

## Stalprofil

### Ciekawa ekspozycja pod napływ środków z KPO

Zmieniamy naszą rekomendację dla Stalprofil ze **SPRZEDAJ** na **KUPUJ** i ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie **9.85 PLN** za akcję (wzrost **19.3%**). Według naszych prognoz Stalprofil obecnie wyceniany jest na średnim wskaźniku C/Z na lata 2024-26 w wysokości **5,4x**.

Podwyższamy nasze prognozy EBITDA dla 2024 oraz 2025 roku odpowiednio o 5% i 16%. Zakładamy, że krajowy popyt na stal wzrośnie wraz z odblokowaniem kolejnych środków z KPO - z tym, że większego wpływu na wzrost zamówień spodziewamy się dopiero w 4'kw 2024r. Obecnie do Polski w ramach KPO wpłynęło 6.3 mld EUR z planowanych 59.8 mld EUR, co stanowi jedynie 10.5% docelowo budżetu, przy czym realizacja całkowitego planu w UE jest na poziomie 34.6%. Podtrzymujemy nasze założenia na 2024 odnośnie wzrostu wolumenów o 5% r/r. Natomiast, wraz z uruchomieniem większych inwestycji finansowanych z KPO, zwiększamy nasze założenia na 2025 r. do poziomu 243 tys. ton tj. wzrost o 13% r/r. W 2025 r. Stalprofil powinien być dobrze przygotowany na większą liczbę zamówień związanych z KPO, ponieważ pod koniec 2024 spółka planuje zakończenie budowy magazynu wysokiego składowania w Dąbrowie Górniczej, co umożliwi zwiększenie przepustowości, skrócenie cyklu rotacji zapasów czy poszerzenie oferty produktowej.

Od 4Q'22 na wyniki spółki w segmencie stalowym negatywnie oddziaływał efekt FIFO, w 2023r. ceny profilu HEB200 średnio spadły o 27% r/r. Natomiast, w ostatnich miesiącach ceny stali ustabilizowały się, a same wahania są znacznie mniejsze niż jeszcze kilka kwartałów temu – powinno się to przełożyć pozytywnie na stabilizację marż. Segment stalowy w okresie od 2011-20 wygenerował średnią marżę zysku brutto ze sprzedaży na poziomie 8.6%, a więc wyższą o aż 3.7 pp. niż w okresie od 4Q'22-3Q'23, kiedy to wahania cen były znacznie większe.

Segment infrastruktury również negatywnie odczuł brak większych umów w 2023 r., a wolumen sprzedaży izolacji antykorozyjnej spadł o 49% r/r. Zakładamy jednak, że jest to jedynie przejściowe opóźnienie realizacji inwestycji ponieważ odblokowanie środków z KPO również napędzi inwestycje w tym segmencie. W marcu'24 Stalprofil poinformował o podpisaniu pierwszego kontraktu od prawie 2 lat z Gaz-System na gazociąg DN700 Węzłów – Przewóz o długości 16 km, a co więcej, trwają prace projektowe obejmujące trzy inwestycje związane z Terminalem FSRU w zatoce Gdańskiej o łącznej długości 249 km.

### Stalprofil, kluczowe dane finansowe, PLN mln

PLN mln	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	1648.3	2215.6	1533.8	1602.4	2002.0	2176.3	1807.8
EBITDA	163.4	125.5	54.6	54.8	73.4	73.0	60.4
Zysk netto	115.9	78.7	15.6	19.4	32.4	34.6	27.7
EPS	6.6	4.5	0.9	1.1	1.9	2.0	1.6
DPS	0.2	1.2	0.7	0.3	0.3	0.4	0.4
Stopa dywidendy	1.8%	13.2%	9.0%	3.6%	3.4%	4.5%	4.8%
C/Z	1.4	2.0	9.3	7.5	4.5	4.2	5.5
EV/EBITDA	1.7	2.5	4.1	4.2	3.8	3.9	3.2

Uwaga: mnożniki historyczne oparte na średnich cenach Źródło: Spółka, BM Pekao

## Kupuj (poprzednio Sprzedaj)

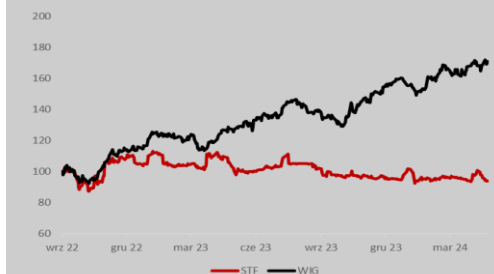
**Cena docelowa** **PLN 9.85**

**Potencjał wzrostu** **19.3%**  
 Cena akcji (29.04.2024) **PLN 8.26**

**ESG rating** **B**

**Ocena końcowa ESG** **1.10**

### Relatywny kurs akcji vs. WIG



### NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1Q'24 24 maj

### INFORMACJE O AKCJACH

Bloomberg	STX PW
Free float (%)	44.1
Kapitalizacja (PLN mln)	145
Liczba akcji (mn)	17.5

