



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

Zauważamy, że po rozczarującym sezonie wynikowym w 3Q'17 i 4Q'17 (na tle oczekiwań konsensusu) sentyment do walorów spółki uległ osłabieniu. Podkreślamy jednak, że Stalprodukt jest dla nas absolutnie preferowanym numerem jeden w gronie dużych podmiotów z ekspozycją na przemysł ciężki notowanych na GPW. Oceniamy obecną wycenę walorów spółki na GPW jako wyjątkowo atrakcyjną i na podstawie naszych założeń utrzymujemy zalecenie KUPUJ oraz podnosimy cenę docelową do 702,5 PLN. Liczymy, że EBITDA grupy w 2018 roku przekroczy 550 mln PLN. W latach 2019-2020 zakładamy wzrost EBITDA do ponad 625 mln PLN i 707 mln PLN. Zatem nasz model sugeruje, że STP jest obecnie handlowany na mnożniku EV/EBITDA'18 w okolicy 3,8x. Na kolejne dwa lata mnożnik EV/EBITDA spada zgodnie z przyjętymi założeniami do 3,0x i nawet blisko 2,2x!

Druga połowa 2017 roku przyniosła dla nas negatywne zaskoczenie w raportowanych rezultatach. Nasze wcześniejsze prognozy okazały się jednak zbyt ambitne i ostatecznie EBITDA grupy za cały 2017 rok była poniżej progu 500 mln PLN. Odchylenia in minus w porównaniu do naszych wcześniejszych symulacji upatrujemy w obszarze segmentu cynk (m.in. złe zdefiniowaliśmy efekt polityki zabezpieczeń) oraz w słabszych danych segmentu profili.

Liczymy się z tym, że okres 1Q'18 wskaże wciąż erozję EBITDA w ujęciu r/r (wysoka baza porównawcza z 1Q'17). Niemniej wraz z 2Q'18 oczekujemy ponownego wejścia na ścieżkę wzrostu wyników STP. Nasz model wskazuje, że grupa będzie wykazywać dynamikę wzrostu EBITDA o kilkanaście procent rocznie w latach 2018-2020 w oparciu o bieżącą strukturę segmentów. Zatem w 2018 roku spodziewamy się przekroczenia pułapu 550 mln PLN na poziomie EBITDA. Zaś na 2019 rok prognozujemy ponad 625 mln PLN.

Wskazujemy na ważny impuls wzrostowy pochodzący z segmentu blach transformatorowych. Spółka dzięki akwizycji czeskich zakładów wzmocniła swoją pozycję konkurencyjną i jest drugim największym producentem blach transformatorowych w obszarze UE (moce produkcyjne grupy w blachach transformatorowych wynoszą ok 150 tys. ton rocznie).

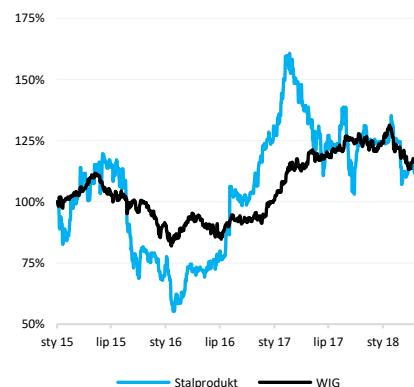
Oceniamy, że spółka jest dobrze przygotowana do wykazywania wzrostu EBITDA przynajmniej o kilkanaście procent rocznie w najbliższych trzech latach (w obecnej strukturze segmentów; bez uwzględniania potencjalnych nowych aktywności). Dodatkowo bezpośrednim i silnym impulsem do budowy wartości będzie szybka zmiana struktury wyników grupy. Docelowo przyjęte przez nas projekcje nie uwzględniają nowych teoretycznych obszarów działalności grupy, a zwracamy uwagę na mocne strumienie przepływów pieniężnych (z dotychczasowych struktur biznesowych).

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	3 132	3 141	3 501	3 970	4 230	4 418
EBITDA [mln PLN]	435	553	497	551	625	708
EBIT [mln PLN]	292	413	360	408	467	534
Wynik netto [mln PLN]	219	326	254	324	359	419
P/BV	1,3x	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x
P/E	12,4x	7,3x	9,3x	7,3x	6,6x	5,7x
EV/EBITDA	5,5x	4,1x	4,1x	3,8x	3,0x	2,2x
EV/EBIT	8,3x	5,5x	5,7x	5,2x	4,0x	2,9x

KUPUJ
(POPZEDNIO: KUPUJ)
WYCENA 702,5 PLN
11 MAJ 2018, 09:11 CEST

Wycena końcowa [PLN]	702,5
Potencjał do wzrostu / spadku	+65,3 %
Cena rynkowa [PLN]	425,0
Kapitalizacja [mld PLN]	2,37
Ilość akcji [mln. szt.]	5,58
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	555,0
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	416,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-16,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-16,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-21,6%
Struktura akcjonariatu (głosy %):	
STP Investment	48,17
Stalprodukt-Profil	8,98
ArcelorMittal	8,74
Pozostali	34,11

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:

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	2
WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2017	8
PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY.....	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Działania ochronne producentów stali w różnych obszarach geograficznych

W ostatnich latach obserwujemy jak poszczególne obszary gospodarcze wprowadzają coraz to nowe mechanizmy mające chronić rodzimych producentów stali. Takie działania dostrzegamy w UE, USA czy w Azji i katalog chronionych produktów jest różny.

Przykładowo w 2017 roku segment profili STP został dotknięty przez ograniczony dostęp do konkurencyjnych cenowo blach gorącowalcowanych (efekt nałożenia ceł na kręgi z krajów skąd grupa sprowadzała materiał do dalszego przerobu). Jednocześnie dotychczas same wyroby gotowe nie zostały poddane ochronie i w 2017 roku możliwy był tani import profili/rur z Ukrainy, Białorusi, Rosji, czy Turcji. Zatem teoretyczne wprowadzenie przez UE środków ochronnych na profile byłoby dla STP silnym impulsem do odbudowy marż segmentu.

W najbliższym okresie będziemy z uwagą śledzić dalsze kroki administracji rządowej w USA. Przypominamy, że kraje UE zostały czasowo do czerwca'18 wyłączone z nowych ceł. W modelu przyjmujemy jednak założenie, że w dalszych scenariuszach rozwoju sytuacji, przyszłe działania KE będą nadal wspierać producentów wyrobów ze stali funkcjonujących w obszarze UE.

Trendy na rynkach światowych – produkcja oraz ceny stali i cynku

Nasz model na najbliższe lata uwzględnia generalne utrzymanie wsparcia / barier ochronnych dla producentów stali w większości obszarów gospodarczych. Należy mieć jednak na uwadze, że ewentualne przyszłe zmiany na światowych rynkach stali mogą mieć istotny wpływ na marże grupy. Kluczowe dla dalszych wyników będą też relacje cenowe na rynku cynku (dla części górniczej jak i hutniczej) oraz relacje popyt/podaż i ceny na blachy transformatorowe.

