



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy mocne zalecenie Kupuj i podnosimy naszą cenę docelową do 685,4 PLN/akcję. Jeśli przyjęte prognozy będą realizowane to spółka jest obecnie handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4,5x-3,7x. Po słabszym odczycie wynikowym za 2Q'17 nie zmieniamy istotnie naszych projekcji finansowych na lata 2018-2019. W średnim i dłuższym horyzoncie dostrzegamy szereg mocnych argumentów wskazujących, że walory Stalproduktu będą jedną z najlepszych ekspozycji w obszarze przemysłu w zbiorze podmiotów notowanych na GPW. Zatem wciąż pozostajemy z dylematem właściwego określenia potencjału jaki ukryty jest w grupie Stalprodukt pomiędzy określeniem „przyczajony tygrys” i „ukryty smok”.

Skonsolidowane dane za 2Q'17 okazały się przeciętne i słabsze niż się spodziewaliśmy (w ostatnim raporcie analitycznym Kupuj z 08.08.2017 r. sugerowaliśmy, że 2Q'17 będzie gorszy zarówno w ujęciu r/r jak i q/q). Ostatecznie raportowana EBITDA była o 25 mln PLN poniżej naszych wcześniejszych prognoz. Główny błąd założeń miał miejsce w segmencie cynku. Wykazany wynik tej dywizji biznesowej był mniejszy niż nasze przewidywania o 17 mln PLN (zwracamy uwagę na efekt prowadzonej polityki zabezpieczeń). Oceniamy, że miniony 2Q'17 nie jest właściwym punktem odniesienia dla oceny perspektyw EBITDA na 3Q'17 i 4Q'17.

Liczymy, że obecne przyjęte w modelu założenia sugerujące EBITDA za 2017 rok na poziomie 543,3 mln PLN docelowo będziemy mogli skorygować w górę (kluczowy będzie poziom USD/PLN w 4Q'17). Na 2018 rok w dalszym ciągu zakładamy, że EBITDA grupy (w obecnym kształcie) przekroczy 600 mln PLN i nie będzie to tylko jednorazowy i punktowy odczyt. Główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali walców w segmencie cynku oraz poprawa struktury sprzedaży w segmencie blach transformatorowych. 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).

Przypominamy, 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.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	3 132	3 141	3 528	3 703	3 839	3 895
EBITDA [mln PLN]	435	553	543	603	641	646
EBIT [mln PLN]	292	413	401	451	468	478
Wynik netto [mln PLN]	219	326	304	356	365	386
P/BV	1,4x	1,4x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
P/E	13,7x	8,1x	8,7x	7,4x	7,2x	6,8x
EV/EBITDA	6,2x	4,6x	4,5x	3,7x	3,0x	2,6x
EV/EBIT	9,3x	6,2x	6,1x	4,9x	4,1x	3,5x

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 685,4 PLN

04 PAŹDZIERNIK 2017, 13:22 CEST

Wycena końcowa [PLN]	685,4
Potencjał do wzrostu / spadku	+45 %
Cena rynkowa [PLN]	473,0
Kapitalizacja [mld PLN]	2,64
Ilość akcji [mln. szt.]	5,58
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	580,0
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	406,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-17%
Stopa zwrotu za 9 mc	-7%

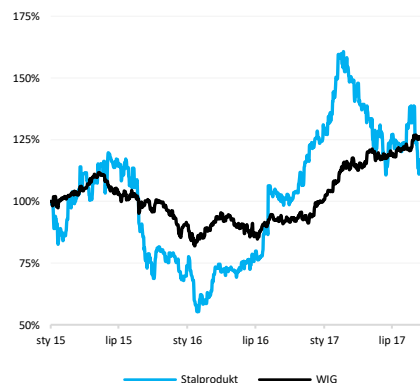
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q 2017.....	10
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY	14
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH	19
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU CYNKU.....	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Po słabszym odczycie wynikowym za 2Q'17 nie zmieniamy istotnie naszych projekcji finansowych na lata 2018-2019. W średnim i dłuższym horyzoncie dostrzegamy szereg mocnych argumentów wskazujących, że walory Stalproduktu będą jedną z najlepszych ekspozycji w obszarze przemysłu w zbiorze podmiotów notowanych na GPW. Zatem wciąż pozostajemy z dylematem właściwego określenia potencjału jaki ukryty jest w grupie Stalprodukt pomiędzy określeniem „przyczajony tygrys” i „ukryty smok”.

Podtrzymujemy mocne zalecenie Kupuj i podnosimy cenę docelową do 685,4 PLN/akcję. Jeśli nasze prognozy będą realizowane to spółka jest obecnie handlowana na atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynoszącym odpowiednio 4,5x-3,7x. Liczymy, że obecne przyjęte w modelu założenia sugerujące EBITDA za 2017 rok na poziomie 543,3 mln PLN docelowo będziemy mogli skorygować w górę (kluczowy będzie poziom USD/PLN w 4Q'17). Na 2018 rok w dalszym ciągu zakładamy, że EBITDA grupy (w obecnym kształcie) przekroczy 600 mln PLN i nie będzie to tylko jednorazowy i punktowy odczyt. Główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali walcenia w segmencie cynku oraz poprawa struktury sprzedaży w segmencie blach transformatorowych. 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).

Podsumowanie wyceny Stalproduktu

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	3,88	695,7
B	Wycena porównawcza	3,69	661,4
C	Wycena końcowa (A*0,7 + B*0,3)	3,82	685,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Cena cynku [PLN/t]



W 1Q'17 średnia cena cynku wyniosła ok 11 292 PLN/t (maksimum było w okolicy 11,8-11,9 tys. PLN/t).

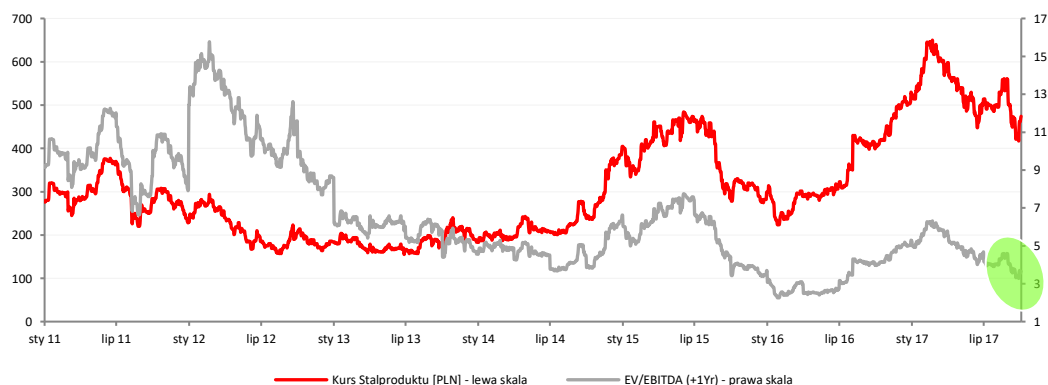
Natomiast w 2Q'17 obserwowaliśmy korektę cenników cynku w USD i dodatkowo odczuwalne były ruchy USD/PLN. Tym samym średnia cena cynku w 2Q'17 ukształtowała się w okolicy 10 000 PLN/t.

Nasze szacunki wskazują, że w 3Q'17 średnie ceny cynku wzrosły do 10 700 PLN/t.

Na początku października'17 cena cynku przekroczyła barierę 12 000 PLN/t. Tym samym są to tegoroczne maksima.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

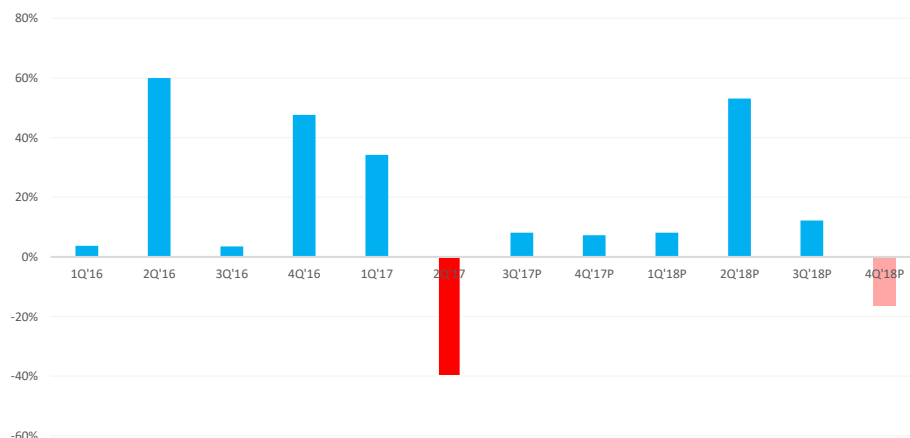
Historycznie akceptowalne mnożniki EV/EBITDA (+1Yr) dla Stalproduktu



Stalprodukt obecnie handlowany jest przy jednym z niższych historycznych poziomów mnożnika EV/EBITDA (+1Yr).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zakładana ścieżka EBITDA w ujęciu r/r



Odczyt za 2Q'17 to wyraźna erozja EBITDA w ujęciu r/r jak i q/q.

Liczymy, że najbliższe kwartały ponownie przyniosą wzrost EBITDA r/r.