Akcjonariat	ArcelorMittal Poland 31,5%
	MZZ - Dąbrowa Górnicza 16,9%
	MOZ NSZZ Solidarność 7,5%

**Michał Hanc**  
[michal.hanc@pekao.com.pl](mailto:michal.hanc@pekao.com.pl)



## Spis treści

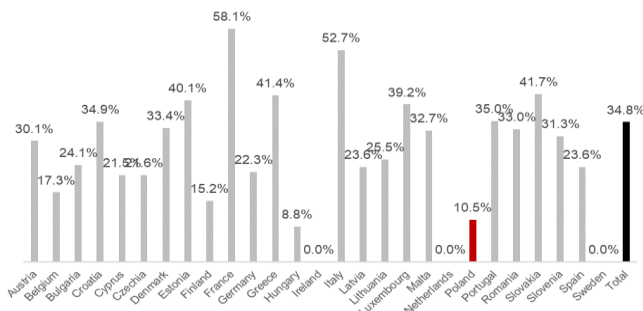
TEZA INWESTYCYJNA.....	3
WYCENA.....	5
AKTUALIZACJA PROGNOZ .....	8
OSTATNIE WYDARZENIA.....	8
CZYNNIKI RYZYKA.....	9
KLUCZOWE DANE FINANSOWE.....	10
DISCLAIMER.....	12



## Teza inwestycyjna

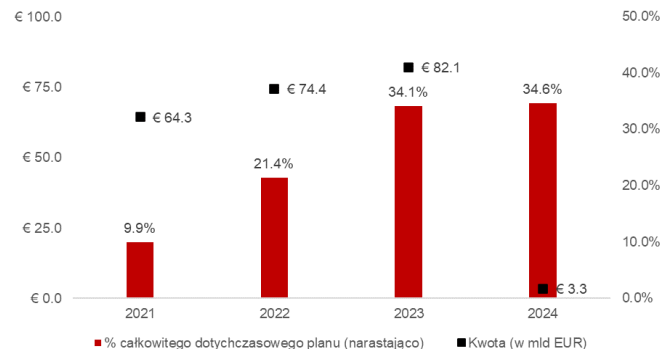
Zużycie jawne stali w Polsce w 2023 r. wyniosło 11.8 mln ton i było o 11% niższe r/r i o aż 23% niższe niż w 2021 r. Produkcja stali w Polsce w 2023 r. również spadła o 13% r/r do poziomu 6.4 mln ton vs. spadek o około 7% w UE. Mniejszy popyt na produkty stalowe zauważalny jest już od 2H'22. Załamanie rynkowe jest odczuwalne w całej Europie, natomiast skala spadków w ostatnich kwartalach w Polsce była jeszcze większa. EUROFER szacuje, że w 2024 r. zużycie jawne stali w Europie wzrośnie o 5.6% r/r (wcześniej 7.6% r/r), przy czym zaznacza, że obecna estymacja popytu pozostaje obciążona dużą niepewnością i nie zakłada poprawy popytu w 1Q'24. Natomiast, według World Steel Association, zużycie stali w Europie w 2024 r. wzrośnie o 2.9% r/r, oraz o 5.3% r/r w 2025 r. **Zakładamy, że krajowy popyt na stal ożywi się wraz z odblokowaniem kolejnych środków z KPO, jednakże większego wpływu na wzrost zamówień spodziewamy się od 4'kw 2024 r. Obecnie do Polski w ramach KPO wpłynęło 6.3 mld EUR z planowanych 59.8 mld EUR, co stanowi jedynie 10.5% docelowo budżetu, przy czym obecnie realizacja całkowitego planu w UE jest na poziomie 34.6%.**

**Narastające wpływy z KPO jako procent planowanego budżetu per państwo (w %)**



Źródło: Bloomberg, NGEU tracker, Biuro Maklerskie Pekao

**Łączne wpływy z KPO dla wszystkich państw w danym roku (lewa oś, w mld EUR) oraz narastający procentowy udział wpływów z dotychczasowego budżetu**