Raportowanie wyników operacyjnych grupy

Grupa w raportach kwartalnych raportuje raczej „skromne” informacje dodatkowe prezentujące działalność operacyjną poszczególnych segmentów. Tym samym inwestorzy mogą z dużym ryzykiem błędu budować swoje oceny i szacunki na temat tego jaką wartość przedstawiają poszczególne obszary biznesowe STP.

W modelu wykorzystujemy mnożnik EV/EBITDA na poziomie 5,0x. Segmentowo akceptujemy mnożnik 7,5x dla segmentu blach transformatorowych (drugi pod względem wielkości gracz w UE), dla segmentu cynku przyjmujemy mnożnik 4,0x (trudno nam właściwie szacować strukturę wyników w części hutniczej i górniczej; jednocześnie dostrzegamy szereg podejmowanych działań, które będą rzutowały na rezultaty kolejnych lat z tego obszaru biznesowego). Dla pozostałych dywizji grupy przyjęliśmy mnożnik 5,0x. Natomiast aktualny kurs spółki na poziomie 425 PLN zgodnie z naszymi prognozami wskazuje, że EV/EBITDA grupy na 2018 rok wnosi 3,8x, a na 2019 rok jest to tylko 3,0x.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Zdecydowaliśmy się na aktualizację raportu analitycznego dotyczącego STP (poprzedni opublikowaliśmy w październiku'17). Zauważamy, że po rozczarującym sezonie wynikowym w 3Q'17 i 4Q'17 (na tle oczekiwań konsensusu) sentyment do walorów spółki uległ osłabieniu. Podkreślamy jednak, że Stalprodukt jest dla nas absolutnie preferowanym numerem jeden w gronie dużych podmiotów z ekspozycją na przemysł ciężki notowanych na GPW. W naszym odczuciu spółka jest dobrze przygotowana do wykazywania wzrostu EBITDA przynajmniej o kilkanaście procent rocznie w najbliższych trzech latach (w obecnej strukturze segmentów; bez uwzględniania potencjalnych nowych aktywności). Dodatkowo bezpośrednim i silnym impulsem do budowy wartości będzie szybka zmiana struktury wyników grupy (akcentujemy segment blach transformatorowych).

Podsumowując, oceniamy obecną wycenę walorów spółki na GPW jako wyjątkowo atrakcyjną i na podstawie naszych założeń utrzymujemy zalecenie KUPUJ oraz podnosimy cenę docelową do 702,5 PLN. Liczymy, że EBITDA grupy w 2018 roku przekroczy 550 mln PLN. W latach 2019-2020 zakładamy wzrost EBITDA do ponad 625 mln PLN i 707 mln PLN. Zatem nasz model sugeruje, że STP jest obecnie handlowany na mnożniku EV/EBITDA'18 w okolicy 3,8x. Na kolejne dwa lata mnożnik EV/EBITDA spada zgodnie z przyjętymi założeniami do 3,0x i nawet blisko 2,2x !

Podsumowanie wyceny Stalproduktu

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	4,03	721,9
B	Wycena porównawcza	3,67	657,3
C	Wycena końcowa (A*0,7 +B*0,3)	3,92	702,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historycznie akceptowalne mnożniki EV/EBITDA (+1Yr) dla Stalproduktu oraz struktura wyników grupy

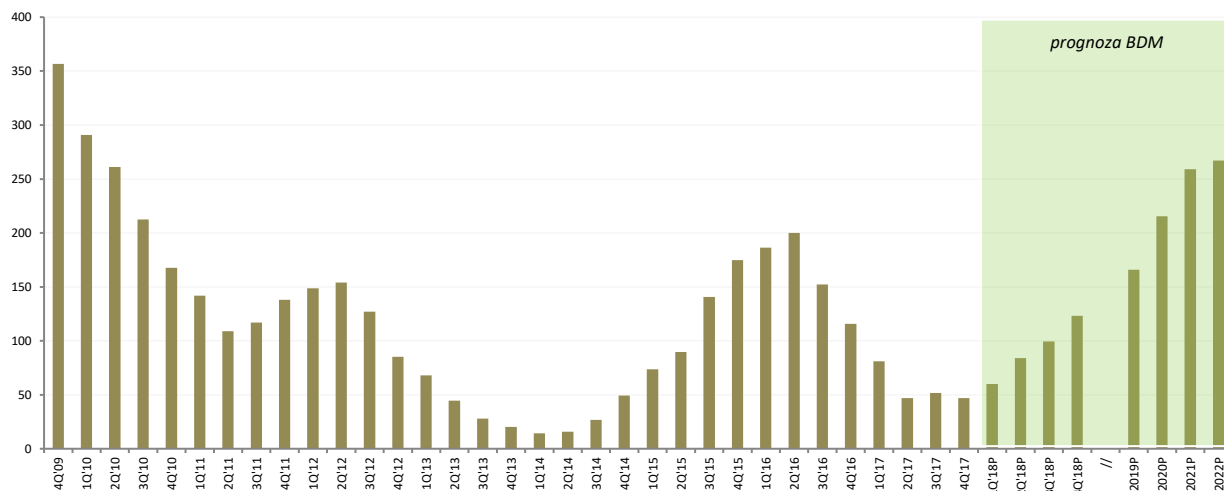


Struktura wyników STP (udział % segmentu w wyniku ogółem grupy)

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
blacha transf.	17%	37%	21%	10%	22%	27%
cynk	63%	54%	66%	83%	68%	61%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozowany wynik segmentu blachy transformatorowe (dane zanalizowane) [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4,0%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,1x (tak jak poprzednio).

