33	42	59	70	78	86	94	102	109	115
Koszty finansowe	14	28	20	24	37	25	38	34	31	27	24	23	22	22
Wynik brutto	97	135	287	425	447	487	507	506	502	511	509	485	468	452
Podatek dochodowy	19	34	60	80	79	83	96	96	95	97	97	92	89	86
Wynik dla akcjonariuszy	73	91	219	326	343	378	387	387	385	393	391	374	361	349
Bilans	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aktywa trwałe	1 914	1 934	1 982	2 045	2 092	2 136	2 153	2 196	2 226	2 253	2 278	2 303	2 328	2 353
Inwestycje dl term	54	60	70	46	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
Dl aktywa finansowe	48	54	65	42	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47
Aktywa z tyt odroczonego podatku	16	22	30	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77
Inne rozliczenia mo	8	7	11	10	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Aktywa obrotowe	1 078	1 211	1 411	1 670	2 018	2 360	2 635	2 853	3 050	3 242	3 455	3 630	3 780	3 905
Zapasy	507	579	463	605	725	749	726	744	739	733	737	742	748	754
Należności kr term	410	389	437	588	580	599	622	629	616	611	614	618	623	628
Inwestycje kr term	152	229	492	452	672	971	1 245	1 438	1 653	1 856	2 062	2 228	2 368	2 482
Kr term rozliczenia mo	9	14	19	26	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
Aktywa razem	2 992	3 145	3 393	3 714	4 109	4 496	4 788	5 049	5 275	5 494	5 733	5 932	6 108	6 258
Kapitał własny	1 756	1 847	2 139	1 937	2 288	2 664	2 994	3 301	3 585	3 857	4 103	4 310	4 493	4 651
Zobowiązani i rezerwy	1 236	1 298	1 254	1 777	1 821	1 832	1 794	1 748	1 690	1 638	1 630	1 622	1 614	1 607
Rezerwy na zobowiązania	213	247	306	321	332	332	332	332	332	332	332	332	332	332
Zobowiązania dl term	158	119	102	211	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209
Zobowiązania kr term	564	623	534	933	956	966	928	882	825	772	764	756	749	742
Zobowiązania warunkowe z tyt ZGH	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Rozliczenia mo	4	12	17	16	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Pasywa razem	2 992	3 145	3 393	3 714	4 109	4 496	4 788	5 049	5 275	5 494	5 733	5 932	6 108	6 258
CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF operacyjny	222	203	419	267	353	512	596	555	575	569	543	522	507	494
CF inwestycyjny	-135	-161	-173	-197	-193	-185	-190	-210	-187	-174	-161	-161	-161	-161
CF finansowy	-53	15	-149	-51	47	-28	-131	-153	-173	-192	-176	-195	-206	-219
CF netto razem	34	57	97	19	208	299	275	192	216	203	206	166	140	114
Środki pieniężne eop	112	169	266	286	494	793	1 067	1 260	1 475	1 678	1 884	2 050	2 190	2 304

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cena [PLN]	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Liczba akcji [mln szt.]	6,73	6,73	6,37	5,58	5,58	5,58	5,58	5,58	5,58	5,58	5,58	5,58	5,58	5,58
Mkt Cap [mln PLN]	3 363	3 363	3 183	2 790	2 790	2 790	2 790	2 790	2 790	2 790	2 790	2 790	2 790	2 790
BVPS	261,2	274,6	335,9	347,2	410,0	477,4	536,6	591,6	642,4	691,1	735,3	772,4	805,2	833,4
EPS	10,8	13,5	34,4	58,4	61,5	67,7	69,3	69,4	69,0	70,5	70,1	66,9	64,7	62,5
CEPS	30,0	33,7	56,9	83,6	85,9	93,0	100,2	99,4	97,1	96,7	94,6	91,4	89,1	86,9
P/E	46,2	36,9	14,5	8,6	8,1	7,4	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	7,5	7,7	8,0
EV/EBITDA	16,3	12,3	7,2	5,2	4,6	4,0	3,2	2,9	2,6	2,2	2,0	1,7	1,5	1,4
EV/EBIT	42,5	23,9	10,7	6,9	6,0	5,1	4,3	3,9	3,5	3,0	2,6	2,3	2,1	1,9
P/BV	1,9	1,8	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Dywidenda [mln PLN]	7,7	4,0	13,3	16,7	16,7	27,9	80,8	102,7	122,9	142,3	165,7	185,4	196,4	208,7
DPS [PLN]	1,1	0,6	2,1	3,0	3,0	5,0	14,5	18,4	22,0	25,5	29,7	33,2	35,2	37,4
DYield	0,2%	0,1%	0,4%	0,6%	0,6%	1,0%	2,9%	3,7%	4,4%	5,1%	5,9%	6,6%	7,0%	7,5%
EV [mln PLN]	3 427	3 419	3 111	2 861	2 721	2 422	2 097	1 855	1 589	1 336	1 121	945	795	671
Dług netto [mln PLN]	64	57	-72	71	-69	-368	-693	-935	-1 201	-1 454	-1 669	-1 845	-1 995	-2 119
Dług % [mln PLN]	185	226	195	357	425	425	375	325	275	225	215	205	195	185

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	651,0	kupuj	349,2	08.08.2017	15:03 CEST	500	62 948
kupuj	349.2	akumuluj	315.8	24.05.2016		292	46 042
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 3Q'17:

Kupuj	2	29%
Akumuluj	3	43%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	1	14%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 08.08.2017 roku (15:03 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.08.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

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 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 08.08.2017 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog 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.