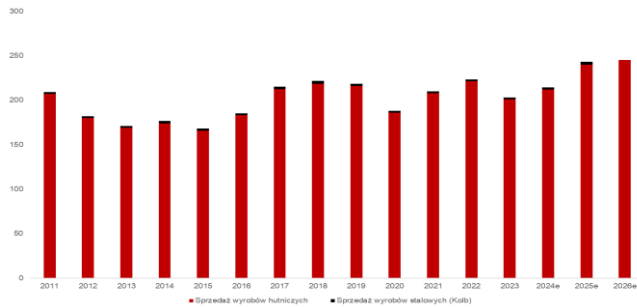


W 2023 r. Stalprofil w segmencie stalowym sprzedał łącznie 203 tys. ton wyrobów hutniczych oraz stalowych, co oznacza spadek o 9% r/r. Podtrzymujemy nasze założenia na 2024 odnośnie wzrostu wolumenów do poziomu 214 tys. ton, tj. wzrost o 5.4% r/r. **Natomiast, podwyższamy nasze założenia na 2025 r. wraz z uruchomieniem większych inwestycji finansowanych z KPO do poziomu 243 tys. ton, tj. wzrost o 13% r/r. W 2025r. Stalprofil powinien być dobrze przygotowany na większą liczbę zamówień związanych z KPO, ponieważ pod koniec 2024 spółka planuje zakończenie budowy magazynu wysokiego składowania w Dąbrowie Górniczej (pojemność około 12 tys. ton wyrobów hutniczych).** Szacujemy, że Stalprofil na tą inwestycję przeznaczył już około połowę środków z planowanego budżetu, zachowując przy tym bezpieczną pozycję bilansową. Na koniec 4Q'23 dług netto Stalprofilu wyniósł 79 mln PLN, co przy uwzględnieniu EBITDA za 2023r. w wysokości 54.5 mln PLN, daje niski wskaźnik dług netto/EBITDA LTM w wysokości 1.4x. Nowy magazyn umożliwi zwiększenie przepustowości, zmniejszenie cyklu rotacji zapasów czy wprowadzenie nowych produktów do oferty.

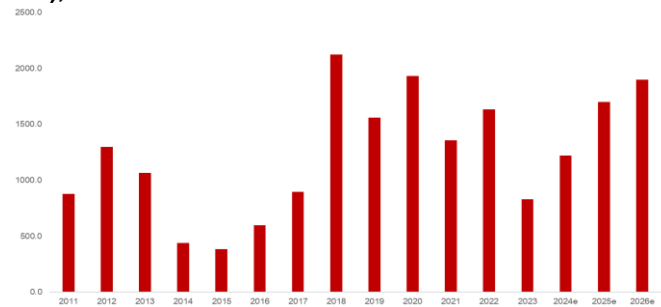
W 2023 r. segment infrastruktury również odczuł brak środków z KPO, co widać po wolumenie sprzedaży izolacji antykorozyjnej w wysokości 831 tys. m<sup>2</sup> (vs. 1636 tys. m<sup>2</sup> rok wcześniej). Do spadku sprzedaży przyczyniła się mniejsza liczba przetargów od Gaz-System. Zakładamy, że jest to **jedynie przejściowe opóźnienie realizacji inwestycji, tym bardziej, że według krajowego 10-letniego planu rozwoju systemu przesyłowego, w latach 2023-2027 przewidziane jest zagospodarowanie sieci przesyłowej na ponad 1400 km.** Stalprofil poinformował na początku marca'24 o podpisaniu nowej umowy z Gaz-System na dostawy

izolowanych rur stalowych do budowy gazociągu DN700 Wężeń – Przewóz o długości 16 km. Warto zauważyć, że jest to pierwszy kontakt (zaraportowany w ESPI) z Gaz-System od czerwca 2022 r. Co więcej, trwają prace projektowe obejmujące trzy inwestycje związane z Terminalem FSRU o łącznej długości 249 km. Oddanie inwestycji do użytkowania przewidziane jest na rok 2027/28, natomiast termin rozpoczęcia prac wyznaczony jest na 2024/25 r., co może przełożyć się na ogłoszenie przetargów na dostarczenie rur w najbliższych kwartałach.