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

- Nasz model wskazuje, że grupa będzie wykazywać dynamikę wzrostu EBITDA o kilkanaście procent rocznie w latach 2018-2020 w oparciu o bieżącą strukturę segmentów. Zatem w 2018 roku spodziewamy się przekroczenia pułapu 550 mln PLN na poziomie EBITDA, z kolei na 2019 rok prognozujemy ponad 625 mln PLN. Główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali wanień w segmencie cynku oraz poprawa cenników w segmencie blach transformatorowych (pełne efekty konsolidacji czeskich zakładów).
- Docelowo przyjęte przez nas projekcje nie uwzględniają nowych potencjalnych obszarów działalności grupy, a zwracamy uwagę na mocne strumienie przepływów pieniężnych (z dotychczasowych struktur biznesowych).
- Obniżyliśmy z +2% do +1% wzrost przepływów po okresie szczegółowej prognozy (efekt konsolidacji czeskich zakładów produkujących blachę transformatorową). Takie założenie jest wg nas konserwatywne i mamy na uwadze potencjalną zdolność grupy do szybszego wzrostu i wejścia w nowe obszary działania, których nie ujmujemy w modelu.
- Dług netto uwzględnia stan na koniec 2017 roku.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.08.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 4,03 mld PLN, czyli 721,9 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 970	4 230	4 418	4 509	4 617	4 773	4 975	5 168	5 378	5 607
EBIT [mln PLN]	408,2	466,5	534,1	558,9	559,6	535,1	518,1	504,7	485,1	470,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	77,6	88,6	101,5	106,2	106,3	101,7	98,4	95,9	92,2	89,4
NOPLAT [mln PLN]	330,6	377,9	432,6	452,7	453,3	433,5	419,6	408,8	392,9	380,9
Amortyzacja [mln PLN]	142,3	158,9	173,6	168,4	158,1	147,9	142,6	142,4	142,2	142,0
CAPEX [mln PLN]	-230,0	-190,4	-215,9	-200,5	-187,8	-175,3	-168,8	-168,6	-168,4	-168,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-158,6	-69,1	-62,2	-36,6	-29,4	-42,2	-54,9	-52,2	-56,9	-62,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-144,0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	84,4	277,3	328,2	383,9	394,2	363,9	338,5	330,4	309,8	292,5
DFCF [mln PLN]	82,5	248	269	288	270	228	194	173	148	128
Suma DFCF [mln PLN]	2 030									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 816									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 669									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 699									
Diug netto [mln PLN]	-329,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	4 028,4									
Ilość akcji [mln szt.]	5,58									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	721,9									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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	92,2%	93,8%	95,3%	96,5%	97,6%	97,9%	98,1%	98,4%	98,6%	98,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	7,8%	6,2%	4,7%	3,5%	2,4%	2,1%	1,9%	1,6%	1,4%	1,3%
WACC	9,1%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	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	695,7	723,7	758,0	800,8	856,0	929,7	976,7	1 033,1	1 102,3
	0,9	667,5	692,0	721,8	758,7	805,4	866,7	905,0	950,4	1 004,9
	1,0	641,5	663,2	689,3	721,2	761,1	812,5	844,2	881,3	925,1
	1,1	617,7	636,9	659,8	687,6	721,9	765,5	792,0	822,6	858,4
	1,2	595,7	612,8	633,0	657,3	687,0	724,2	746,6	772,2	801,7
	1,3	575,3	590,5	608,4	629,8	655,7	687,7	706,7	728,3	753,0
	1,4	556,4	570,0	585,9	604,8	627,4	655,1	671,5	689,8	710,7
	1,5	538,7	551,0	565,2	581,9	601,8	625,9	640,0	655,8	673,6
	1,6	522,3	533,3	546,0	560,9	578,5	599,6	611,8	625,4	640,7

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	1 012,2	953,5	901,8	878,2	856,0	834,9	815,0	778,2	744,9
	0,9	960,4	901,8	850,6	827,3	805,4	784,8	765,3	729,4	697,0
	1,0	914,2	856,0	805,4	782,6	761,1	740,9	721,9	687,0	655,7
	1,1	872,6	815,0	765,3	742,9	721,9	702,2	683,7	649,8	619,5
	1,2	834,9	778,2	729,4	707,5	687,0	667,8	649,8	616,9	587,5
	1,3	800,7	744,9	697,0	675,6	655,7	637,0	619,5	587,5	559,2
	1,4	769,5	714,6	667,8	646,9	627,4	609,2	592,2	561,2	533,7
	1,5	740,9	687,0	641,2	620,8	601,8	584,1	567,5	537,5	510,9
	1,6	714,6	661,7	616,9	596,9	578,5	561,2	545,1	515,9	490,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
premia za ryzyko	3,0%	739,9	773,7	815,7	869,3	940,0	1 037,5	1 101,6	1 180,8	1 280,9
	3,5%	704,7	733,8	769,6	814,5	872,6	950,6	1 000,7	1 061,2	1 135,8
	4,0%	672,9	698,1	728,8	766,7	815,0	878,5	918,4	965,7	1 022,8
	4,5%	644,0	666,0	692,4	724,7	765,3	817,6	849,9	887,7	932,4
	5,0%	617,7	636,9	659,8	687,6	721,9	765,5	792,0	822,6	858,4
	5,5%	593,6	610,4	630,4	654,4	683,7	720,3	742,3	767,5	796,5
	6,0%	571,4	586,3	603,8	624,6	649,8	680,9	699,3	720,2	744,1
	6,5%	550,9	564,1	579,5	597,7	619,5	646,0	661,7	679,2	699,1
	7,0%	532,0	543,8	557,3	573,3	592,2	615,1	628,4	643,2	659,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Decydujemy się na uwzględnienie akceptowalnego mnożnika EV/EBITDA dla grupy na poziomie 5,0x jako głównego punktu odniesienia dla Stalproduktu (dla blach przyjmujemy 7,5x, dla cynku uwzględniamy 4,0x, a dla pozostałych obszarów mnożnik 5,0x). Tym samym wyceniamy spółkę metodą mnożnikową na 657,3 PLN/akcję.

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2018-2020

	Średni poziom EV/EBITDA na 2018-2020						
	3,5x	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	488,5	544,7	601,0	657,3	713,52	769,8	826,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 2017 roku w strukturze EBITDA grupy istotne znaczenie miał segment cynku. Zwracamy uwagę, że najbliższe lata prawdopodobnie przyniosą zmianę wagi poszczególnych obszarów biznesowych. Akcentujemy też, że segment cynku wyróżnia się na skalę światową jeśli chodzi o odzysk z odpadów poflotacyjnych (a część górnicza segmentu cynku w kolejnych latach powinna dostarczać stabilny wolumen do dalszego przerobu).

Z naszych obserwacji wynika, że mediana mnożnika EV/EBITDA analizowanych podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi na lata 2018-2019 wynosi 5,4x-5,0x. Dla podmiotów z ekspozycją na cynk mediana EV/EBITDA na lata 2018-2019 wynosi z kolei odpowiednio 5,6x i 5,0x.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA			Komentarz
			2018	2019	2020P	2018	2019	2020P	
KLOECKNER	10,7	EUR	13,3	13,1	12,2	6,3	6,1	5,7	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji/handlu wyrobami stalowymi.
THYSSENKRUPP	24,7	EUR	15,6	12,2	10,7	5,2	5,0	5,0	
VOESTALPINE	43,4	EUR	11,1	10,8	9,6	6,0	5,7	5,3	
SALZGITTER	38,3	EUR	13,7	13,5	12,6	4,1	3,8	3,8	
ARCELORMITTAL	22,5	EUR	6,8	7,2	7,6	4,0	3,9	3,6	
SSAB	39,5	SEK	11,7	10,9	10,8	6,8	6,2	6,0	
VALLOUREC	4,8	EUR	---	---	17,9	---	9,5	6,2	
US STEEL	26,1	USD	7,0	6,4	7,8	4,2	3,9	4,0	
NLMK	23,3	USD	9,0	10,7	10,5	5,6	6,2	6,2	
AK STEEL	5,7	USD	6,3	4,8	5,8	5,8	4,7	4,2	
POSCO	317000	KRW	9,0	8,7	8,1	4,8	4,4	4,0	
TATA	660,8	INR	10,1	8,1	7,8	6,6	5,9	5,6	
BAOSTEEL	7,4	CNY	9,0	8,4	7,5	4,7	4,3	3,5	
Mediana			9,5	9,7	9,6	5,4	5,0	5,0	
KOREA ZINC	435000	KRW	12,2	11,2	10,6	5,6	4,9	4,3	} Mnożniki rynkowe podmiotów z obszaru produkcji (górnicznej i hutniczej) cynku.
BOLIDEN	318,2	SEK	11,1	12,1	12,5	5,8	6,2	6,1	
NYRSTAR	5,42	EUR	28,4	7,9	7,2	5,4	4,2	4,2	
OZ MINERALS	10,25	AUD	17,1	19,2	13,5	5,4	5,0	5,0	
HINDUSTAN ZINC	295,2	INR	14,0	12,0	11,0	8,6	7,5	6,4	
Mediana			14,0	12,0	11,0	5,6	5,0	4,6	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2017