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):

- Podtrzymujemy tezę z ostatniego raportu analitycznego, że okres erozji marż w segmencie blach transformatorowych dobiegł końca wraz z 1Q'17. Szacunkowy wynik w przeliczeniu na tonę blachy na początku 2017 roku spadł w spółce bowiem do poziomu zaledwie 300 PLN/t. W 2Q'17 nastąpiło już niewielkie odbicie (+50 PLN/t względem 1Q'17). 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 34,9 mln PLN (poprzednio było 32,7 mln PLN). W modelu założyliśmy, że spółka wejdzie w 2018 rok z osiągalną rentownością rzędu 500 PLN/t (sądymy, że to nadal ostrożne podejście). W 2019 roku uwzględniamy stopniowy efekt poprawy jakości asortymentu (HiB). Zatem ścieżka wynikowa na lata 2018-2019 to odpowiednio poziom 48,9 mln PLN i 93,2 mln PLN.
- W 1Q'17 segment cynku wypracował wynik równy 123,2 mln PLN (w 4Q'16 było to 120,1 mln PLN). W 2Q'17 rezultat segmentu to 85,5 mln PLN. Przypominamy, że 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). Nasze szacunki wskazują, że w 3Q'13 średnie ceny cynku wzrosły do 2 955 USD/t (10 700 PLN/t). Jak widzimy, na początku października'17 cena cynku przekroczyła już barierę 12 000 PLN/t i są to tegoroczne maksima. W naszych projekcjach spodziewamy się, że średnia cena cynku będzie w okolicy 11 450 PLN/t. Nie wykluczamy potrzeby korekty tych założeń w górę zważywszy na coraz niższe stany zapasów i silny popyt na stal i cynk. Należy mieć też na uwadze, że dla finalnych wyników za 4Q'17 ważny będzie też poziom USD/PLN (przyjmujemy obecne pułapy). Na rok 2018 w modelu przywidujemy ustanowienie kolejnych lokalnych szczytów dla cynku w USD i PLN. W 2H'18 przyjmujemy erozję cen cynku do poziomu 10 200 PLN/t w 4Q'18.
- 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 szacowany stan na koniec 2017 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.01.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3,88 mld PLN, czyli 695,7 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 703	3 839	3 895	3 812	3 781	3 801	3 826	3 854	3 883	3 913
EBIT [mln PLN]	451,3	468,0	478,1	462,6	459,5	438,4	420,4	410,0	386,5	371,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	85,7	88,9	90,8	87,9	87,3	83,3	79,9	77,9	73,4	70,6
NOPLAT [mln PLN]	365,6	379,1	387,3	374,7	372,2	355,1	340,5	332,1	313,0	300,8
Amortyzacja [mln PLN]	151,7	172,9	167,6	157,4	147,1	136,9	136,7	136,4	136,2	136,0
CAPEX [mln PLN]	-230,0	-190,4	-209,7	-187,1	-174,3	-161,8	-161,6	-161,4	-161,2	-161,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-49,3	14,2	-25,6	11,8	8,7	-5,6	-6,7	-7,8	-8,0	-8,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	238,0	375,8	319,6	356,9	353,7	324,6	308,9	299,4	280,1	267,7
DFCF [mln PLN]	218,4	316	246	252	228	192	167	148	127	111
Suma DFCF [mln PLN]	2 005									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 065									
										wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 682									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 687									
Dług netto [mln PLN]	-195,6									
Wartość kapitału[mln PLN]	3 882									
Ilość akcji [mln szt.]	5,58									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	695,7									

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	89,9%	91,6%	93,0%	94,3%	95,5%	95,8%	96,1%	96,4%	96,7%	96,9%
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	10,1%	8,4%	7,0%	5,7%	4,5%	4,2%	3,9%	3,6%	3,3%	3,1%
WACC	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	0,8	637,5	662,3	692,6	730,6	779,7	845,4	887,4	938,0	1 000,2
	0,9	611,2	633,0	659,3	692,0	733,5	788,1	822,3	862,9	911,9
	1,0	587,1	606,3	629,3	657,5	693,0	738,7	767,0	800,1	839,3
	1,1	564,9	581,8	602,0	626,6	657,0	695,7	719,3	746,7	778,6
	1,2	544,4	559,4	577,2	598,7	625,0	658,0	677,9	700,7	727,1
	1,3	525,3	538,7	554,5	573,3	596,2	624,5	641,4	660,6	682,7
	1,4	507,7	519,6	533,6	550,2	570,2	594,7	609,1	625,5	644,0
	1,5	491,2	501,9	514,4	529,0	546,6	567,9	580,3	594,3	610,1
1,6	475,8	485,4	496,6	509,6	525,0	543,6	554,5	566,5	580,0	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3,50%	4,00%	4,50%	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%	6,00%	6,50%
	0,8	1 030,3	959,4	898,5	871,1	845,4	821,4	798,9	757,6	720,8
	0,9	967,7	898,5	839,3	812,8	788,1	765,0	743,3	703,9	668,8
	1,0	912,9	845,4	788,1	762,5	738,7	716,5	695,7	658,0	624,5
	1,1	864,5	798,9	743,3	718,7	695,7	674,4	654,5	618,3	586,3
	1,2	821,4	757,6	703,9	680,1	658,0	637,4	618,3	583,6	553,0
	1,3	782,8	720,8	668,8	645,8	624,5	604,8	586,3	553,0	523,8
	1,4	748,0	687,8	637,4	615,2	594,7	575,6	557,9	525,9	497,8
	1,5	716,5	658,0	609,2	587,7	567,9	549,5	532,4	501,6	474,5
1,6	687,8	630,9	583,6	562,8	543,6	525,9	509,4	479,7	453,6	

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%	678,5	708,5	745,7	793,3	856,3	943,4	1 000,8	1 071,8	1 162,0
	3,5%	645,8	671,6	703,3	743,2	794,8	864,5	909,3	963,5	1 030,5
	4,0%	616,3	638,6	665,7	699,4	742,3	798,9	834,5	876,9	928,1
	4,5%	589,4	608,8	632,2	660,8	696,8	743,3	772,1	805,9	846,0
	5,0%	564,9	581,8	602,0	626,6	657,0	695,7	719,3	746,7	778,6
	5,5%	542,4	557,3	574,9	596,0	621,9	654,5	674,0	696,4	722,3
	6,0%	521,7	534,8	550,2	568,5	590,8	618,3	634,7	653,3	674,5
	6,5%	502,6	514,2	527,7	543,7	562,9	586,3	600,2	615,7	633,4
	7,0%	484,9	495,2	507,1	521,1	537,7	557,9	569,7	582,8	597,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Mediana mnożnika EV/EBITDA podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi na lata 2018-2019 wynosi 5,7x-5,4x. Decydujemy się na uwzględnienie akceptowalnego mnożnika EV/EBITDA na poziomie 5,0x jako głównego punktu odniesienia dla Stalproduktu (podejście identyczne jak w sierpniu'17). Tym samym **wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na 661,4 PLN/akcję.**

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2018-2019

	Średni poziom EV/EBITDA na 2018-2019						
	3,5x	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	494,2	549,9	605,6	661,4	717,09	772,8	828,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

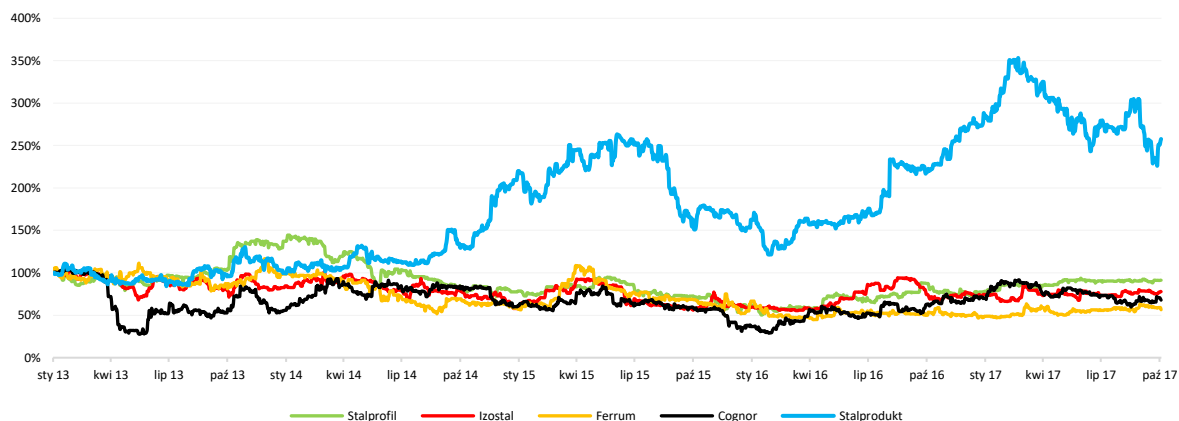
W obecnej strukturze EBITDA grupy istotne znaczenie ma segment cynku. Akcentujemy, że jest to zakład wyróżniający się na skalę światową jeśli chodzi o odzysk z odpadów poflotacyjnych. Jednocześnie część górnicza segmentu cynku będzie w kolejnych latach cechowała się stabilnym wydobyciem rzędu 1,7 mln ton/rok.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA			Komentarz
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
KLOECKNER	10,7	EUR	15,4	15,5	14,8	7,4	7,0	6,8	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi.
THYSSENKRUPP	24,7	EUR	27,4	15,3	12,3	6,6	5,7	5,2	
VOESTALPINE	43,4	EUR	11,8	11,6	10,9	6,2	5,8	5,7	
SALZGITTER	38,3	EUR	15,8	13,7	12,6	4,3	3,8	3,3	
ARCELORMITTAL	22,5	EUR	7,2	7,8	7,2	4,0	3,9	3,8	
SSAB	39,5	SEK	14,0	13,3	11,6	7,5	6,7	6,1	
VALLOUREC	4,8	EUR	---	---	---	---	17,1	8,0	
US STEEL	26,1	USD	13,7	10,5	8,5	5,3	4,5	3,8	
NLMK	23,3	USD	9,7	10,7	10,3	5,9	6,3	6,0	
AK STEEL	5,7	USD	11,2	6,4	6,4	5,9	4,4	3,9	
POSCO	317000	KRW	10,0	9,5	8,8	5,4	5,1	4,7	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji (górniczej i hutniczej) cynku.
TATA	660,8	INR	10,8	9,4	8,8	7,0	6,5	6,0	
BAOSTEEL	7,4	CNY	12,1	10,8	9,5	5,9	5,4	4,7	
Mediana			12,0x	10,7x	9,9x	5,9x	5,7x	5,4x	
KOREA ZINC	495500	KRW	13,4	12,0	11,4	6,6	5,8	5,2	
BOLIDEN	281	SEK	11,9	12,7	12,9	6,4	6,4	6,2	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji (górniczej i hutniczej) cynku.
NYRSTAR	6,87	EUR	---	22,0	10,5	6,7	5,2	4,1	
HINDUSTAN ZINC	313,45	INR	16,1	14,4	13,6	8,9	7,6	6,5	
Mediana			13,4x	13,5x	12,2x	6,7x	6,1x	5,7x	