**Sprzedaż wyrobów hutniczych oraz stalowych (tys. ton), 2011-26e**



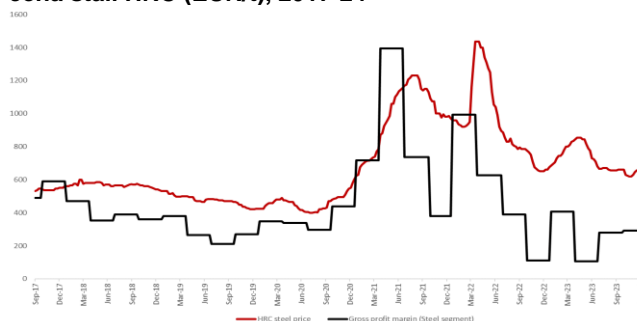
**Sprzedaż izolacji antykorozyjnych rur stalowych (tys. m2), 2011-26e**



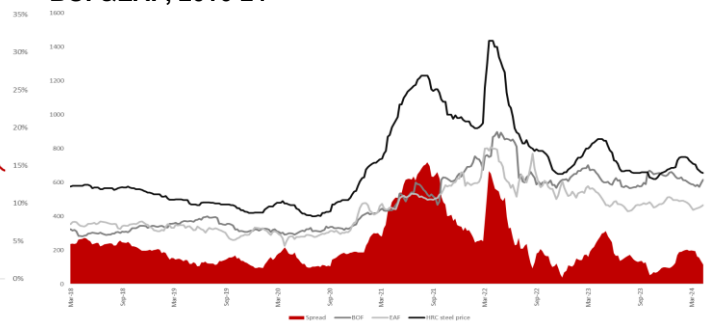
Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

W przypadku dystrybutorów stali, dla samej marży ważniejszym aspektem od ceny stali jest jej zmienność. Dobrze widać to na poniższym wykresie, gdzie marża zysku brutto ze sprzedaży jest niższa pomimo wyższej ceny stali, ale również wyższej zmienności i przede wszystkim trajektorii spadkowej ceny, niż w okresie kiedy ceny tego surowca są niższe ale stabilniejsze. **Od 4Q'22 na wyniki spółki w segmencie stalowym negatywnie oddziaływał efekt FIFO, w 2023r. ceny profilu HEB200 średnio spadły o 27% r/r, a cena blachy gorącowalcowanej o 10% r/r. Natomiast, w ostatnich miesiącach ceny stali ustabilizowały się, a same wahania są znacznie mniejsze niż jeszcze kilka kwartałów temu, co powinno przełożyć się pozytywnie na stabilizację marż. Segment stalowy w latach 2011-20 wygenerował średnią marżę zysku brutto ze sprzedaży na poziomie 8.6%, a więc wyższą o aż 3.7 pp. niż w okresie od 4Q'22-3Q'23, kiedy to wahania cen były znacznie większe.** Z tym, że bardziej zauważalnego odbicia w globalnej cenie stali spodziewamy się w momencie zwiększenia aktywności inwestycyjnej w Europie między innymi w związku z poluzowaniem polityki monetarnej. W 2023 r. średnia cena na tonę stali w Stalprofilu spadła o 23.3% r/r, gdzie w 2021 cena wzrosła o 46.8% oraz o 25.8% w 2022 r. **W 2024 r. zakładamy średni wzrost cen wyrobów hutniczych oraz stalowych na płaskim poziomie 4% r/r.** Dodatkowo, stabilizację samych cen stali potwierdza również koszt wsadu potrzebny do produkcji tego surowca. Według naszego modelu (model został przedstawiony w raporcie inicjującym), w 1Q'24 koszt wsadu dla BOF oraz EAF spadł odpowiednio o 2.8% i 3.7% w porównaniu do 2023.

**Kwartałna marża zysku brutto segmentu stali (w %) oraz cena stali HRC (EUR/t), 2017-24**



**Spread pomiędzy ceną stali a średnim kosztem wsadu BOF&EAF, 2016-24**



Źródło: Spółka, World Steel Association, Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao



## ESG rating

Nasz rating ESG opiera się na ocenie szeregu kryteriów związanych z E-S-G z odpowiednio 50/25/25% wagą w całkowitej ocenie. Nasza metodologia implikuje ostateczny wynik ESG dla Stalprofil na poziomie 1.10 i rating ESG "B". Zgodnie z naszą metodologią rating "B" przekłada się na -7.5% dyskonta w premii za ryzyko kapitałowe w naszych obliczeniach kosztu kapitału własnego.

	E	S	G
Wynik	1,12	1,00	1,15
Waga sektora	50%	25%	25%
<b>Końcowy wynik ESG</b>	<b>1,10</b>		
<b>ESG Rating</b>	<b>B</b>		

	od	do	Rating	Wpływ w premii za ryzyko
wynik ESG	1,5	2	A	-15,00%
	1	1,5	B	-7,50%
	0,5	1	C	0%
	0	0,5	D	15,00%

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

## Wycena

Nasza wycena implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 9.85 PLN za akcję, co stanowi 19.3% potencjalnego wzrostu. Wycena została oparta jedynie o metodę DCF, a wycena porównawcza jest przedstawiona jedynie w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

### Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letnią wycenę DCF dla Stalprofil w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności firmy do 2029r. Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5,7% od 2024-29e i 4% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 5,8% od 2024-29e i 5,0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta w wysokości 1,0.
- Dodatkowe dyskonto ESG do kosztu kapitału własnego równe -0,4% od 2024-29e i -0,3% w okresie rezydualnym (7,5% stopy wolnej od ryzyka) w oparciu o rating ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 2%.
- Krańcowa stawka podatku dochodowego w wysokości 19%.
- Marża EBIT na poziomie 2,8% w okresie rezydualnym
- Udziały niekontrolujące w I został na bazie wyceny rynkowej.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 1%.