Druga połowa 2017 roku przyniosła dla nas negatywne zaskoczenie w wynikach. Nasze wcześniejsze oczekiwania okazały się jednak zbyt ambitne i ostatecznie EBITDA grupy za cały 2017 rok była poniżej prognozy 500 mln PLN. Odchylenia in minus w porównaniu do naszych wcześniejszych symulacji upatrujemy w obszarze segmentu cynk (m.in. źle zdefiniowaliśmy efekt polityki zabezpieczeń) oraz w słabszych danych segmentu profili (trudna sytuacja dla przetwórców blachy sprowadzanej z obszaru WNP).

Wyniki skonsolidowane Stalproduktu za 4Q'17

Dane skonsolidowane	4Q'16	4Q'17	zmiana r/r	1Q'16-4Q'16	1Q'17-4Q'17	zmiana r/r
Przychody	858,3	899,5	4,8%	3 140,9	3 501,1	11,5%
Wynik brutto na sprzedaży	166,3	131,0	-21,2%	633,5	557,5	-12,0%
EBITDA	140,0	111,3	-20,5%	553,4	497,1	-10,2%
EBIT	105,2	76,7	-27,2%	412,9	359,6	-12,9%
Saldo finansowe	-6,2	-0,7	---	11,5	-12,1	---
Wynik netto	81,8	55,7	-31,9%	345,3	275,4	-20,2%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	75,8	51,5	-32,2%	325,8	254,5	-21,9%
Marża EBITDA	16,3%	12,4%		17,6%	14,2%	

Segment blach	4Q'16	4Q'17	zmiana r/r	1Q'16-4Q'16	1Q'16-4Q'17	zmiana r/r
Przychody	132,1	132,0	-0,1%	563,0	530,4	-5,8%
Wynik segmentu	17,8	13,0	-26,6%	115,7	46,9	-59,5%
Marża segmentu	13,4%	9,9%		20,5%	8,8%	

Segment profili	4Q'16	4Q'17	zmiana r/r	1Q'16-4Q'16	1Q'16-4Q'17	zmiana r/r
Przychody	173,2	185,9	7,4%	661,0	736,5	11,4%
Wynik segmentu	2,5	-1,9	---	43,2	16,8	-61,1%
Marża segmentu	1,4%	-1,0%		6,5%	2,3%	

Segment cynku	4Q'16	4Q'17	zmiana r/r	1Q'16-4Q'16	1Q'16-4Q'17	zmiana r/r
Przychody	497,4	515,2	3,6%	1 699,8	2 005,2	18,0%
Wynik segmentu	120,1	92,7	-22,8%	370,6	404,1	9,0%
Marża segmentu	24,1%	18,0%		21,8%	20,2%	

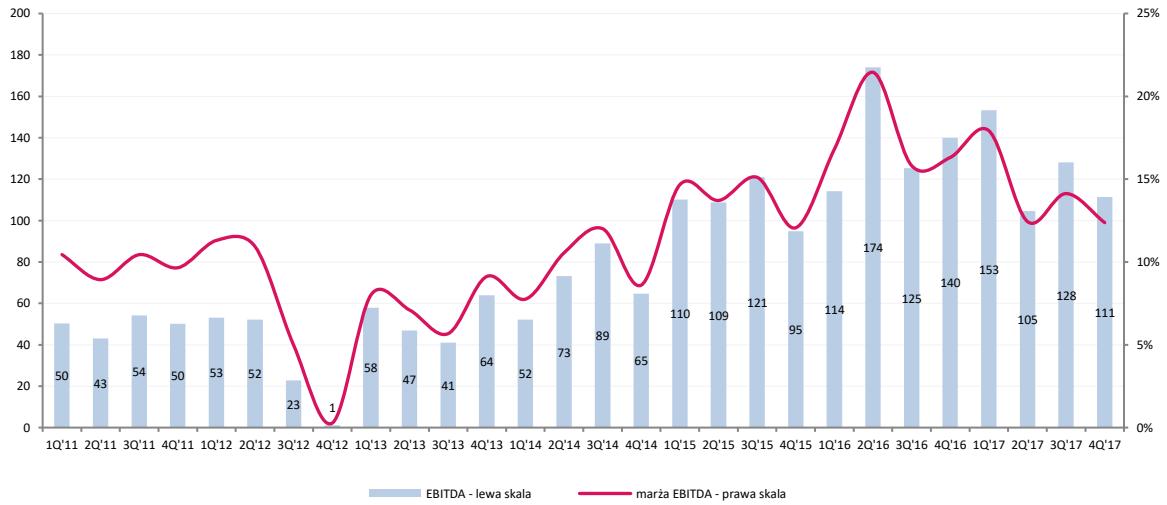
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wpływ polityki zabezpieczeń na wyniki spółki

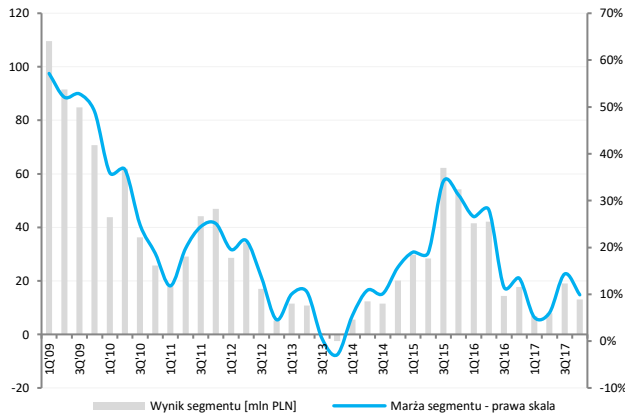
Prezentacja wyniku na transakcjach pochodnych w RZIS	2015	2016	2017
korekta przychodów ze sprzedaży produktów	-2,581	-36,401	-154,35
aktualizacja wartości inwestycji	0,000	0,000	0,00
zysk/strata ze zbycia inwestycji	-3,238	-6,389	11,96
Razem [mln PLN]	-6,792	-6,455	5,803
Wynik kasowy z rozliczenia instrumentów pochodnych:	2015	2016	2017
transakcje towarowe	61,401	5,971	-178,757
transakcje walutowe	-81,537	-29,080	34,331
Razem [mln PLN]	-20,136	-23,109	-144,43