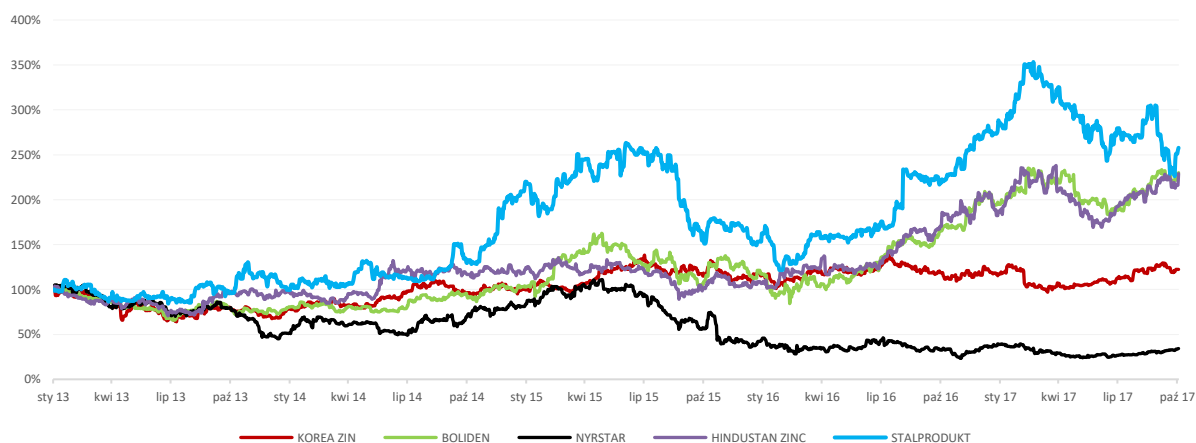
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



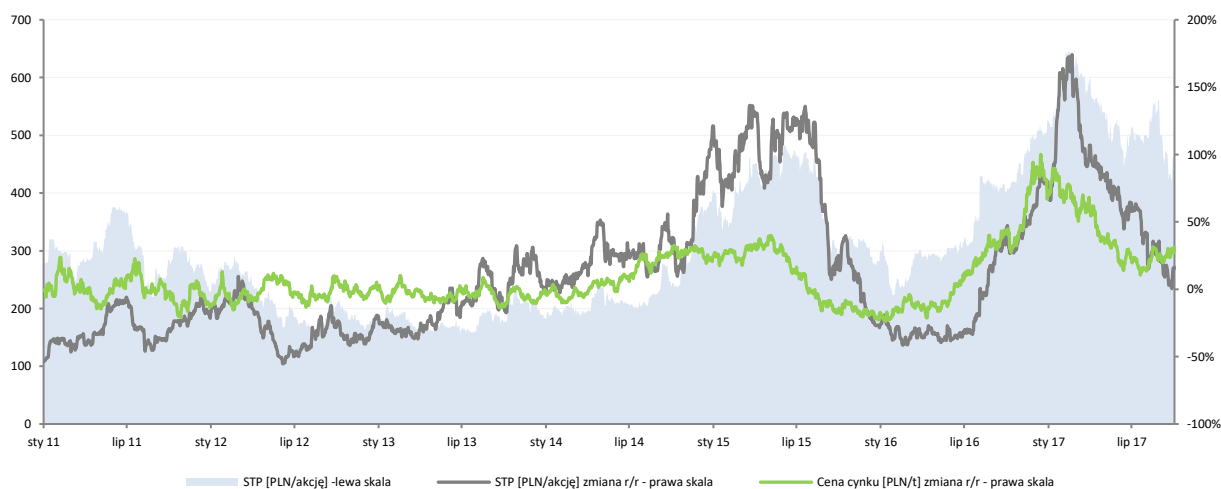
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Stalproduktu na tle wybranych podmiotów z ekspozycją na produkcję cynku



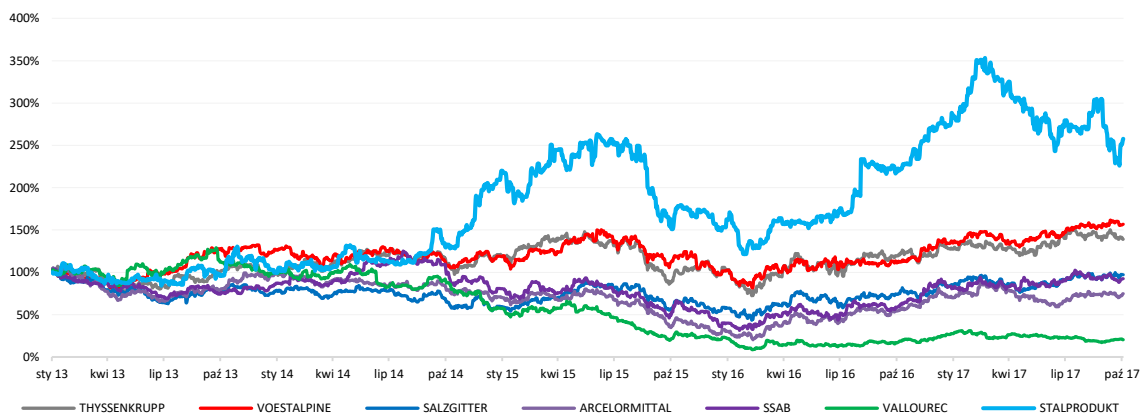
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs STP na tle zmian ceny cynku



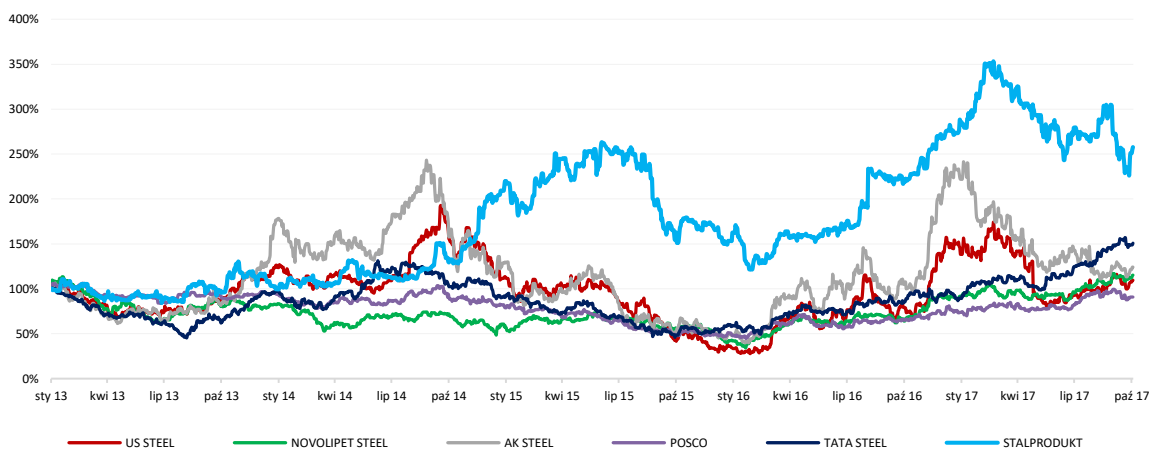
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 2Q 2017

Skonsolidowane dane za 2Q'17 okazały się przeciętne i słabsze niż się spodziewaliśmy (w ostatnim raporcie analitycznym Kupuj z 08.08.2017 r. sugerowaliśmy, że 2Q'17 będzie gorszy zarówno w ujęciu r/r jak i q/q). Ostatecznie raportowana EBITDA była o 25 mln PLN poniżej naszych wcześniejszych prognoz. Główny błąd założeń miał miejsce w segmencie cynku. Wykazany wynik tej dywizji biznesowej był mniejszy niż nasze przewidywania o 17 mln PLN (zwracamy uwagę na efekt prowadzonej polityki zabezpieczeń). Oceniamy, że miniony 2Q'17 nie jest właściwym punktem odniesienia dla oceny perspektyw EBITDA na 3Q'17 i 4Q'17.

Wyniki skonsolidowane Stalproduktu za 2Q'17

Dane skonsolidowane	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	811,3	840,2	3,6%	3 078,1	3 345,2	8,7%
Wynik brutto na sprzedaży	183,9	117,6	-36,0%	612,6	592,6	-3,3%
EBITDA	174,0	104,5	-39,9%	504,1	523,0	3,7%
EBIT	136,5	69,0	-49,5%	360,9	384,9	6,7%
Saldo finansowe	9,4	3,7	-61,1%	21,6	-10,9	---
Wynik netto	120,2	61,2	-49,1%	308,0	306,2	-0,6%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	114,5	56,1	-51,0%	297,0	284,5	-4,2%
Marża EBITDA	21,4%	12,4%		16,4%	15,6%	

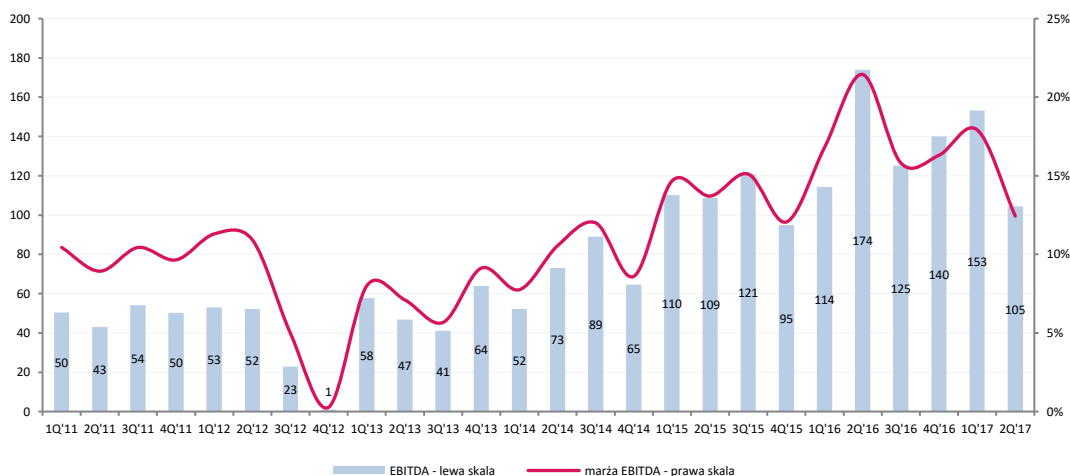
Segment blach	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	150,2	131,0	-12,8%	662,7	521,9	-21,3%
Wynik segmentu	42,1	7,9	-81,2%	200,1	46,8	-76,6%
Marża segmentu	28,0%	6,0%		30,2%	9,0%	

Segment profili	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	181,4	183,3	1,1%	633,5	697,2	10,1%
Wynik segmentu	35,1	2,1	-94,0%	42,1	25,7	-38,9%
Marża segmentu	19,4%	1,2%		6,6%	3,7%	

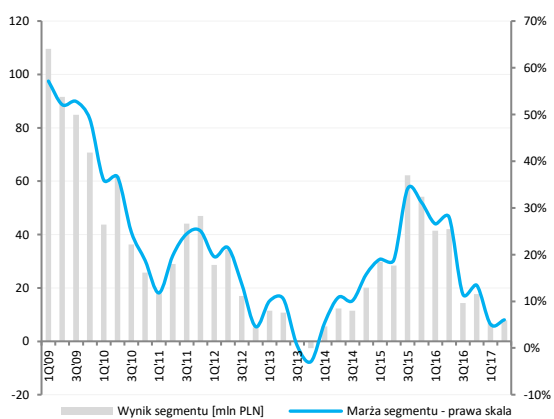
Segment cynku	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	412,4	474,7	15,1%	1 587,0	1 912,0	20,5%
Wynik segmentu	78,5	85,5	8,9%	272,4	426,4	56,5%
Marża segmentu	19,0%	18,0%		17,2%	22,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

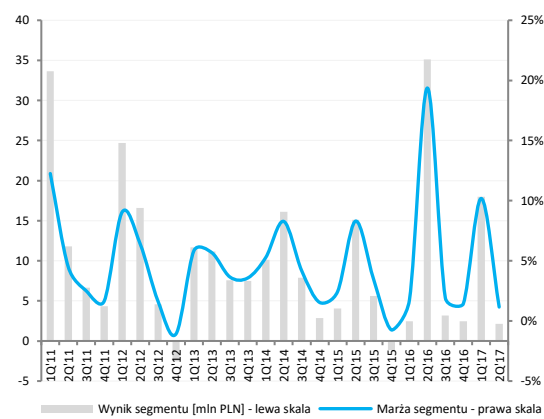
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



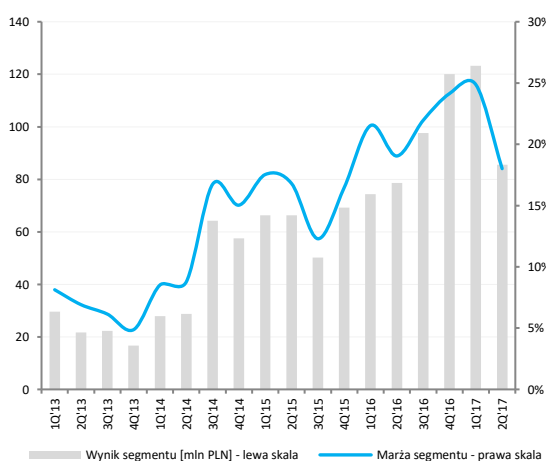
Segment blach



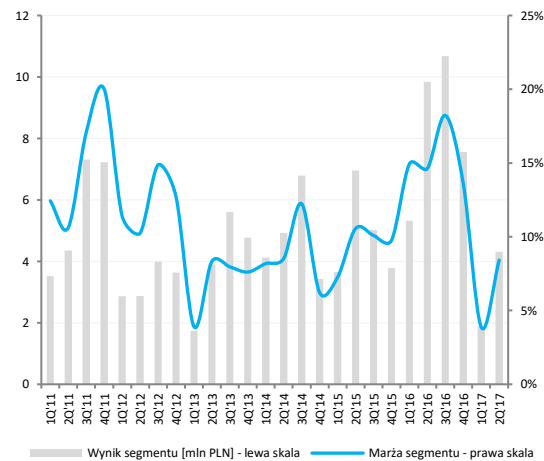
Segment profili



Segment cynku

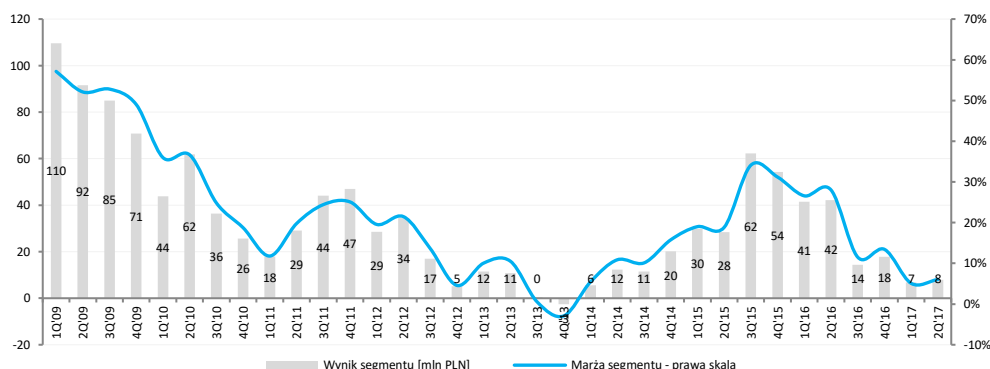


Pozostała działalność



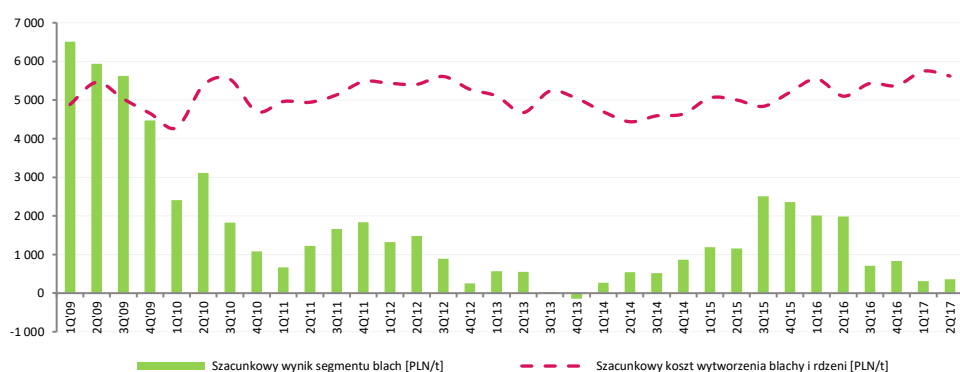
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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)



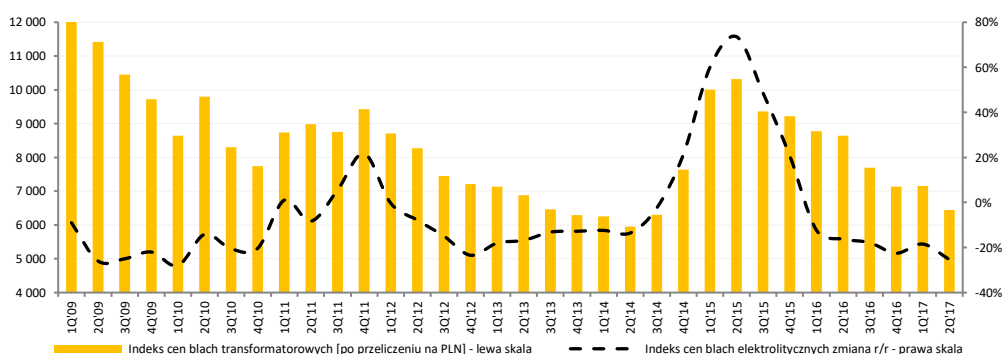
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Bloomberg, CEIC

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, a szczególnie jego druga połowa to bardzo wymagający okres 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).

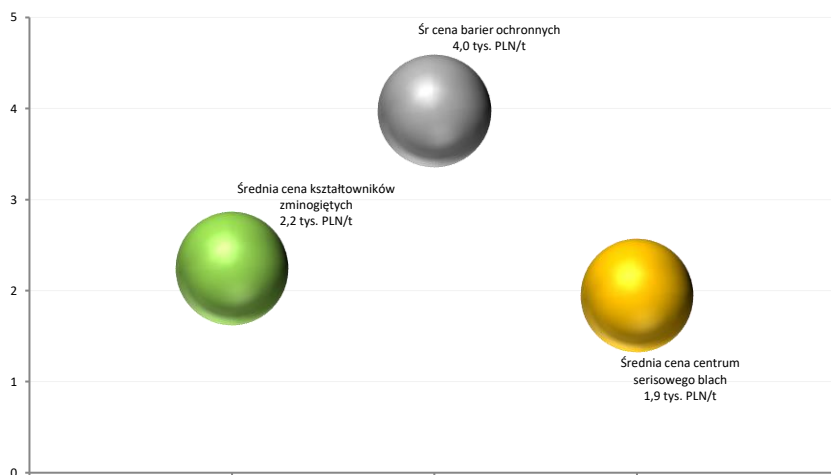
W 1Q'17 sprzedaż blach transformatorowych wzrosła o 7,2% r/r. w całym okresie 1H'17 ilościowo sprzedaż była wyższa r/r o 5,5%. Zakładamy, że kolejne kwartały br. pod względem wielkości sprzedaży także przyniosą odbicie względem 2016 roku.

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). Stabilizacja nastąpiła w 2Q'17, kiedy to szacunkowy wynik był wyższy o ok 50 PLN/t względem 1Q'17. Liczymy, że w 2H'17 spółka poprawi marżę względem 1H'17.

Ceny blach transformatorowych w 1Q'17 i 2Q'17 kontynuowały jeszcze spadki. Na początku lipca'17 średni odczyt indeksu cen blach transformatorowych wynosił niespełna 6,6 tys. PLN/t (w 2Q'17 było to 6,45 PLN/t). Odczyty z przełomu września'17 i października'17 wskazują ok 6,85 tys. PLN/t.

Szacunkowa różnica pomiędzy ceną blachy transformatorowej a ceną blachy HRC od przełomu 2015/2016 do 1Q'17 ulegała 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.

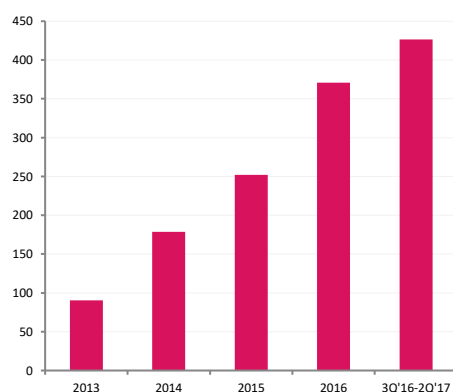
W 1H'17 wolumen był wyższy r/r o 11%. Zwracamy uwagę, że przyszłe wyniki segmentu mogą być pod wpływem postępowań ochronnych w UE, polityki cenowej hut działających w UE oraz intensywności projektów infrastrukturalnych (m.in. popyt na bariery ochronne).

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. Natomiast w całym 1H'17 wolumen sprzedaży wyrobów cynkowych był płaski w ujęciu r/r, podobnie było ze srebrem.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

SEGMENT BLACH TRANSFORMATOROWYCH

Podtrzymujemy tezę z ostatniego raportu analitycznego, że okres erozji marż w segmencie blach transformatorowych dobiegł końca wraz z 1Q'17. Szacunkowy wynik w przeliczeniu na tonę blachy na początku 2017 roku spadł w spółce bowiem do poziomu zaledwie 300 PLN/t. W 2Q'17 nastąpiło już niewielkie odbicie (+50 PLN/t względem 1Q'17). 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 34,9 mln PLN (poprzednio było 32,7 mln PLN). W modelu założyliśmy, że spółka wejdzie w 2018 rok z osiągalną rentownością rzędu 500 PLN/t (sądzymy, że to nadal ostrożne podejście). W 2019 roku uwzględniamy stopniowy efekt poprawy jakości asortymentu (HiB). Zatem ścieżka wynikowa na lata 2018-2019 powinna wynieść odpowiednio 48,9 mln PLN i 93,2 mln PLN.

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

- Zmiana struktury produkcji w kierunku HiB. Wdrożenie najwyższej jakości w produkcji trwa już bardzo długo. 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 (zatem jakość produktów może być poniżej tego co obecnie oferuje Stalprodukt). Niemniej 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.
- Proces łączenia europejskich konkurentów. Tym samym docelowo w UE mogą działać dwie grupy producentów blach transformatorowych, czyli zakłady skupione wokół dzisiejszej struktury Tata Steel i Thyssen oraz zakłady skupione w grupie Stalprodukt (Bochnia i ewentualnie Frýdek-Místek)

SEGMENT PROFILI

Przypominamy, że 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% (w 2016 roku łączny wolumen sprzedaży kształtowników zimnociętych wyniósł niemal 229 tys. ton).

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 zgodnie z przewidywaniami rezultaty segmentu były znacznie słabsze. Dodatkowo porównując wyniki w ujęciu r/r należy pamiętać, że w 2Q'16 mieliśmy do czynienia z gwałtownym zrywem w górę cen wyrobów.

W 3Q'17 obserwowaliśmy powrót do wzrostów cen profili. Tym samym punktowo liczymy na dobry wynik segmentu (przyjęliśmy 11,6 mln PLN). W skali 2017 roku segment profili wg nas powinien wypracować zysk w kwocie 40 mln PLN (podobnie było w poprzednim raporcie analitycznym). W 2018 roku przewidujemy symboliczny spadek wyniku profili do 39 mln PLN (nie spodziewamy się efektu związanego z dalszym wzrostem cen wyrobów, jednocześnie jednak liczymy na wyższą marżowość produkcji z nowych agregatów).

POZOSTAŁE

W obszarze pozostałe działalności grupa ujmuje m.in. wyniki podmiotu zależnego Elbud, który w swojej ofercie ma konstrukcje stalowe słupów energetycznych. Po wicherach na północy Polski zakładamy, że Elbud dynamicznie zwiększył kontraktację (co będzie widać już w 3Q'17 jak i 4Q'17).

SEGMENT CYNKU

Spodziewamy się, że przed segmentem cynku kolejne ciekawe rozdziały (życia). Pozytywnie oceniamy podejmowane i konsekwentnie realizowane przez spółkę projekty zabezpieczenia możliwości produkcji w kolejnych latach zarówno w obszarze górniczym jak i hutniczym. Ten aspekt ma kluczowe znaczenie dla stabilności wyników w kolejnych latach naszej prognozy. Akcentujemy bowiem specyfikę struktury segmentu cynku (m.in. jest to zakład wyróżniający się na skalę światową jeśli chodzi o odzysk cynków z odpadów poflotacyjnych). Dlatego dzięki podjętym w poprzednich latach działaniom, obecna struktura wyniku segmentu cynku jest znacząco mniej ekspozycja na produkcję górniczą niż to było historycznie (oraz w porównaniu z konkurentami zagranicznymi). Przypominamy, 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. W bieżącym 2017 roku segment korzysta w coraz większym stopniu także z oddanej nowej inwestycji Zakładu Przerobu Odpadów Poflotacyjnych. Jest to istotny obiekt, który pozwala na produkcję ok 20 tys. ton koncentratu cynku (zapewnia tym samym ok 15% wsadu do produkcji). Tym samym w 2017 roku struktura wsadu do produkcji wskaże mniejszy udział części górniczej (będzie to już prawdopodobnie stabilizacja części górniczej na poziomie wydobycia 1,7 mln ton w skali roku i nie oczekujemy dalszej erozji w nadchodzących latach; mamy też na uwadze, że kolejnym obszarem koncesyjnym, z którego Stalprodukt będzie chciał skorzystać może być złóż Laski).

Zauważamy, że spółka w komentarzu do perspektyw dla tej dywizji biznesowej zarządu (w raporcie za 2Q'17) akcentuje, że „...na rynku od początku 2017 roku utrzymuje się dobra koniunktura na cynk, czego efektem są wieloletnie maksima cenowe dla tego surowca (przekroczenie poziomu 3.000 USD/t w 3 kw. 2017 r.). Powyższa sytuacja i dobre perspektywy na II półrocze 2017 r., a także maksymalne wykorzystanie zdolności produkcyjnych w wyrobach cynkowych, będą miały zdecydowanie pozytywne przełożenie na wyniki tego segmentu operacyjnego i tym samym całej Grupy Stalproduktu.”

W obszarze hutniczym segmentu realizowana jest także budowa nowej hali wanien. Uruchomienie tej inwestycji ma docelowo poprawić efektywność kosztową Huty Bolesław (m.in. efekt zastosowania w procesie technologicznym elektrolizy cynku aż 50% wsadów z recyklingu, 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 wanien to 2019 rok.

Ostatnie odczyty wskazują, że ceny cynku są w okolicy 3 290 USD/t. Tym samym są to pułapy już powyżej 12 000 PLN/t. Coraz niższe stany zapasów na LME czy w Chinach wskazują na silny popyt (pomaga dobra koniunktura na wyroby ze stali). Zwracamy uwagę na korekty założeń dla bilansu rynku cynku na najbliższe kwartały. Cały czas obserwujemy skutki redukcji produkcji górniczej. Jednocześnie widać silny popyt na jaki muszą odpowiadać huty cynku. Dla przykładu, wg raportu BMI w Chinach średnioroczny wzrost produkcji hutniczej cynku wyniesie przynajmniej 2,3% do 2021 roku, w Indiach w okresie 2017-2021 produkcja rocznie ma rosnać nawet o ponad 6%.

Cena cynku [PLN/t]



W 1Q'17 średnia cena cynku wyniosła ok 11 292 PLN/t (maksimum było w okolicy 11,8-11,9 tys. PLN/t).

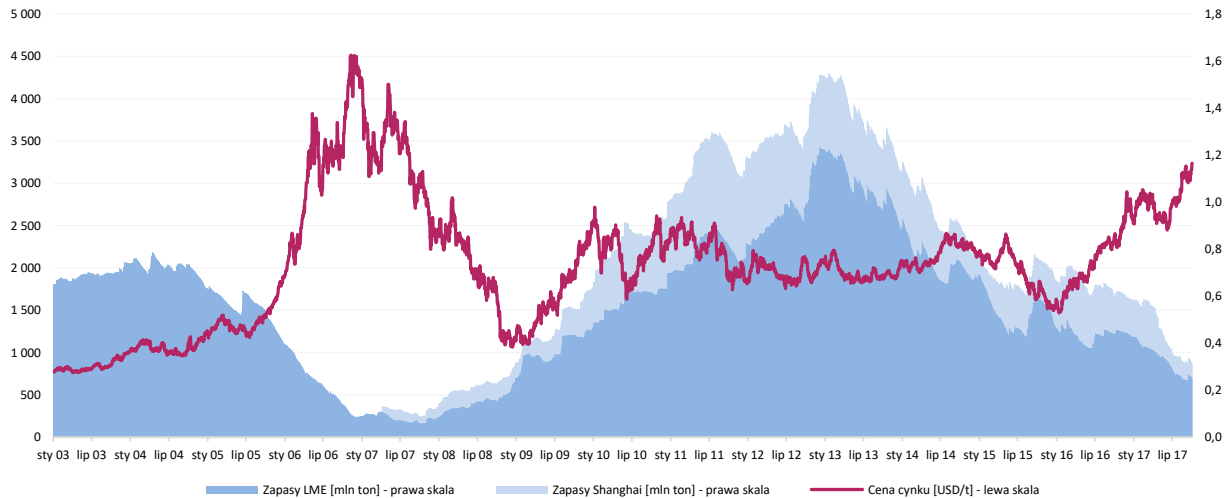
Natomiast w 2Q'17 obserwowaliśmy korektę cenników cynku w USD i dodatkowo odczuwalne były ruchy USD/PLN. Tym samym średnia cena cynku w 2Q'17 ukształtowała się w okolicy 10 000 PLN/t.

Nasze szacunki wskazują, że w 3Q'17 średnie ceny cynku wzrosły do 10 700 PLN/t.

Na początku października'17 cena cynku przekroczyła barierę 12 000 PLN/t. Tym samym są to tegoroczne maksima.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

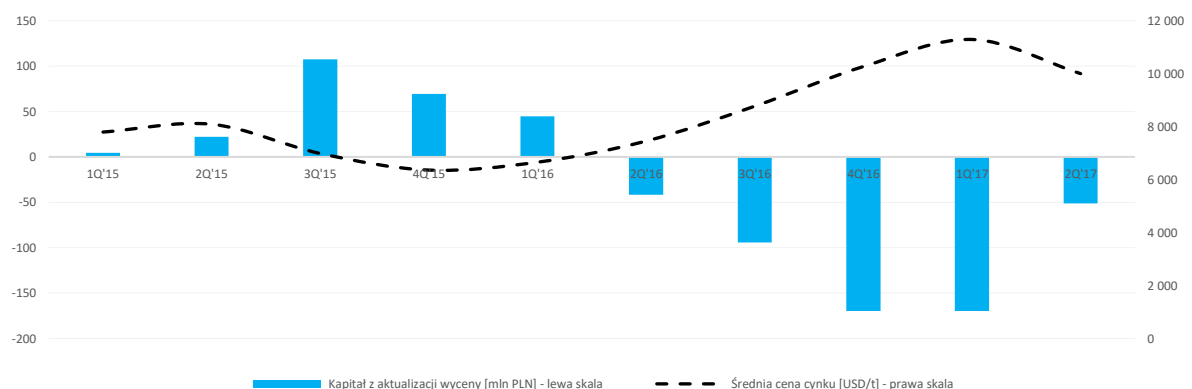
Należy mieć na uwadze, że raportowane wyniki segmentu są pod wpływem przyjętej polityki zabezpieczeń. Dodatkowo w 2Q'17 obserwowaliśmy erozję cen cynku względem lokalnych szczytów ustanowionych w 1Q'17. Jak oszacowaliśmy, że 1Q'17 średnia cena cynku wyniosła ok 11 292 PLN/t (maksimum było w okolicy 11,8-11,9 tys. PLN/t). Natomiast w 2Q'17 obserwowaliśmy korektę cenników cynku w USD i dodatkowo odczuwalne były ruchy USD/PLN. Tym samym średnia cena cynku w 2Q'17 ukształtowała się w okolicy 10 000 PLN/t.

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

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17
Zobowiązania finansowe [mln PLN]	28,2	2,5	45,3	107,4	258,4	258,5	161,9
Cynk - transakcje towarowe	2,8	0,0	26,3	98,3	205,0	234,8	152,8
Ołów - transakcje towarowe	0,1	0,0	0,0	4,3	4,5	16,7	8,7
USD/PLN i EUR/PLN - transakcje walutowe	24,5	2,5	18,3	4,3	48,9	7,0	0,4
Srebro - transakcje towarowe	0,7	0,1	0,7	0,6	0,0	0,1	0,0
Aktywa finansowe [mln PLN]	109,5	72,0	11,2	19,5	19,1	25,9	62,5
Cynk - transakcje towarowe	102,1	54,1	7,4	6,9	12,3	9,1	8,7
Ołów - transakcje towarowe	3,6	6,4	1,6	0,0	4,1	0,7	0,8
USD/PLN i EUR/PLN - transakcje walutowe	2,3	11,3	2,3	12,5	2,1	15,8	52,7
Srebro - transakcje towarowe	1,4	0,2	0,0	0,1	0,6	0,2	0,3

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

Wpływ polityki zabezpieczeń na wyniki spółki

Prezentacja wyniku na transakcjach pochodnych w RZIS	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17
korekta przychodów ze sprzedaży produktów	13,249	3,133	-14,040	-38,743	-45,305	-27,396
aktualizacja wartości inwestycji	8,102	-6,500	-1,660	-6,331	4,335	6,360
zysk/strata ze zbycia inwestycji	-0,133	0,920	-0,494	-6,748	1,253	5,219
Razem [mln PLN]	21,218	-2,447	-16,194	-51,822	-39,717	-15,817
Wynik kasowy z rozliczenia instrumentów pochodnych:	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17
transakcje towarowe	32,129	8,307	-5,355	-29,110	-43,810	-31,469
transakcje walutowe	-12,185	-0,792	-4,690	-11,413	-2,038	7,081
Razem [mln PLN]	19,944	7,515	-10,045	-40,523	-45,848	-24,388

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

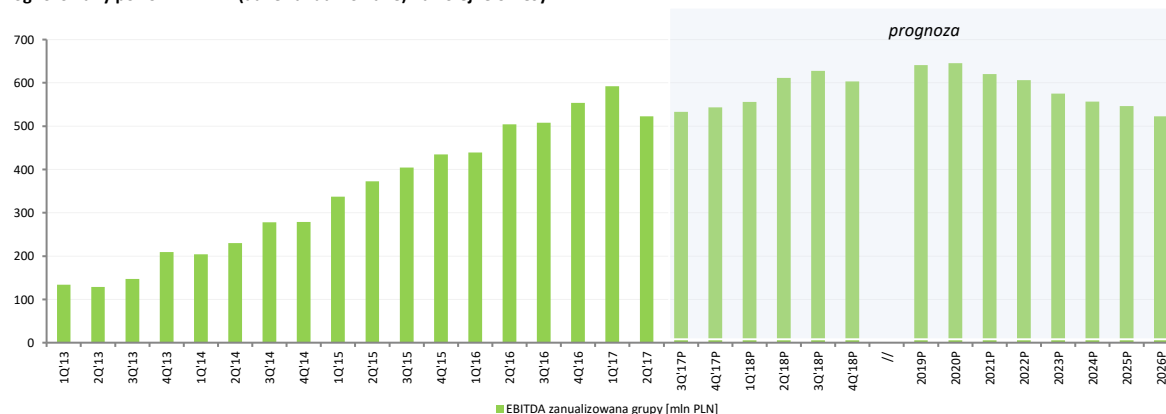
W 1Q'17 segment cynku wypracował wynik równy 123,2 mln PLN (w 4Q'16 było to 120,1 mln PLN). W 2Q'17 rezultat segmentu to 85,5 mln PLN. Przypominamy, że w 1Q'17 średnia cena cynku była na poziomie niespełna 2 785 USD/t (11 292 PLN/t), z kolei w 2Q'17 szacujemy średnią cenę cynku na 2 608 USD/t (10 003 PLN/t). Nasze szacunki wskazują, że w 3Q'13 średnie ceny cynku wzrosły do 2 955 USD/t (10 700 PLN/t). Jak widzimy, na początku października'17 cena cynku przekroczyła już barierę 12 000 PLN/t i są to tegoroczne maksima. W naszych projekcjach na 4Q'17 spodziewamy się, że średnia cena cynku będzie w okolicy 11 450 PLN/t. Nie wykluczamy potrzeby korekty tych założeń w górę zważywszy na coraz niższe stany zapasów i silny popyt na stal i cynk. Należy mieć też na uwadze, że dla finalnych wyników za 4Q'17 ważny będzie też poziom USD/PLN (w modelu przyjmujemy obecne pułapy). Na rok 2018 w modelu przywidujemy ustanowienie kolejnych lokalnych szczytów dla cynku w USD i PLN. W 2H'18 przyjmujemy erozję cen cynku do poziomu 10 200 PLN/t w 4Q'18.

Tym samym przyjęliśmy, że 3Q'17 wynik segmentu będzie w okolicy 104,6 mln PLN, a w 4Q'17 wzrośnie do 124,5 mln PLN. Zatem w skali całego 2017 roku prognozujemy wynik segmentu na poziomie niemal 438 mln PLN. W 2018 roku przy płaskich wolumenach sprzedaży i opisanej ścieżce cen liczymy na dalszą poprawę rezultatów segmentu do 481,5 mln PLN (z obecnej perspektywy spodziewamy się wyjątkowo mocnego odczytu w 1H'18).

PODSUMOWANE PROGNOZY

Liczymy, że obecne przyjęte w modelu założenia sugerujące EBITDA za 2017 rok na poziomie 543,3 mln PLN docelowo będziemy mogli skorygować w górę (kluczowy będzie poziom USD/PLN w 4Q'17). Na 2018 rok w dalszym ciągu zakładamy, że EBITDA grupy (w obecnym kształcie) przekroczy 600 mln PLN i nie będzie to tylko jednorazowy i punktowy odczyt. Główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali wianien w segmencie cynku oraz poprawa struktury sprzedaży w segmencie blach transformatorowych. 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

	3Q'16	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	791,7	858,3	855,0	840,2	900,2	932,8	919,3	930,1	930,3	923,2	2 859	3 132	3 141	3 528	3 703	3 839	3 895	3 812
Wyniki segmentów	125,7	147,9	149,9	99,8	136,1	154,6	161,1	160,8	148,0	136,3	284,2	469,8	562,9	540,5	606,2	620,5	646,6	632,5
segment blach	14,3	17,8	6,8	7,9	9,7	10,5	11,5	11,6	12,7	13,1	49,4	174,7	115,7	34,9	48,9	93,2	136,0	136,9
segment profili	3,2	2,5	18,0	2,1	11,6	8,4	9,3	10,1	9,6	10,0	37,0	23,6	43,2	40,1	39,0	39,5	39,1	36,3
segment cynku	97,6	120,1	123,2	85,5	104,6	124,5	132,9	131,3	114,6	102,8	178,5	252,0	370,6	437,9	481,5	450,2	430,9	417,7
EBITDA	125,2	140,0	153,3	104,5	135,4	150,1	165,7	160,0	152,0	125,4	278,9	434,8	553,4	543,3	603,0	640,9	645,8	620,0
EBIT	90,9	105,2	119,8	69,0	98,8	113,0	128,3	122,2	113,9	86,9	143,4	291,6	412,9	400,6	451,3	468,0	478,1	462,6
Saldo finansowe	0,3	-6,2	-8,8	3,7	1,7	1,6	2,2	2,9	3,5	3,8	-8,0	-4,2	11,5	-1,8	12,4	15,6	29,6	40,9
Wynik netto przypisany	69,8	75,8	82,8	56,1	77,2	87,8	100,4	96,1	90,6	69,2	91,1	219,1	325,8	303,9	356,4	365,1	385,7	383,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

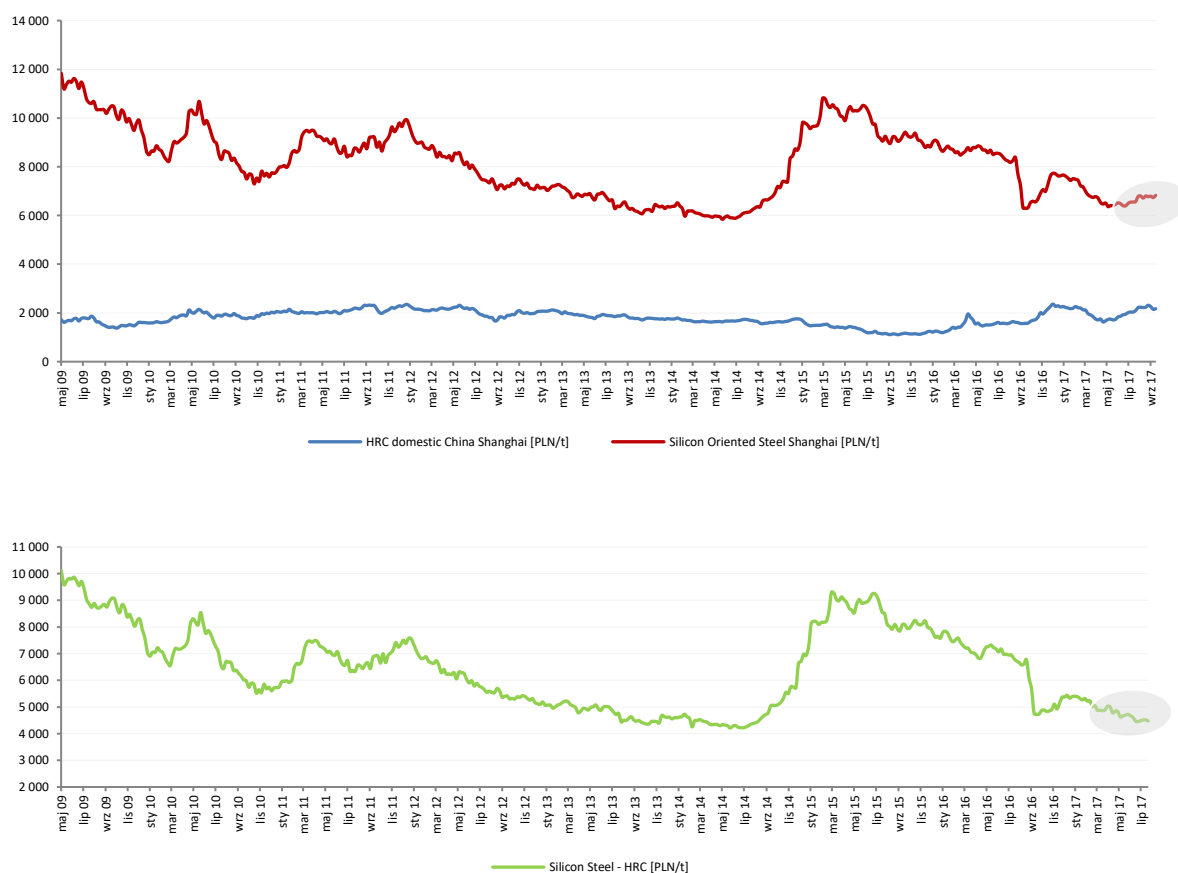
Zmiana do prognoz (w porównaniu z raportem analitycznym z 08.08.2017 r.)

	2017 stare	2017 nowe	zmiana r/r	2018 stare	2018 nowe	zmiana r/r	2019 stare	2019 nowe	zmiana r/r
Przychody	3 526	3 528	0%	3 644	3 703	2%	3 783	3 839	1%
EBITDA	585,9	543,3	-7%	611,4	603,0	-1%	659	640,9	-2%
EBIT	450	400,6	-11%	470,3	451,3	-4%	486	468,0	-4%
Wynik netto	343,4	303,9	-11%	377,6	356,4	-6%	387	365,1	-6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

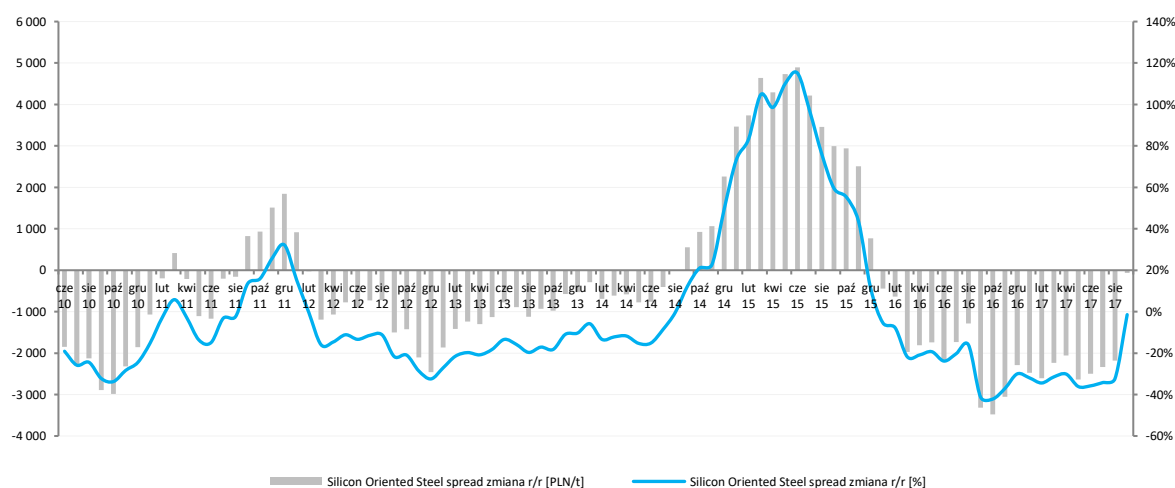
STALPRODUKT - TENDENCJE RYNKOWE DLA SEGMENTU BLACH

Relacje cenowe – blacha transformatorowa i HRC (Shanghai)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

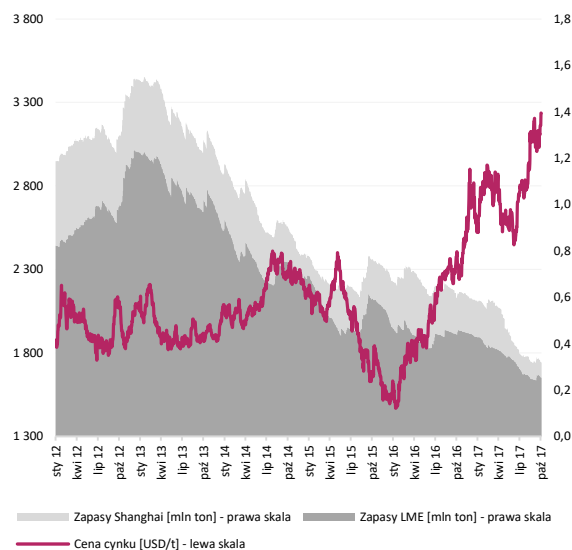
Zmiana spreadu cena blachy transformatorowej i HRC (Shanghai)



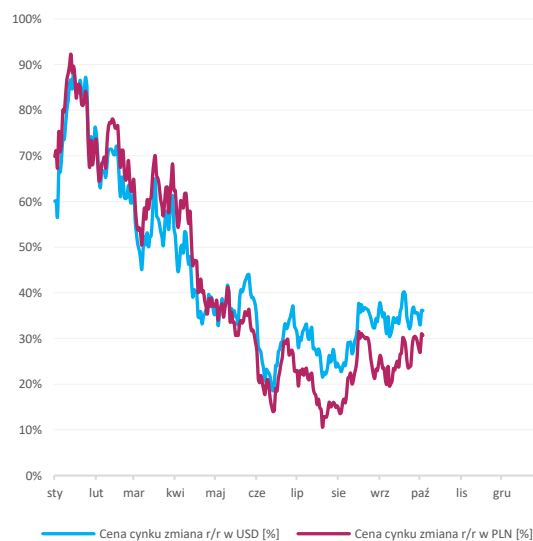
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

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	3 528	3 703	3 839	3 895	3 812	3 781	3 801	3 826	3 854	3 883
Wynik segmentów	164	284	470	563	541	606	621	647	633	620	609	598	594	575
segment blach	20	49	175	116	35	49	93	136	137	138	139	140	141	142
segment profili	38	37	24	43	40	39	39	39	36	35	35	35	36	36
segment cynku	90	179	252	371	438	482	450	431	418	405	391	377	370	349
EBITDA	210	279	435	553	543	603	641	646	620	607	575	557	546	523
EBIT	81	143	292	413	401	451	468	478	463	459	438	420	410	386
Przychody finansowe	31	20	16	35	37	39	55	65	73	82	90	98	105	111
Koszty finansowe	14	28	20	24	39	27	39	36	32	29	25	25	24	23
Wynik brutto	97	135	287	425	399	464	484	508	504	513	503	494	491	475
Podatek dochodowy	19	34	60	80	70	79	92	96	96	97	96	94	93	90
Wynik dla akcjonariuszy	73	91	219	326	304	356	365	386	383	391	384	378	376	364
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	2 071	2 149	2 166	2 208	2 238	2 265	2 290	2 315	2 340	2 365
Inwestycje dl term	54	60	70	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
Dl aktywa finansowe	48	54	65	42	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
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	1 991	2 285	2 544	2 770	2 968	3 160	3 369	3 552	3 718	3 851
Zapasy	507	579	463	605	725	761	736	758	752	746	750	755	760	766
Należności kr term	410	389	437	588	580	609	631	640	627	621	625	629	634	638
Inwestycje kr term	152	229	492	452	642	872	1 133	1 329	1 545	1 749	1 950	2 125	2 280	2 403
Kr term rozliczenia mo	9	14	19	26	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
Aktywa razem	2 992	3 145	3 393	3 714	4 062	4 434	4 711	4 979	5 206	5 426	5 659	5 868	6 058	6 216
Kapitał własny	1 756	1 847	2 139	1 937	2 353	2 710	3 025	3 338	3 623	3 895	4 137	4 353	4 551	4 717
Zobowiązani i rezerwy	1 236	1 298	1 254	1 777	1 708	1 724	1 686	1 640	1 583	1 530	1 522	1 514	1 507	1 499
Rezerwy na zobowiązania	213	247	306	321	311	311	311	311	311	311	311	311	311	311
Zobowiązania dl term	158	119	102	211	172	172	172	172	172	172	172	172	172	172
Zobowiązania kr term	564	623	534	933	911	926	888	843	786	733	725	717	710	702
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	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Pasywa razem	2 992	3 145	3 393	3 714	4 062	4 434	4 711	4 979	5 206	5 426	5 659	5 868	6 058	6 216
CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF operacyjny	222	203	419	267	266	487	579	553	577	571	539	530	526	513
CF inwestycyjny	-135	-161	-173	-197	-202	-230	-190	-210	-187	-174	-162	-162	-161	-161
CF finansowy	-53	15	-149	-51	54	-28	-127	-148	-173	-193	-176	-193	-210	-229
CF netto razem	34	57	97	19	118	229	261	196	217	204	201	175	155	123
Środki pieniężne eop	112	169	266	286	404	633	895	1 091	1 307	1 511	1 712	1 887	2 042	2 165

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cena [PLN]	473	473	473	473	473	473	473	473	473	473	473	473	473	473
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]	3 181	3 181	3 011	2 639	2 639	2 639	2 639	2 639	2 639	2 639	2 639	2 639	2 639	2 639
BVPS	261,2	274,6	335,9	347,2	421,7	485,7	542,1	598,2	649,2	698,0	741,3	780,1	815,6	845,2
EPS	10,8	13,5	34,4	58,4	54,5	63,9	65,4	69,1	68,7	70,1	68,9	67,7	67,4	65,2
CEPS	30,0	33,7	56,9	83,6	80,0	91,1	96,4	99,2	96,9	96,5	93,4	92,2	91,8	89,6
P/E	43,7	34,9	13,7	8,1	8,7	7,4	7,2	6,8	6,9	6,7	6,9	7,0	7,0	7,3
EV/EBITDA	15,3	11,4	6,2	4,6	4,5	3,7	3,0	2,6	2,2	1,9	1,6	1,3	1,1	0,8
EV/EBIT	39,8	22,2	9,3	6,2	6,1	4,9	4,1	3,5	3,0	2,5	2,1	1,8	1,4	1,1
P/BV	1,8	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Dywidenda [mln PLN]	7,7	4,0	13,3	16,7	16,7	27,9	77,0	97,9	123,4	142,7	166,1	183,4	200,0	218,8
DPS [PLN]	1,1	0,6	2,1	3,0	3,0	5,0	13,8	17,5	22,1	25,6	29,8	32,9	35,8	39,2
DYield	0,2%	0,1%	0,4%	0,6%	0,6%	1,1%	2,9%	3,7%	4,7%	5,4%	6,3%	6,9%	7,6%	8,3%
EV [mln PLN]	3 214	3 178	2 714	2 545	2 444	2 214	1 903	1 657	1 391	1 137	926	741	576	443
Dług netto [mln PLN]	33	-3	-297	-95	-196	-425	-736	-982	-1 249	-1 503	-1 714	-1 899	-2 064	-2 196
Dług % [mln PLN]	185	226	195	357	447	447	397	347	297	247	237	227	217	207

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	685,4	kupuj	651,0	04.10.2017	13:22 CEST	473	64 200
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 4Q'17:

Kupuj	1	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
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 dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 04.10.2017 roku (13:22 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 09.10.2017 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 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 jakiegokolwiek 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 04.10.2017 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, 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.
- 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.