## Wycena DCF

### Kalkulacja WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Okres rezydualny
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	4.0%
Premia za ryzyko	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>8.7%</b>
Koszt długu	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	6.0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.9%</b>
Waga kapitału własnego	67%	59%	61%	85%	89%	91%	100%
<b>WACC</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>8.7%</b>

### Wycena DCF

(PLN mln)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Okres rezydualny
Przychody	1,602	2,002	2,176	1,808	1,806	1,911	1,930.5
EBIT	37.9	56.0	55.4	42.8	34.0	42.2	54.1
Podatek od EBIT	-7.2	-10.6	-10.5	-8.1	-6.5	-8.0	-10.3
<b>NOPAT</b>	<b>30.7</b>	<b>45.3</b>	<b>44.9</b>	<b>34.7</b>	<b>27.5</b>	<b>34.2</b>	<b>43.8</b>
Amortyzacja	16.9	17.5	17.6	17.6	17.9	18.1	18.1
Zmiana KON	-64.9	-77.3	-41.5	68.9	-5.3	-24.7	-8.0
CAPEX	-30.0	-25.0	-15.0	-20.0	-25.0	-20.0	-20.0
<b>FCFF</b>	<b>-47.3</b>	<b>-39.5</b>	<b>6.0</b>	<b>101.2</b>	<b>15.1</b>	<b>7.6</b>	<b>33.9</b>

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym

Wartość rezydualna 444.6

Współczynnik dyskontowy 0.91 0.84 0.77 0.70 0.63 0.57 0.52

Zdyskontowane przepływy - 31.12.2023 -43.2 -33.1 4.6 70.3 9.5 4.3 250.4

**Enterprise value - 31.12.2023 262.8**

Udziały niekontrolujące w Iżostal (wycena rynkowa) 33.8

Dług netto 79.0

Inne korekty 0.0

**Wartość akcji - 31.12.2023 150.0**

Liczba akcji (mln) 17.5

**12M cena docelowa na akcję (PLN) 9.85**

Obecna cena akcji (PLN) na 29 kwietnia 8.26

Potencjał do wzrostu/spadku 19.3%

Wzrost przychodów	4%	25%	9%	-17%	0%	6%	1.0%
<b>marża EBIT</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.8%</b>
Podatek	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	1.9%	1.2%	0.7%	1.1%	1.4%	1.0%	1.0%
Capex/amortyzacja	177.4%	143.1%	85.2%	113.6%	140.0%	110.5%	110.5%

### Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na wzrost wartości rezydualnej i WACC

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym/WACC	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
7.7%	8.85	9.85	10.99	12.31	13.83	15.62	17.76
8.2%	7.96	8.85	9.85	10.99	12.31	13.83	15.62
8.7%	7.17	7.96	8.85	9.85	10.99	12.31	13.83
9.2%	6.46	7.17	7.96	8.85	9.85	10.99	12.31
9.7%	5.82	6.46	7.17	7.96	8.85	9.85	10.99

### Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na kluczowe czynniki wpływające na wyniki spółki

marża EBIT/CAPEX w okresie rezydualnym	2.05%	2.30%	2.55%	2.80%	3.05%	3.30%	3.55%
-25.0	1.74	3.63	5.53	7.43	9.32	11.22	13.11
-22.5	2.95	4.85	6.74	8.64	10.53	12.43	14.33
-20.0	4.16	6.06	7.95	9.85	11.75	13.64	15.54
-17.5	5.37	7.27	9.17	11.06	12.96	14.86	16.75
-15.0	6.59	8.48	10.38	12.28	14.17	16.07	17.97