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

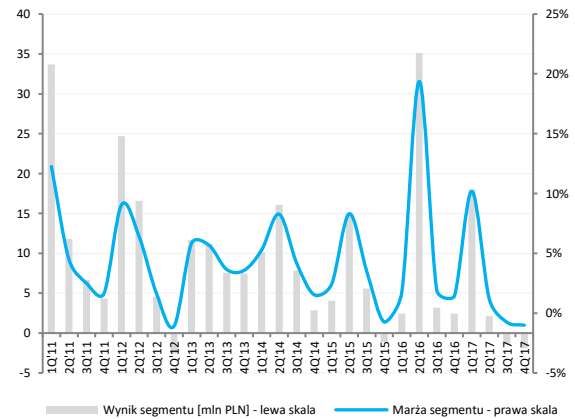
Skonsolidowany wynik EBITDA Stalproduktu w ujęciu kwartalnym



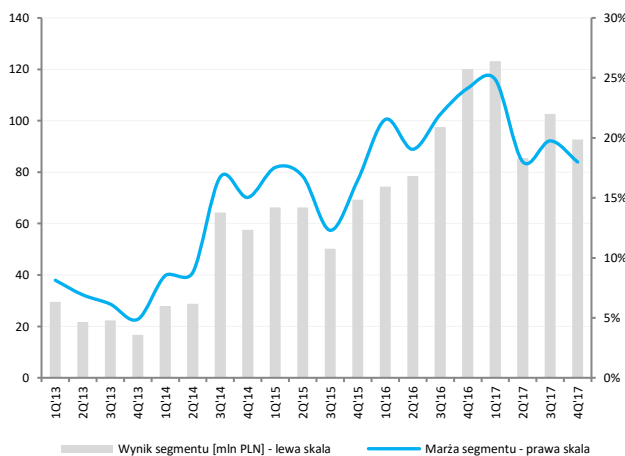
Segment blach



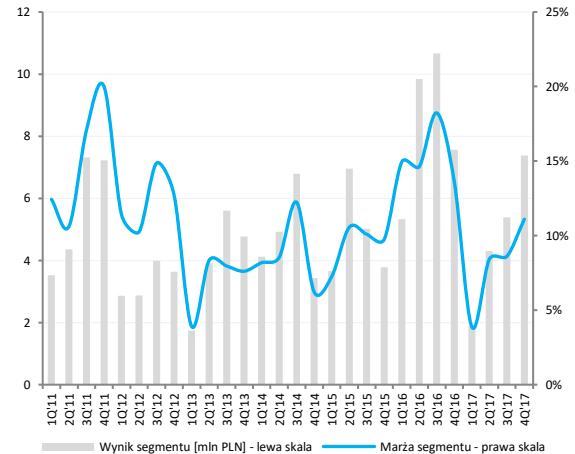
Segment profili



Segment cynku



Pozostała działalność



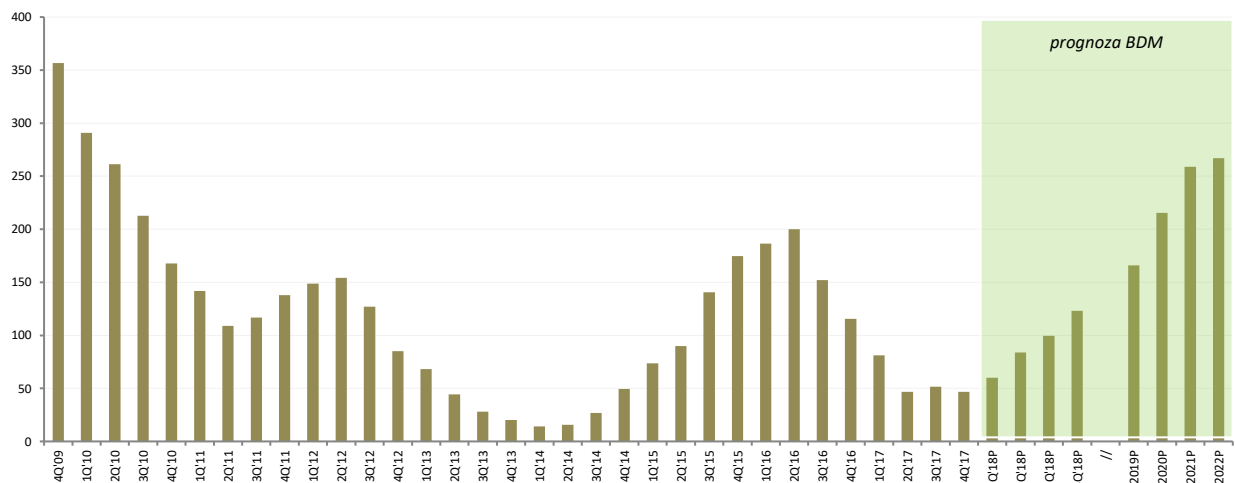
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY

Liczymy się z tym, że okres 1Q'18 wskaże wciąż erozję EBITDA w ujęciu r/r (wysoka baza porównawcza z 1Q'17). Niemniej wraz z 2Q'18 oczekujemy ponownego wejścia na ścieżkę wzrostu wyników STP (spodziewamy się, że 2Q'18, 3Q'18 jak i 4Q'18 wskażą na wzrost EBITDA w relacji r/r). Nasz model sugeruje, że grupa będzie wykazywać dynamikę wzrostu EBITDA o kilkanaście procent rocznie w latach 2018-2020 w oparciu o bieżącą strukturę segmentów. Zatem w 2018 roku spodziewamy się przekroczenia pułapu 550 mln PLN na poziomie EBITDA, z kolei na 2019 rok prognozujemy przekroczenie progu 625 mln PLN. Główne impulsy dla 2019 roku to efekt uruchomienia nowej hali wianien w segmencie cynku oraz poprawa cenników w segmencie blach transformatorowych (pełne efekty konsolidacji czeskich zakładów). Docelowo nasze projekcje nie uwzględniają nowych potencjalnych obszarów działalności grupy, a zwracamy uwagę na mocne strumienie przepływów pieniężnych z dotychczasowych struktur biznesowych.