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao



## Wycena mnożnikowa

	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
<b>Dystrybucja stali, rury oraz inne</b>							
Jacquet Metals	JCQ FP	11.0	8.8	7.3	6.1	5.6	5.4
BE Group AB	BEGR SS	6.2	3.4	4.0	5.2	3.6	4.0
Klöckner & Co	KCO GY	9.5	6.8	5.6	5.6	4.7	4.2
Tubacex	TUB SM	7.4	5.8	5.3	5.5	4.6	4.4
Tenaris	TEN IM	7.8	8.3	8.2	4.9	4.8	5.1
Stalprodukt	STP PW		46.6	22.9	1.0	0.9	1.0
MFO	MFO PW	29.7	11.4	7.6	7.3	4.2	3.4
<b>Produkcja stali</b>							
ArcelorMittal	MT NA	6.0	5.1	4.5	3.7	3.3	3.0
SSAB	SSABA SS	7.9	8.0	7.8	3.3	3.3	3.2
thyssenkrupp	TKA GY	16.7	5.3	4.4	0.3	0.3	0.3
voestalpine	VOE AV	13.0	9.2	8.1	4.2	4.1	3.9
Salzgitter	SZG GR	6.3	5.4	5.3	2.3	2.3	2.2
Cognor	COG PW	14.7	9.3	8.4	7.9	6.6	6.1
<b>Mediana - Dystrybucja stali, rury oraz inne</b>		<b>8.7</b>	<b>8.3</b>	<b>7.3</b>	<b>5.5</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>
Waga (%)		33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Mediana - Produkcja stali</b>		<b>10.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>
Waga (%)		0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Stalprofil</b>		<b>7.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>
Premia/dyskonto vs. mediana		-14%	-46%	-43%	-23%	-17%	-8%
<b>Implikowana cena (PLN/akcja)</b>		<b>9.6</b>	<b>15.3</b>	<b>14.4</b>	<b>12.2</b>	<b>11.6</b>	<b>9.7</b>
<b>Implikowana cena (PLN/akcja)</b>		<b>12.1</b>					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao





## Aktualizacja naszych prognoz

Poniżej przedstawiamy zmianę naszych prognoz w porównaniu z raportem inicjującym:

	2024e			2025e		
	Wcześniej	Obecnie	Zmiana	Wcześniej	Obecnie	Zmiana
Przychody	1341.8	1,602.4	19%	1449	2,002.0	38%
EBITDA	52.1	54.8	5%	63.1	73.4	16%
EBIT	35.6	37.9	7%	45.9	56.0	22%
Zysk netto	22.4	19.4	-13%	29.8	32.4	9%

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

## Ostatnie wydarzenia

- **Dywidenda za 2023** – dnia 17.04.2024 zarząd Stalprofilu zarekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2023 roku na kwotę PLN 5.25mn, co daje DPS w wysokości PLN 0.3. Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała propozycję Zarządu dotyczącą wysokości dywidendy. Termin wypłaty dywidendy został ustalony przez zarząd na dzień 11 września 2024.
- **Zawarcie nowej umowy** – dnia 05.03.2024 Stalprofil poinformował, że spółka zależna Izostal podpisała umowę z Gaz-System na dostawy izolowanych rur stalowych do budowy gazociągu DN700 Wężeńców – Przewóz, na kwotę netto 31.9mn PLN.
- **Wyniki finalne 2023** – dnia 26.04.2024 Stalprofil opublikował wyniki finalne grupy za 2023r. (omówienie wyników przez BM Pekao zostało opublikowane dnia 26.04.2024)
- **Szacunki jednostkowe za 1Q'24** – dnia 22.04.2024 Stalprofil opublikował wstępne wyniki jednostkowe za 1Q'24. Wyniki jednostkowe obejmują wyniki segmentu stalowego oraz infrastruktury, należy jednak zaznaczyć, że wyniki konsolidowanej spółki Izostal również wpływają na wyniki Grupy Stalprofil w segmencie stalowym oraz infrastruktury. Pełna analiza wyników Grupy zostanie dokonana w dniu publikacji skonsolidowanego raportu GK Stalprofil. Poniżej znajdują się jednostkowe wyniki Stalprofilu za 1Q'24:
  - Przychody w wysokości 202.4mln PLN vs. 232.6mln PLN rok wcześniej
  - Zysk brutto ze sprzedaży w wysokości 17.3mln PLN vs. 17.9mln PLN rok wcześniej
  - EBITDA w wysokości 4.7mln PLN vs. 5.4mln PLN rok wcześniej
  - Zysk netto w wysokości 2.9mln PLN vs. 4.1mln PLN rok wcześniej





## Czynniki ryzyka

### Segment stalowy

- **Ryzyko związane ze spadkiem popytu na stal.** Popyt na stal jest mocno zależny od inwestycji, dlatego stan gospodarki w Polsce oraz UE ma kluczowe znaczenie na wynik segmentu. Spadek popytu na stal, powoduje mniejszą sprzedaż ilościowo, ale również przekłada się to na spadek ceny stali.
- **Ryzyko ograniczenia produkcji stali.** Ograniczenie lub wstrzymanie produkcji przez producentów odbija się negatywnie na dystrybucji stali.
- **Ryzyko związane z wahaniami cen stali.** Wyniki spółki są mocno podatne na zmiany cen stali. Wraz ze spadkiem stali spada średnia cena za tonę, a dodatkowo występuje negatywny efekt FIFO, który ma wpływ na rentowność.
- **Ryzyko wzrostu importu tańszych wyrobów hutniczych na rynek krajowy i europejski.** Brak działań antidumpingowych przez UE, może mieć przełożenie na nadmierną podaż tańszych produktów z Chin czy Turcji. Takie działania, mogą zdestabilizować europejski rynek stali oraz przełożyć się na spadek cen.
- **Ryzyko zmiany polityki handlowej hut.** Stalprofil jest dystrybutorem, a więc pełni rolę pośrednika pomiędzy hutami a odbiorcami końcowymi, przejście np. na dostawy bezpośrednie do odbiorców końcowych, lub zmiana polityki cenowej może negatywnie odbić się na wynikach spółki.
- **Ryzyko uzależnienia się od głównych producentów.** Kluczowym dostawcą GK jest ArcelorMittal.
- **Ryzyko wpływu dekarbonizacji na poziom produkcji hutniczej.** Plany dekarbonizacji w Europie (odchodzenie od BOF na rzecz EAF w oparciu o złom stalowy, HBI czy wodór) mogą wpłynąć na mniejszą dostępność stali.

### Segment infrastruktury

- **Ryzyko ograniczenia przez sektor gazowy zamówień na dostawy rur i wykonawstwo gazociągów.** Kluczowy wpływ na wyniki spółki ma rozwój rynku sieci przesyłowych gazu oraz planowane inwestycje, finansowane głównie przez Gaz-System.
- **Ryzyko związane z uzależnieniem się od odbiorców.** Ze względu na strukturalne cechy polskiego rynku, istnieje pośrednie uzależnienie od zakresu inwestycji realizowanych przez Gaz-System.
- **Ryzyko związane z zapewnieniem jakości oferowanych produktów.** Niedotrzymanie wymogów jakościowych wiąże się z ryzykiem ponoszenia kar.
- **Ryzyko zmian cen czynników produkcji.** Rentowność izolacji antykorozyjnej uzależniona jest od cen komponentów chemicznych, głównie polietylenu i polipropylenu. Na wyniki spółki wpływ ma również cena rur stalowych. W krótkim terminie spółka zabezpiecza ceny, a w długim spółce sprzyjają wysokie ceny rur.