Wskazujemy na impuls wzrostowy pochodzący z segmentu blach transformatorowych. Doceniamy w szczególności przejęcie czeskich zakładów znajdujących się we Frydku Mistku. Spółka dzięki akwizycji wzmocniła swoją pozycję konkurencyjną i jest drugim największym producentem blach transformatorowych w obszarze UE (moce produkcyjne grupy w blachach transformatorowych to ok 150 tys. ton rocznie). Wspólna polityka handlowa oraz docelowe uruchomienie produkcji blach o najwyższej jakości w Bochni (HiB) będzie wg nas miało istotne przełożenie na osiągalne marże. W 2018 roku przyjmujemy, że wynik segmentu blach będzie w okolicy 123 mln PLN (w całym 2017 roku było to niespełna 47 mln PLN). W naszych symulacjach przewidujemy, że kolejne trzy lata powinny przynieść dalsze wzmocnienie rezultatów segmentu i w 2021 roku (z uwzględnieniem produkcji HiB w Bochni) prognozujemy wzrost wyniku tego obszaru biznesowego do ok 259 mln PLN.

Prognozowany wynik segmentu blachy transformatorowe (dane zanalizowane) [mln PLN]

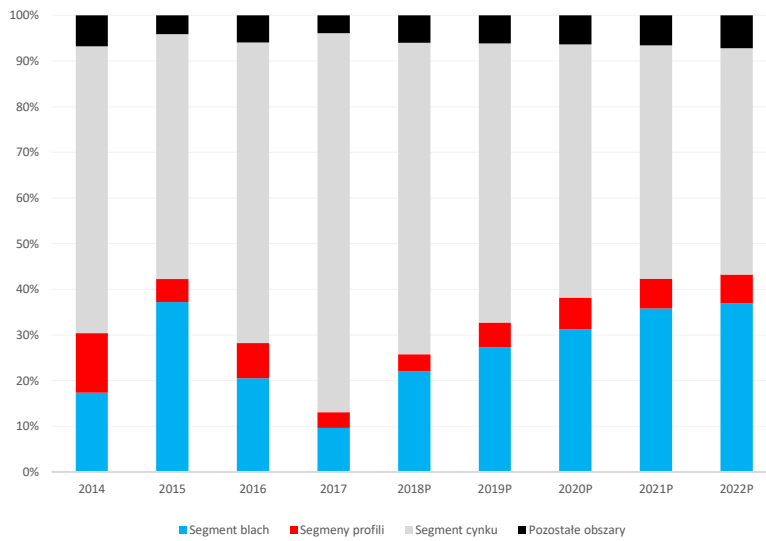


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane założenia do modelu [mln PLN]

	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	906,3	899,5	928,1	1006,8	1021,4	1013,8	2 859	3 132	3 141	3 501	3 970	4 230	4 418	4 509
Wyniki segmentów	125,7	147,9	149,9	99,8	125,7	111,2	132,6	144,7	142,5	138,6	284,2	469,8	562,9	486,7	558,5	608,3	689,5	723,8
segment blach	14,3	17,8	6,8	7,9	19,1	13,0	19,9	31,9	34,7	36,8	49,4	174,7	115,7	46,9	123,2	166,0	215,5	259,0
segment profili	3,2	2,5	18,0	2,1	-1,4	-1,9	7,4	3,8	3,9	5,7	37,0	23,6	43,2	16,8	20,9	33,0	47,6	47,2
segment cynku	97,6	120,1	123,2	85,5	102,7	92,7	97,9	101,2	94,4	87,5	178,5	252,0	370,6	404,1	380,9	371,9	382,4	370,2
EBITDA	125,2	140,0	153,3	104,5	128,0	111,3	125,0	145,1	152,1	128,3	278,9	434,8	553,4	497,1	550,5	625,4	707,7	727,3
EBIT	90,9	105,2	119,8	69,0	94,1	76,7	89,9	109,7	116,3	92,2	143,4	291,6	412,9	359,6	408,2	466,5	534,1	558,9
Saldo finansowe	0,3	-6,2	-8,8	3,7	-6,3	-0,7	2,1	0,4	0,6	0,8	-8,0	-4,2	11,5	-12,1	3,9	-2,5	4,9	18,2
Wynik netto przypisany	69,8	75,8	82,8	56,1	64,1	51,5	71,9	86,7	92,7	73,2	91,1	219,1	325,8	254,5	324,4	358,7	418,9	450,4

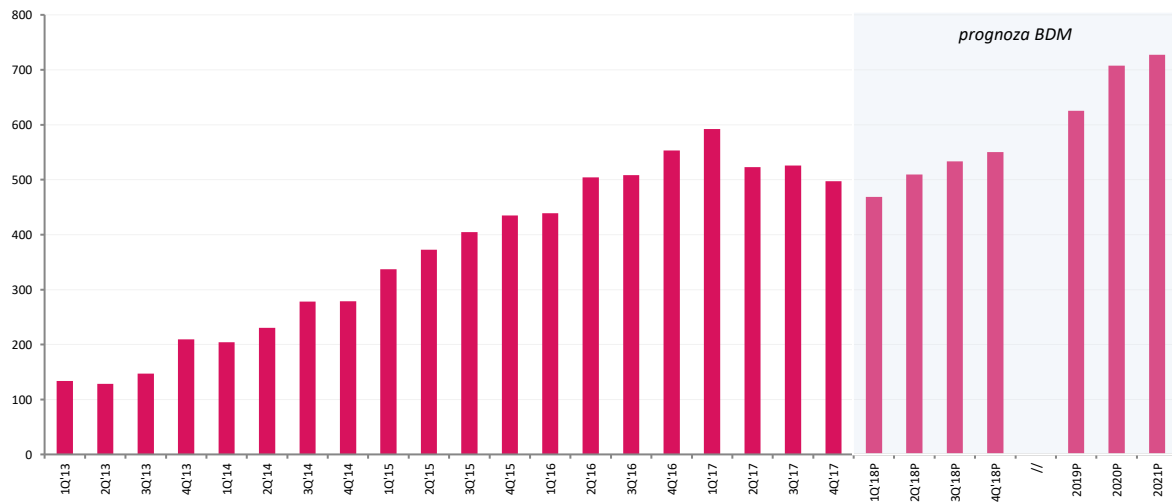
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozowana struktura wyniku grupy w latach 2018-2022


W 2017 roku segment cynku wypracował około 83% wyników grupy (404 mln PLN było przynależne segmentowi w odniesieniu do 486,7 mln PLN wypracowanych przez grupę).

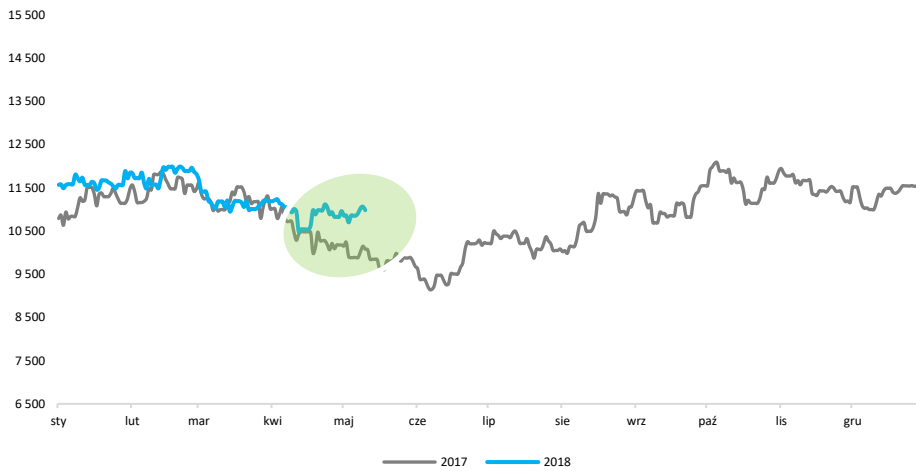
Oczekujemy, że w najbliższych latach dojdzie do zmiany struktury wyników grupy i wzmocnienia kontrybucji segmentu blach (wreszcie po kilku latach oczekiwania efektów inwestycji przeprowadzonej w zakładach w Bochni). W naszej ocenie taki scenariusz będzie miał wpływ na akceptowalne przez inwestorów mnożniki rynkowe.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozowany poziom EBITDA na kolejne okresy (dane zannualizowane)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Cena cynku [PLN/t]



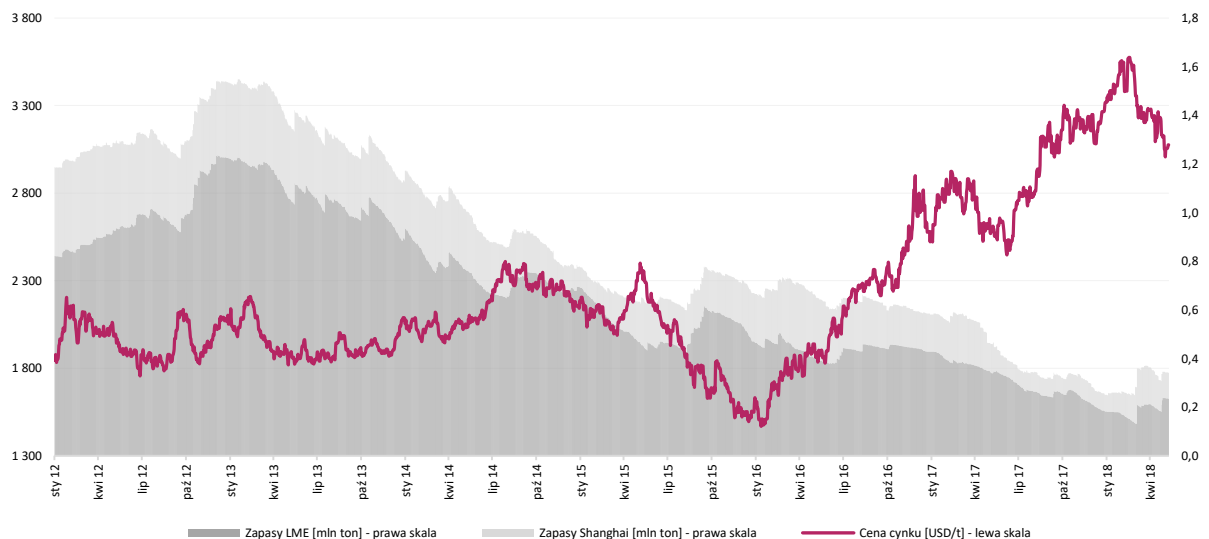
W 1Q'18 średnia cena cynku wyniosła ok 11 515 PLN/t (było to nieznacznie więcej niż w 4Q'17).

Z perspektywy początku maja'18 zauważamy, że ceny cynku wyrażone w PLN są powyżej odczytów z 2Q'17. Oceniamy, że taka sytuacja będzie występowała także w dalszej części 2Q'18.

Na 2H'18 przyjęliśmy w modelu średnią cenę cynku na poziomie ok 11 000 PLN/t.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Cena cynku oraz poziom zapasów na LME i w Shanghaju (2012-maj 2018)



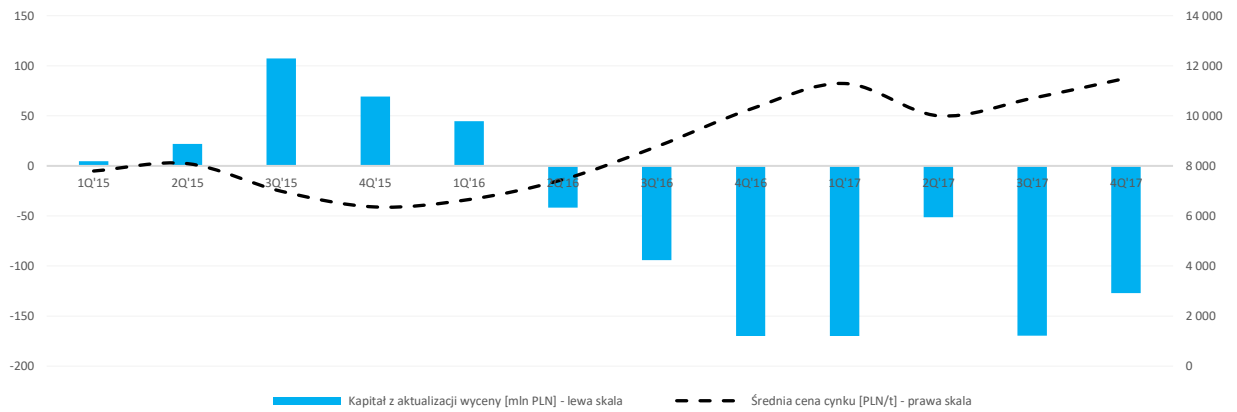
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Zobowiązania finansowe [mln PLN]	28,2	2,5	45,3	107,4	258,4	258,5	161,9	288,0	251,7
Cynk - transakcje towarowe	2,8	0,0	26,3	98,3	205,0	234,8	152,8	271,5	242,1
Ołów - transakcje towarowe	0,1	0,0	0,0	4,3	4,5	16,7	8,7	14,9	9,5
USD/PLN i EUR/PLN - transakcje walutowe	24,5	2,5	18,3	4,3	48,9	7,0	0,4	1,6	0,0
Srebro - transakcje towarowe	0,7	0,1	0,7	0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Aktywa finansowe [mln PLN]	109,5	72,0	11,2	19,5	19,1	25,9	62,5	58,4	84,3
Cynk - transakcje towarowe	102,1	54,1	7,4	6,9	12,3	9,1	8,7	4,9	4,5
Ołów - transakcje towarowe	3,6	6,4	1,6	0,0	4,1	0,7	0,8	0,2	1,5
USD/PLN i EUR/PLN - transakcje walutowe	2,3	11,3	2,3	12,5	2,1	15,8	52,7	53,2	78,4
Srebro - transakcje towarowe	1,4	0,2	0,0	0,1	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0

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

Zmiana prognoz w porównaniu z raportem analitycznym z 04.10.2017 r.

	2018 stare	2018 nowe	zmiana r/r	2019 stare	2019 nowe	zmiana r/r	2020 stare	2020 nowe	zmiana r/r
Przychody	3 703	3 970	7%	3 839	4 230	10%	3 895	4 418	13%
Wyniki segmentów	606,2	558	-8%	621	608	-2%	647	690	7%
segment blach	48,9	123	152%	93	166	78%	136	215	58%
segment profili	39	21	-46%	40	33	-16%	39	48	22%
segment cynku	481,5	381	-21%	450	372	-17%	431	382	-11%
EBITDA	603	550,5	-9%	641	625,4	-2%	646	707,7	10%
EBIT	451,3	408,2	-10%	468	466,5	0%	478	534,1	12%
Wynik netto	356,4	324,4	-9%	365	358,7	-2%	386	418,9	9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
RZiS														
Przychody	2 807	2 859	3 132	3 141	3 501	3 970	4 230	4 418	4 509	4 617	4 773	4 975	5 168	5 378
Wynik segmentów	164	284	470	563	487	558	608	690	724	723	712	707	704	694
segment blach	20	49	175	116	47	123	166	215	259	267	270	272	273	275
segment profili	38	37	24	43	17	21	33	48	47	46	40	41	41	41
segment cynku	90	179	252	371	404	381	372	382	370	358	345	332	325	311
EBITDA	210	279	435	553	497	551	625	708	727	718	683	661	647	627
EBIT	81	143	292	413	360	408	467	534	559	560	535	518	505	485
Przychody finansowe	31	20	16	35	29	24	29	33	43	54	63	72	80	86
Koszty finansowe	14	28	20	24	41	20	32	28	25	21	18	17	16	15
Wynik brutto	97	135	287	425	347	412	464	539	577	593	581	573	568	556
Podatek dochodowy	19	34	60	80	72	70	88	102	110	113	110	109	108	106
Wynik dla akcjonariuszy	73	91	219	326	254	324	359	419	450	464	455	449	445	436
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	2 036	2 268	2 300	2 342	2 374	2 404	2 431	2 457	2 483	2 510
Inwestycje dł term	54	60	70	46	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
Dł aktywa finansowe	48	54	65	42	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Aktywa z tyt odroczonego podatku	16	22	30	77	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Inne rozliczenia mo	8	7	11	10	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Aktywa obrotowe	1 078	1 211	1 411	1 670	1 902	2 042	2 333	2 657	2 985	3 255	3 534	3 792	4 025	4 227
Zapasy	507	579	463	605	643	761	811	859	889	911	941	981	1 019	1 061
Należności kr term	410	389	437	588	565	653	695	726	741	759	785	818	849	884
Inwestycje kr term	152	229	492	452	667	602	800	1 044	1 327	1 558	1 781	1 966	2 129	2 256
Kr term rozliczenia mo	9	14	19	26	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
Aktywa razem	2 992	3 145	3 393	3 714	3 938	4 310	4 632	4 998	5 359	5 658	5 965	6 249	6 508	6 737
Kapitał własny	1 756	1 847	2 139	1 937	2 236	2 561	2 910	3 309	3 711	4 051	4 353	4 629	4 881	5 101
Zobowiązani i rezerwy	1 236	1 298	1 254	1 777	1 702	1 749	1 723	1 690	1 648	1 608	1 612	1 620	1 627	1 636
Rezerwy na zobowiązania	213	247	306	321	314	314	314	314	314	314	314	314	314	314
Zobowiązania dł term	158	119	102	211	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
Zobowiązania kr term	564	623	534	933	885	932	905	872	830	790	794	803	810	819
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	3 938	4 310	4 632	4 998	5 359	5 658	5 965	6 249	6 508	6 737
CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF operacyjny	222	203	419	267	432	326	466	548	599	609	576	552	550	535
CF inwestycyjny	-135	-161	-173	-197	-157	-374	-190	-216	-201	-188	-175	-169	-169	-168
CF finansowy	-53	15	-149	-51	-63	-17	-77	-88	-115	-190	-178	-198	-219	-240
CF netto razem	34	57	97	19	212	-65	198	245	283	231	223	185	163	127
Środki pieniężne eop	112	169	266	286	498	433	631	876	1 159	1 389	1 612	1 797	1 960	2 087

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cena [PLN]	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425
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]	2 858	2 858	2 706	2 372	2 372	2 372	2 372	2 372	2 372	2 372	2 372	2 372	2 372	2 372
BVPS	261,2	274,6	335,9	347,2	400,6	459,0	521,5	593,0	665,0	725,9	780,1	829,6	874,6	914,0
EPS	10,8	13,5	34,4	58,4	45,6	58,1	64,3	75,1	80,7	83,1	81,5	80,5	79,8	78,1
CEPS	30,0	33,7	56,9	83,6	70,2	83,6	92,8	106,2	110,9	111,4	108,0	106,1	105,3	103,6
P/E	39,3	31,4	12,4	7,3	9,3	7,3	6,6	5,7	5,3	5,1	5,2	5,3	5,3	5,4
EV/EBITDA	13,8	10,2	5,5	4,1	4,1	3,8	3,0	2,2	1,7	1,3	1,1	0,8	0,5	0,3
EV/EBIT	35,8	19,9	8,3	5,5	5,7	5,2	4,0	2,9	2,2	1,7	1,3	1,0	0,7	0,4
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Dywidenda [mln PLN]	7,7	4,0	13,3	16,7	16,7	16,7	27,4	37,6	65,5	140,2	168,0	188,2	209,0	230,1
DPS [PLN]	1,1	0,6	2,1	3,0	3,0	3,0	4,9	6,7	11,7	25,1	30,1	33,7	37,5	41,2
DYield	0,3%	0,1%	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	1,2%	1,6%	2,8%	5,9%	7,1%	7,9%	8,8%	9,7%
EV [mln PLN]	2 891	2 855	2 409	2 277	2 042	2 107	1 859	1 564	1 231	950	718	522	350	213
Dług netto [mln PLN]	33	-3	-297	-95	-330	-265	-513	-807	-1 140	-1 421	-1 654	-1 849	-2 022	-2 159
Dług % [mln PLN]	185	226	195	357	337	337	287	237	187	137	127	117	107	97

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

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	702,5	kupuj	685,4	11.05.2018	09:11 CEST	425	60 092
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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	50%	1	100%
Akumuluj	1	17%	0	0%
Trzymaj	1	17%	0	0%
Redukuj	1	17%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 (bazując 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 redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc 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 jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 11.05.2018 roku (09:11 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.05.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 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/analytyków 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.

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 11.05.2018 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 i 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.