## Kluczowe dane finansowe

RZIS (PLN mln)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Przychody</b>	<b>1,648</b>	<b>2,216</b>	<b>1,534</b>	<b>1,602</b>	<b>2,002</b>	<b>2,176</b>	<b>1,808</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	238	218	132	130	172	177	142
<b>EBITDA</b>	<b>163</b>	<b>126</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>73</b>	<b>73</b>	<b>60</b>
<b>EBIT</b>	<b>148</b>	<b>109</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>43</b>
Zysk przed opodatkowaniem	153	109	26	30	50	53	43
Podatek dochodowy	29	21	5	6	9	10	8
<b>Zysk netto</b>	<b>116</b>	<b>79</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>28</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>6.62</b>	<b>4.50</b>	<b>0.89</b>	<b>1.11</b>	<b>1.85</b>	<b>1.98</b>	<b>1.58</b>
<b>Bilans (PLN mln)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>897</b>	<b>793</b>	<b>664</b>	<b>676</b>	<b>765</b>	<b>817</b>	<b>725</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	51	29	57	64	25	13	37
Pozostałe aktywa obrotowe	845	764	607	612	740	804	688
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>307</b>	<b>330</b>	<b>353</b>	<b>362</b>	<b>370</b>	<b>367</b>	<b>370</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	279	281	304	317	325	322	325
Pozostałe aktywa trwałe	29	49	49	45	45	45	45
<b>Aktywa</b>	<b>1,204</b>	<b>1,123</b>	<b>1,018</b>	<b>1,038</b>	<b>1,135</b>	<b>1,184</b>	<b>1,095</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>522</b>	<b>587</b>	<b>593</b>	<b>612</b>	<b>648</b>	<b>684</b>	<b>712</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>56</b>	<b>60</b>	<b>56</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>64</b>
Zadłużenie długoterminowe	9	7	6	10	10	20	10
Pozostałe	47	52	50	51	57	60	54
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>626</b>	<b>476</b>	<b>368</b>	<b>365</b>	<b>420</b>	<b>419</b>	<b>318</b>
Zadłużenie krótkoterminowe	156	172	130	140	150	130	70
Pozostałe	470	304	238	225	270	289	248
<b>Pasywa</b>	<b>1,204</b>	<b>1,123</b>	<b>1,018</b>	<b>1,038</b>	<b>1,135</b>	<b>1,184</b>	<b>1,095</b>
Dług netto	114	150	79	86	135	137	43
<b>RPP (PLN mln)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
Zysk brutto	153	109	26	30	50	53	43
Amortyzacja	15	16	17	17	17	18	18
Pozostałe (włącz. KO)	-143	-99	120	-19	-87	-52	61
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>163</b>	<b>28</b>	<b>-19</b>	<b>19</b>	<b>121</b>
CAPEX	-12	-26	-38	-30	-25	-15	-20
Pozostałe	-25	2	-21	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-37</b>	<b>-24</b>	<b>-59</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>
Dywidendy	-4	-23	-15	-5	-5	-6	-7
Pozostałe	21	-2	-60	14	10	-10	-70
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>17</b>	<b>-24</b>	<b>-75</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>-16</b>	<b>-77</b>
Zmiana środków pieniężnych	5	-22	29	7	-39	-12	24
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>51</b>	<b>29</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>25</b>	<b>13</b>	<b>37</b>
<b>DPS (PLN)</b>	<b>0.16</b>	<b>1.20</b>	<b>0.74</b>	<b>0.30</b>	<b>0.28</b>	<b>0.37</b>	<b>0.40</b>
<b>Wskaźniki wzrostu r/r</b>							
Przychody	6%	34%	-31%	4%	25%	9%	-17%
EBITDA	228%	-23%	-57%	0%	34%	-1%	-17%
EBIT	317%	-26%	-66%	2%	48%	-1%	-23%
Zysk netto	446%	-32%	-80%	24%	67%	7%	-20%
EPS	546%	-32%	-80%	24%	67%	7%	-20%
<b>Marże</b>							
<b>EBITDA</b>	<b>9.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.3%</b>
EBIT	9.0%	4.9%	2.4%	2.4%	2.8%	2.5%	2.4%
Zysk netto	7.0%	3.6%	1.0%	1.2%	1.6%	1.6%	1.5%
<b>ROE</b>	<b>22.2%</b>	<b>13.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Wskaźniki bilansu</b>							
BVPS (PLN)	29.8	33.6	33.9	35.0	37.0	39.1	40.7
Dług netto/EBITDA	0.7	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	0.7
Zadłużenie/ Kapitał własny	31.6%	30.5%	23.0%	24.5%	24.7%	21.9%	11.2%

Uwaga: mnożniki historyczne oparte na średnich cenach Źródło: Spółka, BM Pekao

## Podsumowanie kluczowych danych finansowych

PLN mn	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	6.62	4.50	0.89	1.11	1.85	1.98	1.58	1.26	1.56
Revenues	1,648	2,216	1,534	1,602	2,002	2,176	1,808	1,806	1,911
Gross Margin %	14.5%	9.8%	8.6%	8.1%	8.6%	8.1%	7.9%	7.7%	7.9%
EBIT	148	109	37	38	56	55	43	34	42
EBITDA	163	126	55	55	73	73	60	52	60
Net income, GAAP	116	79	16	19	32	35	28	22	27
Net Debt	114	150	79	86	135	137	43	34	30
BPS	29.84	33.57	33.91	34.97	37.01	39.11	40.69	41.95	43.65
DPS	0.16	1.20	0.74	0.30	0.28	0.37	0.40	0.32	0.25
Return on Equity %	22.2%	13.4%	2.6%	3.2%	5.0%	5.1%	3.9%	3.0%	3.6%
Return on Assets %	9.6%	7.0%	1.5%	1.9%	2.9%	2.9%	2.5%	2.0%	2.3%
Depreciation	15.1	15.9	15.8	16.1	16.6	16.7	16.7	17.0	17.2
Amortization	0.2	0.2	1.6	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Free Cash Flow	13	0	125	-2	-44	4	101	15	8
CAPEX	12	26	38	30	25	15	20	25	20

Source: Pekao Equity Research



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 30 KWIETNIA 2024 R. O GODZINIE 07:00 CET.  
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 30 KWIETNIA 2024 R. O GODZINIE 07:30 CET.  
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Gieldą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

### INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

#### UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Michał Hanc	Analityk	Stalprofil	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i

Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawarze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

**Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

**Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

**Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następných dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.



Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następujących dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następujących dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

**Zastrzeżone:** rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

**W okresie przejściowym:** Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

**W trakcie przeglądu:** rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

**Brak ocen:** nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

#### **WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:**

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczony na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy