



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPROFIL

RAPORT ANALITYCZNY

Uwzględniając zakładaną szybką ścieżkę odbudowy wyników grupy Stalprofil począwszy od 2Q'16 decydujemy się na wznowienie wydawania zaleceń dla spółki. Na podstawie naszych założeń wyceniamy Stalprofil na poziomie 14.6 PLN/akcję i wydajemy zalecenie KUPUJ. W skali całego 2016 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 39.4 mln PLN. Uwzględniając utrzymanie dobrej koniunktury dla dystrybutorów stali oraz wejście dywizji izolacji na trwałą ścieżkę odbudowy wolumenów liczymy na dalszą poprawę EBITDA grupy w latach 2017-2018.

Oceniamy, że zapoczątkowane w połowie marca'16 dynamiczne wyższe cennikowe zasadniczo zmieniają perspektywę dla dystrybutorów stali w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym według nas przed Stalprofilem pojawia się wyjątkowa szansa na istotną odbudowę marż handlowych (dodatkowo w rezultatach za 2-3Q'16 spodziewamy się pozytywnego efektu sprzedaży asortymentu z wcześniejszą niską ceną zakupu). Zwracamy też uwagę na budujące przesłanie na przyszłość przekazane inwestorom przez jednego z największych europejskich dystrybutorów stali jakim jest Klockner podczas konferencji wynikowej za 1Q'16 (04.05.2016).

Wg odczytów indeksu dla rynku tureckiego, średnia cena prętów w 4Q'15 wyniosła ok. 1500 PLN/t. Początek 2016 roku przyniósł jeszcze niewielkie pogłębienie wcześniejszych spadków i lokalne minima cen odnotowano w lutym 2016 roku. Tym samym odczyt średnich cen za 1Q'16 wskazuje na porównywalne pułapy cenowe względem 4Q'15. Należy jednak przede wszystkim akcentować zapoczątkowaną od marca'16 silną wyżkę cenników. Cena prętów w Turcji wzrosła od lutowego minimum (ok. 1 430 PLN/t) do poziomu prawie 1 600 PLN/t na koniec marca'16. Agresywne podwyżki były kontynuowane przez cały kwiecień'16. Odczyty z pierwszego tygodnia maja'16 to maksima trwającego odbicia i wskazują na średnie ceny w okolicy 2 050 PLN/t. Tym samym (nawet w przypadku nadejścia korekty) w 2Q'16 nastąpi prawdopodobnie jedno z silniejszych odbić cen stali w okresie kilku lat. Ceny prętów z początku maja'16 są bowiem wyższe już o 600 PLN/t względem lutowych minimów.

Zakładamy, że rezultaty za 1Q'16 będą jeszcze słabe. Będzie to efekt wciąż niskich marż na działalności handlowej, niewielkiej kontrakcji na sprzedaż izolacji oraz dalszą stratę w ZRUGu Zabrze. Z kolei od 2Q'16 spodziewamy się dynamicznej poprawy rentowności całej grupy. Jak już wskazywaliśmy, wpływ na to powinna mieć istotna poprawa rentowności w obszarze handlu (czemu sprzyjają rosnące ceny stali oraz dobre wolumeny dodatkowo wsparte za sprawą oddania nowego magazynu w Dąbrowie Górniczej), natomiast w segmencie infrastruktura akcentujemy pozytywnie ścieżkę wynikową dla obszaru izolacji.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	901	740	650	724	864	944
EBITDA [mln PLN]	38.2	4.8	0.7	39.4	51.8	53.4
EBIT [mln PLN]	27.3	-6.5	-10.4	28.4	40.3	42.2
Wynik netto [mln PLN]	15.5	-4.8	-8.7	19.0	25.8	26.7
P/BV	0.6x	0.6x	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x
P/E	13.5x	---	---	11.0x	8.1x	7.9x
EV/EBITDA	7.3x	63.4x	---	7.5x	5.8x	5.3x
EV/EBIT	10.1x	---	---	10.4x	7.5x	6.7x

KUPUJ

(WZNOWIENIE POKRYWANIA SPÓŁKI)

WYCENA 14.6 PLN

09 MAJ 2016

Wycena końcowa [PLN] 14.6
Potencjał do wzrostu / spadku +22 %

Cena rynkowa [PLN] 11.99
Kapitalizacja [mln PLN] 209.8
Ilość akcji [mln szt.] 17.5

Kurs maksymalny za 6 mc [PLN] 12.18
Kurs minimalny za 6 mc [PLN] 8.45

Stopa zwrotu za 3 mc 30%
Stopa zwrotu za 6 mc 11%
Stopa zwrotu za 9 mc -5%

Akcjonariat (% głosów):

Arcelor Mittal 32.68%
MZZ Pracowników AM 24.58%
MOZ NSZZ Solidarność 19.70%
Aviva OFE 5.14%
Pozostali 17.89%

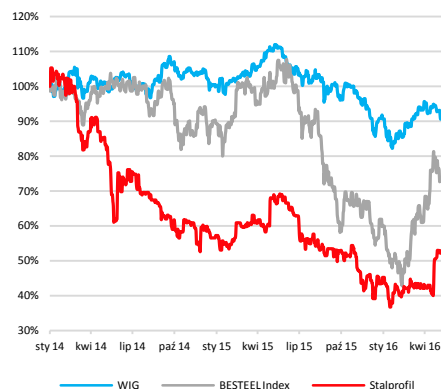
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2015.....	10
WYNIKI JEDNOSTKOWE STALPROFILU ZA 4Q'15	12
ZAŁOŻENIA NA OKRES 2016-2018	14
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	17
KONSUMPCJA JAWANA STALI NA ŚWIECIE	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Dostrzegamy przełom na rynku wyrobów stalowych. Zwracamy uwagę, że od połowy marca'16 widać dynamiczne wzrosty cen na poszczególne wyroby stalowe. Skala odbicia jest bardzo dynamiczna i niespotykana od kilku lat. Tym samym po długofalowym procesie erozji cen stali dostrzegamy przełamanie długoterminowego wcześniejszego trendu. Ożywienie na rynku stali ma miejsce w sytuacji odbudowy cen na wielu ciężkich surowcach przemysłowych. Agresywnym podwyżkom sprzyjają także wprowadzane bariery ochronne na tanią stal (m.in. w UE). Dodatkowo pomagają odczyty WSA, które pokazują, że wykorzystanie mocy w światowych hutach (w wyniku wyłączenia części produkcji) poprawia się i w marcu'16 przekroczyło pułap 70% (pierwszy raz od ponad pół roku).

Oceniamy, że zapoczątkowane w połowie marca'16 dynamiczne zwwyżki cennikowe zasadniczo zmieniają perspektywę dla dystrybutorów stali w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym według nas przed Stalprofilem pojawia się wyjątkowa szansa na istotną odbudowę marż handlowych (dodatkowo w rezultatach za 2-3Q'16 spodziewamy się pozytywnego efektu sprzedaży asortymentu z wcześniejszą niską ceną zakupu). Zwracamy też uwagę na budujące przesłanie na przyszłość przekazane inwestorom przez jednego z największych europejskich dystrybutorów stali jakim jest Klockner podczas konferencji wynikowej za 1Q'16 (04.05.2016).

Odczyty średnich cen Turkey steel bars [po przeliczeniu PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Uwzględniając zakładaną szybką ścieżkę odbudowy wyników grupy Stalprofil decydujemy się na wznowienie wydawania zaleceń dla Stalprofilu. Na podstawie naszych założeń wyceniamy spółkę na poziomie 14.6 PLN/akcję i wydajemy zalecenie KUPUJ. Od 2Q'16 spodziewamy się dynamicznej poprawy rentowności całej grupy. Wpływ na to powinna mieć istotna poprawa rentowności w obszarze handlu (czemu sprzyjają rosnące ceny stali oraz dobre wolumeny dodatkowo wsparte za sprawą oddania nowego magazynu w Dąbrowie Górniczej). W segmencie infrastruktura akcentujemy pozytywnie ścieżkę odbudowy wolumenów izolacji. Spodziewamy się, że przyszła kontrakcja ze strony Gaz Systemu oraz potencjalna perspektywa obsługi kontraktów zagranicznych (m.in. Litwa, Czechy) pozwolą na przekroczenie 1 mln m² izolacji w 2017 roku. Tym samym po dwóch słabych latach obłożenia mocy w dywizji związanej ze sprzedażą izolacji, grupa wchodzi w okres odbudowy wyników. Od 2Q'16 spodziewamy się również procesu istotnego ograniczania negatywnej kontrybucji ZRUGu Zabrze do wyników grupy. W skali całego 2016 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 39.4 mln PLN. Uwzględniając utrzymanie dobrej koniunktury dla dystrybutorów stali oraz wejście dywizji izolacji na trwałą ścieżkę odbudowy wyników liczymy na dalszą poprawę EBITDA grupy w latach 2017-2018 do poziomu odpowiednio 51.8 mln PLN i 53.4 mln PLN.

Podsumowanie wyceny

		młn PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	257.2	14.70
B	Wycena mnożnikowa	253.8	14.50
C=A*50%+B*50%	Wycena końcowa	255.5	14.60

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Trendy na rynkach światowych – produkcja i ceny stali

Chiny stały się odpowiedzialne za ponad 50% produkcji stali na świecie. Konsumpcja stali w tym kraju wykazuje coraz mniejsze dynamiki przyrostu i tamtejsi producenci coraz agresywniej lokują swoje wyroby na innych rynkach geograficznych (często nie przestrzegają w produkcji norm środowiskowych). Dodatkowo w 2H'14 i 2015 roku znacznie wzrosła presja konkurencyjna na rynku europejskim ze strony producentów z Rosji i Ukrainy. Należy mieć na uwadze, że wschodni producenci korzystają na zmianach walutowych (przy kosztach wsadu najczęściej ponoszonych w walucie lokalnej).

Dostrzegamy obecnie przełom na rynku wyrobów stalowych. Od połowy marca'16 widać dynamiczne wzrosty cen na poszczególne wyroby stalowe. Skala odbicia jest bardzo dynamiczna i niespotykana od kilku lat. Tym samym po długofalowym procesie erozji cen stali dostrzegamy przełamanie długoterminowego wcześniejszego trendu. Ożywienie na rynku stali ma miejsce w sytuacji odbudowy cen na wielu ciężkich surowcach przemysłowych. Agresywnym podwyżkom sprzyjają także wprowadzane bariery ochronne na tanią stal (m.in. w UE). Dodatkowo zwracamy uwagę, że jak podaje WSA w wyniku wyłączenia części produkcji, że ostatnie dwa miesiące pokazują, że wykorzystanie mocy w światowych hutach poprawia się i w marcu'16 przekroczyło pułap 70% (pierwszy raz od ponad pół roku).

Nieudany projekt ekspansji ZRUG Zabrze

ZRUG Zabrze jest jednym z podmiotów wchodzących w skład grupy kapitałowej i wpływa na wyniki segmentu infrastruktura. Strategia dla tego podmiotu zakładała wykorzystanie dużych inwestycji finansowanych przez Gaz System do stworzenia silnego gracza specjalizującego się w kompleksowej realizacji budowy gazociągów.

Powodem kłopotów ZRUGu Zabrze stała się budowa gazociągu na Pomorzu o wartości ponad 200 mln PLN. Finalnie spółka nie potrafiła zarządzać procesem budowy według pierwotnie założonego planu, gdyż wymagane koszty okazały się znacznie wyższe niż pierwotnie oszacowano. Tym samym lata 2014-2015 przyniosły głębokie straty obciążające rezultaty i kapitały całej grupy (szacujemy, że skumulowana strata EBITDA ZRUG Zabrze w latach 2014-2015 mogła przekroczyć 30 mln PLN). Od 2Q'16 spodziewamy się procesu istotnego ograniczania negatywnej kontrybucji ZRUGu Zabrze do wyników grupy. Oczekujemy, że jeśli w perspektywie najbliższych 2-3 kwartałów nie będzie jasnej perspektywy na szybkie wejście tego podmiotu w okolice progu rentowności to zostaną podjęte działania trwale redukujące koszty (proces wygaszenia mocy).

Poziom zadłużenia spółki

Grupa w ostatnich latach zmagala się w wieloma wyzwaniami będącymi pochodną spadających cen stali oraz poniesioną stratą przez jeden z podmiotów zależnych, czyli ZRUG Zabrze. Tym samym na koniec 2015 roku poziom zaangażowanego kapitału obrotowego skorygowanego o dług netto spadł 121 do 89 mln PLN. Biorąc pod uwagę zarysowaną ścieżkę odbudowy rezultatów grupy w 2016-2017 zakładamy istotną poprawę wskaźnika dług netto/EBITDA.

Poziom zadłużenia netto grupy oraz wielkość kapitału obrotowego

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Dług netto z bilansu [mln PLN]	78.4	67.2	91.9	74.7	85.2	91.0	74.4
Dług netto / EBITDA (x)	1.7x	1.8x	19.3x	114.3x	2.2x	1.8x	1.4x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	205.5	207.6	213.0	164.2	189.6	228.4	243.4
<i>Zapasy</i>	173.6	143.5	173.6	153.4	156.6	190.6	209.0
<i>Należności</i>	141.5	222.3	196.2	92.6	130.2	147.7	152.5
<i>Zobowiązania handlowe</i>	109.6	158.1	156.8	81.8	97.3	110.0	118.0
Zaangażowany kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	127.1	140.4	121.1	89.5	104.3	137.4	169.0

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

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 stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia:

- Dostrzegamy przełom na rynku wyrobów stalowych. Od połowy marca'16 widać dynamiczne wzrosty cen na poszczególne wyroby stalowe. Skala odbicia jest bardzo dynamiczna i niespotykana od kilku lat. Tym samym po długofalowym procesie erozji cen stali dostrzegamy przełamanie długoterminowego wcześniejszego trendu. Ożywienie na rynku stali ma miejsce w sytuacji odbudowy cen na wielu ciężkich surowcach przemysłowych. Agresywnym podwyżkom sprzyjają także wprowadzane bariery ochronne na tanią stal (m.in. w UE). Dodatkowo zwracamy uwagę, że jak podaje WSA w wyniku wyłączenia części produkcji, że ostatnie dwa miesiące pokazują, że wykorzystanie mocy w światowych hutach poprawia się i w marcu'16 przekroczyło pułap 70% (pierwszy raz od ponad pół roku).
- Zakładamy, że rezultaty za 1Q'16 będą jeszcze słabe. Jednak już od 2Q'16 spodziewamy się dynamicznej poprawy rentowności całej grupy i przyjmujemy, że EBITDA wzrośnie do 10.6 mln PLN. Wpływ na to powinna mieć istotna poprawa rentowności w obszarze handlu (czemu sprzyjają rosnące ceny stali oraz dobre wolumeny dodatkowo wsparte za sprawą oddania nowego magazynu w Dąbrowie Górniczej). W segmencie infrastruktura akcentujemy pozytywnie ścieżkę wynikową dla obszaru izolacji. Spodziewamy się, że przyszła kontraktacja ze strony Gaz Systemu oraz potencjalna perspektywa obsługi kontraktów zagranicznych (m.in. Litwa, Czechy) pozwolą na przekroczenie 1 mln m² izolacji w 2017 roku. Tym samym po dwóch słabych latach obłożenia mocy w dywizji związanej ze sprzedażą izolacji, grupa wchodzi w okres odbudowy wyników. Od 2Q'16 spodziewamy się również procesu istotnego ograniczania negatywnej kontrybucji ZRUGu Zabrze do wyników grupy. Oczekujemy, że jeśli w perspektywie najbliższych 2-3 kwartałów nie będzie perspektywy na szybkie wejście tego podmiotu w okolice progu rentowności to zostaną podjęte działania trwale redukujące koszty (proces wygaszenia mocy). W skali całego 2016 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 39.4 mln PLN. Dla Stalprofilu jednostkowego przyjmujemy wzrost EBITDA do 21.8 mln PLN. Izostal powinien wg nas wypracować EBITDA na poziomie 16.7 mln PLN. Dla Kolbu przyjęliśmy niewielką poprawę względem 2015 roku. Z kolie ZRUG Zabrze w naszym modelu jest odpowiedzialny za stratę EBITDA rzędu niespełna 2 mln PLN (najniższy wynik w skali roku uwzględniamy w 1Q). Uwzględniając utrzymanie dobrej koniunktury dla dystrybutorów stali oraz wejście dywizji izolacji na trwałą ścieżkę odbudowy wyników liczymy na dalszą poprawę EBITDA grupy w latach 2017-2018 do poziomu odpowiednio 51.8 mln PLN i 53.4 mln PLN.
- Stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 4%.
- Dług netto uwzględnia stan bilansowy na koniec 2015 roku.
- Wartość końcowa wyceny uwzględnia korektę o udział mniejszości (głównie efekt konsolidacji Izostalu).
- W modelu nie uwzględniamy akwizycji oraz dezinvestycji posiadanych aktywów.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.09.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 257.2 mln PLN, czyli 14.70 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	724	864	944	995	1 016	1 005	1 021	1 038	1 055	1 072
EBIT. [mln PLN]	28.4	40.3	42.2	43.0	43.3	42.3	43.1	43.8	44.5	45.3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5.4	7.7	8.0	8.2	8.2	8.0	8.2	8.3	8.5	8.6
NOPLAT [mln PLN]	23.0	32.7	34.2	34.8	35.1	34.3	34.9	35.5	36.1	36.7
Amortyzacja [mln PLN]	10.9	11.4	11.2	11.1	11.0	10.9	10.8	10.7	10.7	10.7
CAPEX [mln PLN]	-7.2	-5.8	-7.7	-8.0	-8.4	-8.6	-9.1	-9.6	-10.5	-10.7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-25.3	-38.8	-15.0	-13.3	-0.9	6.6	-3.2	-3.2	-3.3	-3.3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	1.5	-0.6	23	25	37	43	33	33	33	33
DFCF [mln PLN]	1.4	-0.5	19	19	26	28	20	18	17	16
Suma DFCF [mln PLN]	163.7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	500.1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	233.7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	397.3									
Dług netto [mln PLN]	74.7									
Wartość kapitału [mln PLN]	322.6									
Kapitał mniejszości	-65.3									
Kapitał po korekcie o udziały mniejszości [mln PLN]	257.2									
Ilość akcji [mln szt.]	17.5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14.70									
<hr style="border-top: 1px dashed #000;"/>										
Przychody zmiana r/r	11.3%	19.4%	9.2%	5.5%	2.1%	-1.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
EBIT zmiana r/r	---	41.8%	4.7%	1.8%	0.8%	-2.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Marża EBITDA	5.4%	6.0%	5.7%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%
Marża EBIT	3.9%	4.7%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Marża NOPLAT	1.0%	0.7%	0.8%	0.80%	0.82%	0.86%	0.89%	0.93%	0.99%	0.99%
CAPEX / Przychody	66%	51%	68%	72%	76%	79%	84%	90%	98%	100%
CAPEX / Amortyzacja	34%	28%	19%	26%	4%	59%	20%	19%	19%	19%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	81.7%	82.3%	84.2%	85.8%	87.6%	89.3%	90.9%	92.5%	94.1%	95.5%
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	18.3%	17.7%	15.8%	14.2%	12.4%	10.7%	9.1%	7.5%	5.9%	4.5%
WACC	8.2%	8.2%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.7%	8.8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
beta	0.7	12.5	13.8	15.6	16.6	17.9	19.3	21.0	23.0	25.6
	0.8	11.3	12.5	14.0	14.9	16.0	17.2	18.6	20.2	22.2
	0.9	10.3	11.4	12.7	13.4	14.3	15.3	16.5	17.8	19.5
	1.0	9.4	10.3	11.5	12.1	12.9	13.7	14.7	15.8	17.2
	1.1	8.6	9.4	10.4	11.0	11.6	12.3	13.2	14.1	15.2
	1.2	7.8	8.5	9.4	9.9	10.5	11.1	11.8	12.6	13.5
	1.3	7.1	7.7	8.5	8.9	9.4	10.0	10.6	11.3	12.1
	1.4	6.5	7.0	7.7	8.1	8.5	9.0	9.5	10.1	10.8
	1.5	5.8	6.4	7.0	7.3	7.7	8.1	8.6	9.1	9.6

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	0.7	27.8	25.2	23.0	22.0	21.0	20.1	19.2	17.7	16.3
	0.8	25.2	22.7	20.5	19.5	18.6	17.7	16.9	15.4	14.1
	0.9	23.0	20.5	18.3	17.4	16.5	15.6	14.9	13.4	12.2
	1.0	21.0	18.6	16.5	15.6	14.7	13.9	13.2	11.8	10.6
	1.1	19.2	16.9	14.9	14.0	13.2	12.4	11.7	10.4	9.2
	1.2	17.7	15.4	13.4	12.6	11.8	11.1	10.4	9.1	8.0
	1.3	16.3	14.1	12.2	11.4	10.6	9.9	9.2	8.0	7.0
	1.4	15.0	12.9	11.1	10.3	9.5	8.8	8.2	7.1	6.0
	1.5	13.9	11.8	10.0	9.3	8.6	7.9	7.3	6.2	5.2

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								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
premia za ryzyko	3.0%	13.7	15.3	17.3	18.6	20.0	21.8	23.9	26.5	29.7
	3.5%	12.5	13.8	15.6	16.6	17.9	19.3	21.0	23.0	25.6
	4.0%	11.3	12.5	14.0	14.9	16.0	17.2	18.6	20.2	22.2
	4.5%	10.3	11.4	12.7	13.4	14.3	15.3	16.5	17.8	19.5
	5.0%	9.4	10.3	11.5	12.1	12.9	13.7	14.7	15.8	17.2
	5.5%	8.6	9.4	10.4	11.0	11.6	12.3	13.2	14.1	15.2
	6.0%	7.8	8.5	9.4	9.9	10.5	11.1	11.8	12.6	13.5
	6.5%	7.1	7.7	8.5	8.9	9.4	10.0	10.6	11.3	12.1
	7.0%	6.5	7.0	7.7	8.1	8.5	9.0	9.5	10.1	10.8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Stalprofil jest jednym z głównych graczy na rynku dystrybutorów stali w Polsce (z silną pozycją w regionie śląskim). Zdecydowaliśmy się na ujęcie w analizie podmiotów z GPW, które związane są z rynkiem stali. Dodatkowo głównym odniesieniem jest podmiot Kloeckner (jeden z większych dystrybutorów stali w UE).

Historyczne akceptowalne mnożniki rynkowe dla Stalprofilu kształtowały się w zależności od dynamiki zmian cen an wyroby stalowe. W latach 2006-2007 doszło do bardzo silnego wzrostu kursu, co wynikało z hossą na wyroby stalowe (bardzo agresywne podwyżki cen). **W analizie akcentujemy okres notowań pomiędzy rokiem 2009 a 2013. W tych latach średni akceptowalny mnożnik EV/EBITDA (+1Yr – EBITDA liczona 4 kwartały do przodu) wynosił 8.8x.** W okresie 2014-2016 istotne zaburzenie w wynikach grupy związane jest ze stratą ZRUG Zabrze (głównie na jednym kontrakcie na Pomorzu).

Z uwagi na zapoczątkowany ruch wzrosty cen na rynku wyrobów stalowych oraz perspektywę wyraźnej odbudowy wolumenów sprzedaży w dywizji izolacji oceniamy za uzasadnione ustalenie akceptowalnego mnożnika EV/EBITDA dla Stalprofilu na poziomie 7.0x. Tym samym uwzględniając nasze prognozy na lata 2016-2018 wycena mnożnikowa sugeruje wycenę spółki na poziomie 14.5 PLN/akcję.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Kurs	Mkt Cap	EV/EBITDA			
			2015	2016P	2017P	2018P
Konsorcjum Stali	37.04 PLN	218	9.5	6.4	5.7	5.1
Izostal	4.57 PLN	150	21.7	11.0	8.9	8.0
Stalprodukt	291.4 PLN	1649	4.1	5.4	4.6	3.8
Cognor	1.23 PLN	163	11.8	5.6	4.4	4.0
Kloeckner	10.55 EUR	1052	16.7	9.7	8.2	7.7
Stalprofil	11.99 PLN	210	---	7.5	5.8	5.3
Mediana			11.8x	6.9x	5.8x	5.2x
Średnia			12.7x	7.6x	6.3x	5.7x

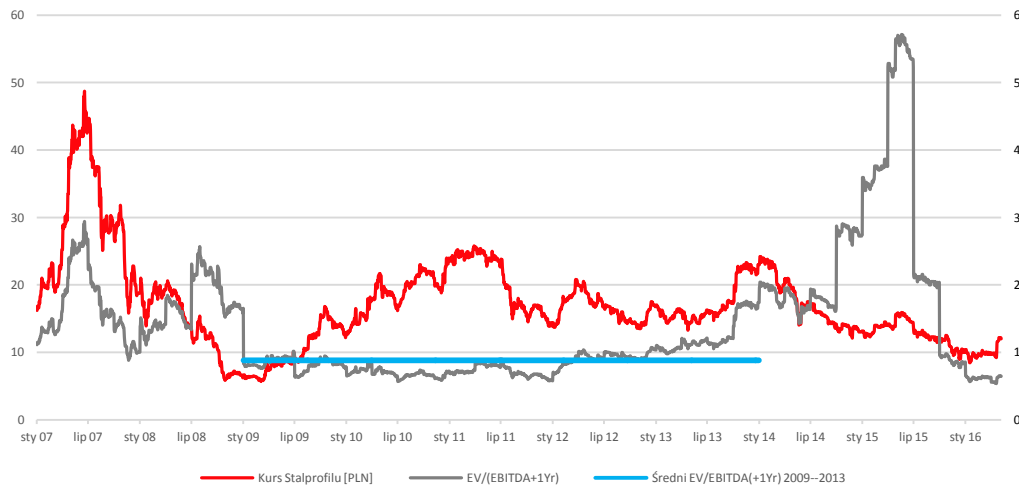
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2016-2018

	Średni poziom EV/EBITDA na 2016-2018								
	5.0x	5.5x	6.0x	6.5x	7.0x	7.5x	8.0x	8.5x	9.0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	9.0	10.4	11.7	13.1	14.50	15.9	17.3	18.6	20.0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

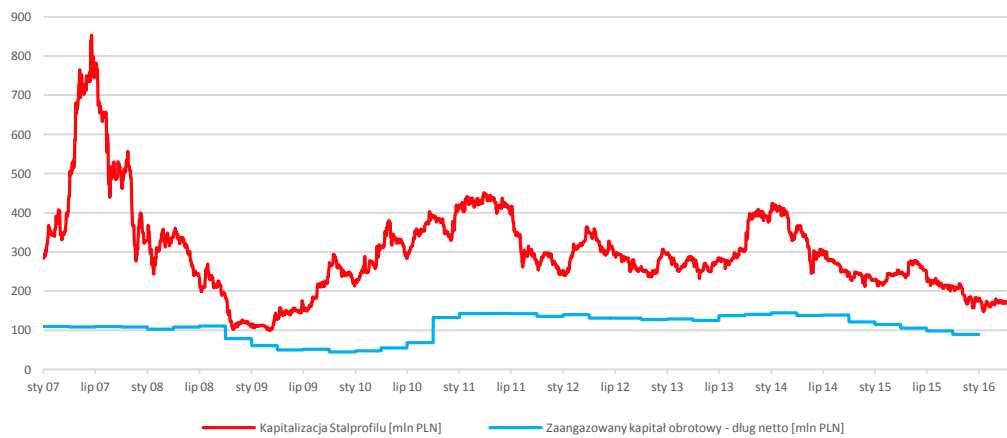
Historycznie akceptowane mnożniki EV/EBITDA(+1Yr) dla Stalprofilu



Średni akceptowalny poziom EV/EBITDA (+1Yr) w latach 2009-2013 wynosił 8.8x. W kolejnych kwartałach mnożnik jest pod negatywnym wpływem straty ZRUG Zabrze.

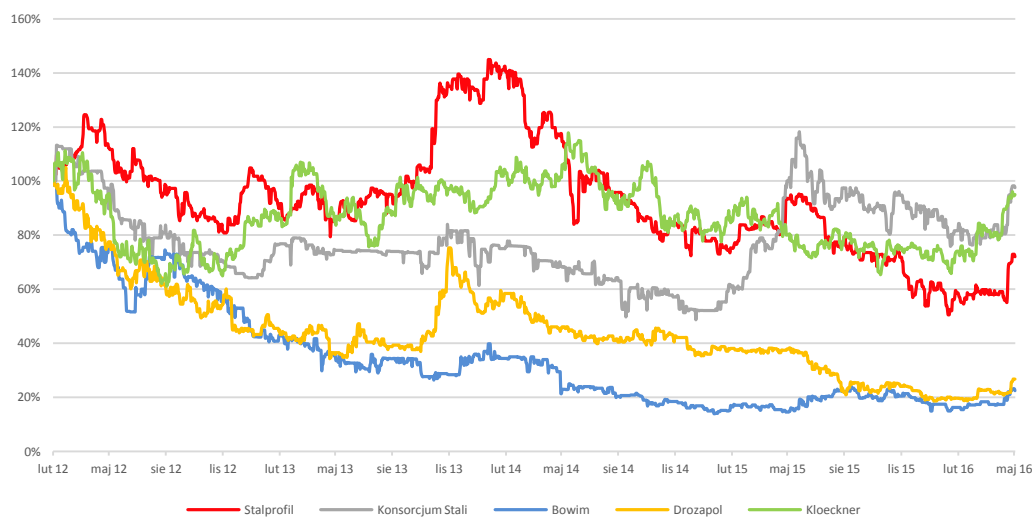
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Historyczna kapitalizacja Stalprofilu na tle zaangażowanego kapitału obrotowego skorygowanego o dług netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana kursów wybranych dystrybutorów stali



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2015

Cały miniony 2015 rok okazał się wyjątkowo trudny dla Stalprofilu. Segment dystrybucji zmagał się ze spadającymi cenami wyrobów stalowych, co szczególnie boleśnie spółka odczuła na przełomie 3/4Q'15. Dodatkowo w dywizji infrastruktura grupa borykała się z niskim popytem na rury izolowane oraz kończyła nieszczęsny (ze względu na błędną kalkulację finalnie poniesionych kosztów) projekt budowy gazociągu na Pomorzu, co obciążyło rezultaty już w końcówce 2014 roku i w pełnej skali zaburzyło rentowność grupy dalej w 2015 roku.

W samym 4Q'15 przychody grupy spadły o ponad 8% r/r. W segmencie handlu erozja przychodów wyniosła ponad 20% r/r, na co wpływ miał niższy wolumen handlu wyrobami stalowymi i spadające ceny stali. W segmencie infrastruktura sprzedaż wzrosła o 10% r/r, co było m.in. efektem poprawy sprzedaży wolumenów izolacji (głównie efekt bardzo niskiej bazy z 4Q'14). Niesprzyjające warunki działania obciążające dwie główne dywizje biznesowe skutkowały niskimi marżami z działalności. Raportowany wynik EBITDA to strata rzędu 5 mln PLN. Starta netto przypisana akcjonariuszom jednostki dominującej wyniosła ok. 6.3 mln PLN.

Dług netto na koniec 2015 roku wyniósł ok. 75 mln PLN. Oznacza to spadek o ponad 17 mln PLN r/r. Wartość zaangażowanego kapitału obrotowego na koniec 2015 roku szacujemy na ok. 164 mln PLN, co oznacza erozję o niemal 50 mln PLN.

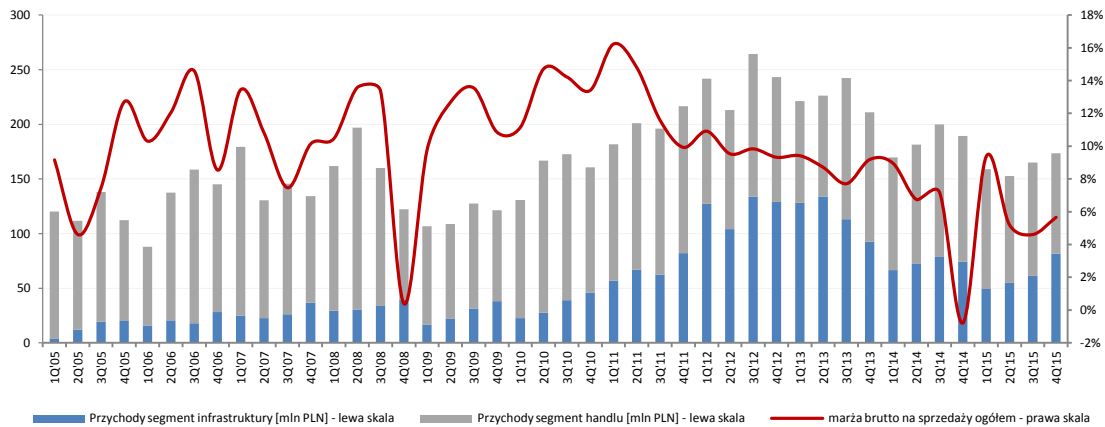
Wyniki skonsolidowane za 4Q'15

	4Q'14*	4Q'15	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	189.2	173.5	-8.3%	740.2	649.9	-12.2%
segment handlu	115.1	91.8	-20.2%	448.0	402.6	-10.1%
segment infrastruktury	74.1	81.7	10.3%	292.1	247.3	-15.4%
Wynik brutto na sprzedaży	-1.5	9.8	----	40.2	40.2	-0.1%
segment handlu	10.3	5.8	-43.7%	37.3	30.9	-17.0%
segment infrastruktury	-11.8	4.0	----	3.0	9.3	212.4%
Koszty sprzedaży	4.5	4.8	5.7%	17.1	17.4	1.7%
Koszty zarządu	9.8	7.4	-24.1%	31.2	28.1	-9.9%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-1.0	-5.5	----	1.6	-5.0	---
EBITDA	-13.9	-5.0	----	4.8	0.7	-86.3%
EBIT	-16.7	-7.8	----	-6.5	-10.4	---
Saldo finansowe	0.5	-0.5	----	0.0	-1.3	---
Wynik brutto	-16.2	-8.4	----	-6.5	-11.7	---
Wynik netto	-13.6	-7.2	----	-5.8	-10.0	---
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	-11.7	-6.3	----	-4.8	-8.7	---
Marża brutto ogółem	-0.8%	5.7%		5.4%	6.2%	
Marża brutto segment handlu	9.0%	6.3%		8.3%	7.7%	
Marża brutto segment infrastruktury	-16.0%	4.9%		1.0%	3.7%	
Marża EBITDA	-7.4%	-2.9%		0.6%	0.1%	
Szacunkowa sprzedaż segmentu handlu [tys. ton]	46.7	37.9	-18.8%	173.8	165.6	-4.7%
Szacunek wolumenu izolacji [tys. m2]	133.0	145.1	9.0%	439.1	373.1	-15.0%
Dług netto eop [mln PLN]	91.9	74.7	-18.7%	91.9	74.7	-18.7%
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	213.0	164.2	-22.9%	213.0	164.2	-22.9%

* Porównując dane z okresem 4Q'14 należy mieć na uwadze rozpoznanie pierwszej straty na projekcie pomorskim przez ZRUG Zabrze. Szacujemy, że EBITDA w 4Q'14 została obciążona kwotą ok. 20 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż grupy (wg segmentów) oraz marża brutto na sprzedaży



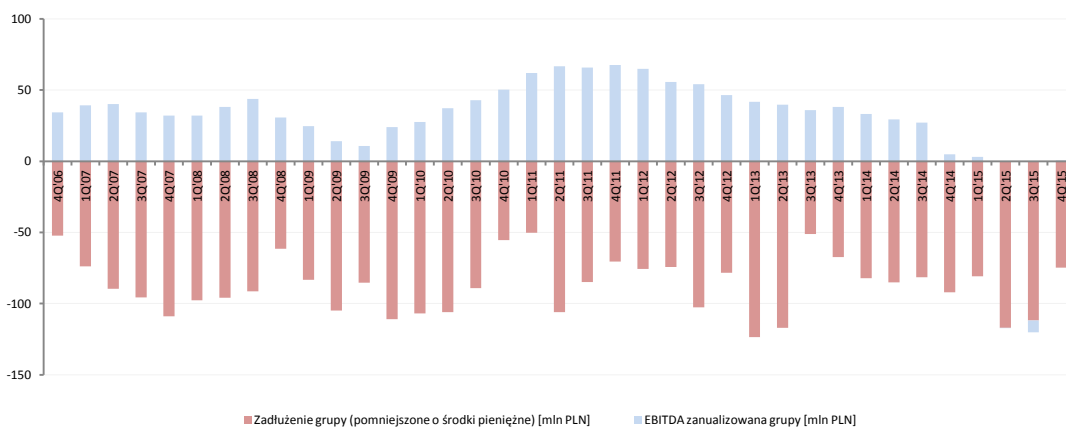
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto grupy na tle zaangażowanego kapitału obrotowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie netto grupy na tle zanalizowanego wyniku na poziomie EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI JEDNOSTKOWE STALPROFILU ZA 4Q'15

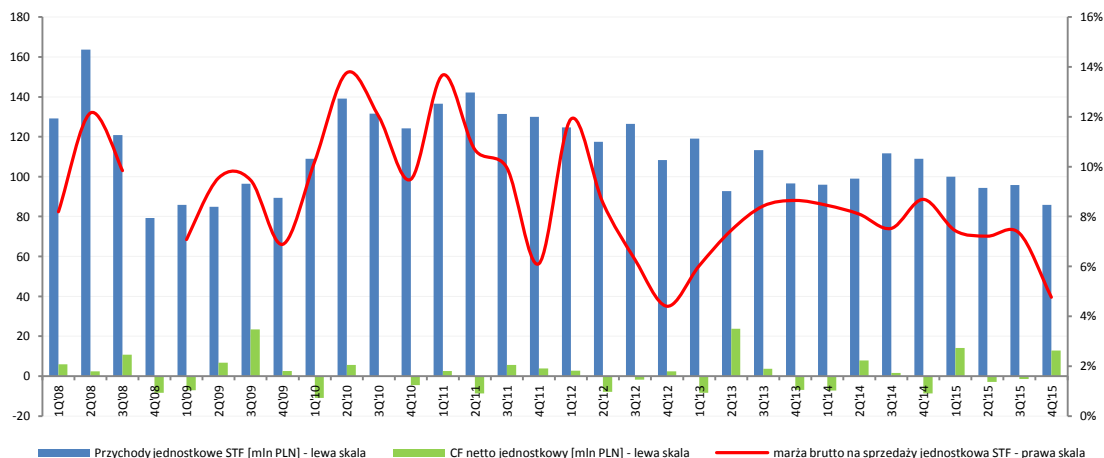
Sytuacja dla dystrybutorów stali w 2015 roku była wyjątkowo trudna, szczególnie na przełomie 4Q'15. Tym samym dane jednostkowe raportowane przez Stalprofil uwzględniały spadające przychody oraz bolesną erozję marż handlowych. Szacujemy, że marża brutto na sprzedaży w 4Q'15 spadła do niewiele ponad 105 PLN/t. Tym samym była to wartość najniższa od 4Q'12. Bardzo niska marża handlowa nie pokryła pozostałych kosztów działania (kosztów sprzedaży i Zarządu). Tym samym Stalprofil jednostkowy zaraportował stratę EBIT na poziomie ok. 1 mln PLN.

Wyniki jednostkowe Stalprofilu za 4Q'15

	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	109.0	85.8	-21.3%	415.8	375.9	-9.6%
Wynik brutto na sprzedaży	9.5	4.1	-56.8%	34.0	25.4	-25.5%
Koszty sprzedaży	4.0	3.9	-3.6%	15.0	15.3	1.9%
Koszty zarządu	4.5	2.5	-43.9%	11.6	9.8	-15.9%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	0.7	1.3	78.6%	1.1	1.9	75.9%
EBITDA	2.2	-0.4	---	11.0	4.5	-59.0%
EBIT	1.7	-1.0	---	8.6	2.3	-73.3%
Saldo finansowe	0.0	0.2	---	1.5	1.1	-25.6%
Wynik brutto	1.9	-0.8	---	10.1	3.4	-66.0%
Wynik netto	1.5	-0.7	---	8.6	3.0	-65.1%
Marża brutto na sprzedaży	8.7%	4.8%		8.2%	6.7%	
Marża EBITDA	2.0%	-0.5%		2.6%	1.2%	
Marża EBIT	1.4%	-0.8%		2.1%	0.8%	
Kapitał obrotowy [mln PLN]	138.9	93.3	-32.8%	138.9	93.3	-32.8%

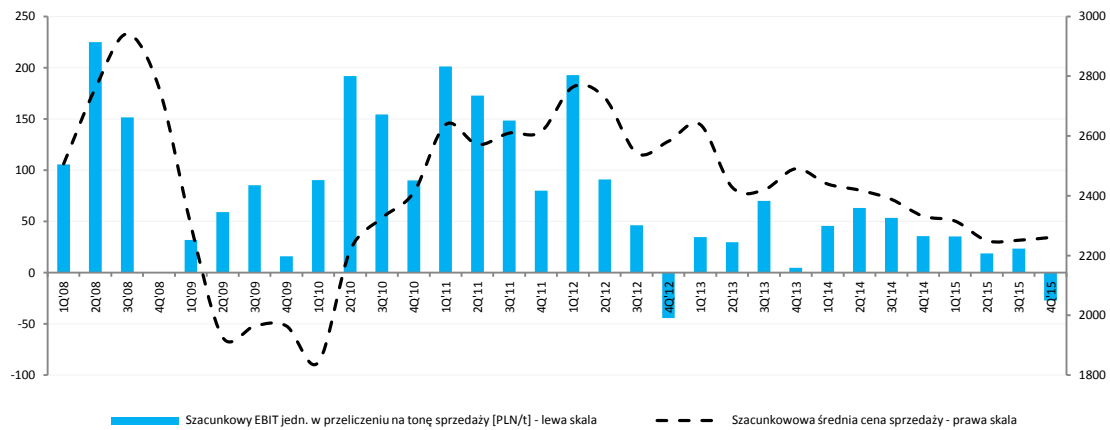
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane finansowe Stalprofilu jednostkowego



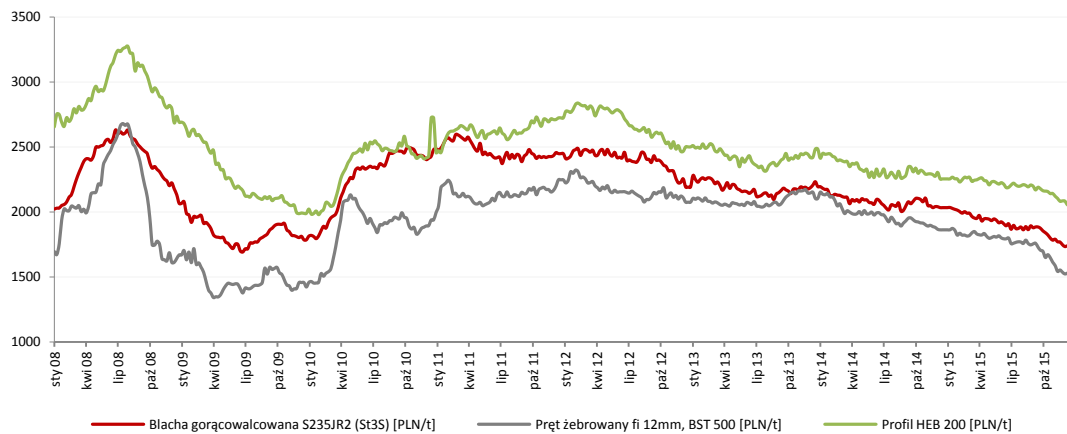
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT/t na tle średnich cen sprzedaży w Stalprofilu jednostkowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty średnich cen wyrobów stalowych w Polsce w latach 2008-2015



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PUDS

ZAŁOŻENIA NA OKRES 2016-2018

Dostrzegamy przełom na rynku wyrobów stalowych. Od połowy marca'16 widać dynamiczne wzrosty cen na poszczególne wyroby stalowe. Skala odbicia jest bardzo dynamiczna i niespotykana od kilku lat. Tym samym po długofalowym procesie erozji cen stali dostrzegamy przełamanie długoterminowego wcześniejszego trendu. Ożywienie na rynku stali ma miejsce w sytuacji odbudowy cen na wielu ciężkich surowcach przemysłowych. Agresywnym podwyżkom sprzyjają także wprowadzane bariery ochronne na tanią stal (m.in. w UE). Dodatkowo zwracamy uwagę, że jak podaje WSA w wyniku wyłączenia części produkcji, że ostatnie dwa miesiące pokazują, że wykorzystanie mocy w światowych hutach poprawia się i w marcu'16 przekroczyło pułap 70% (pierwszy raz od ponad pół roku).

Oceniamy, że dokonane już dynamiczne zmiany cenikowe zasadniczo zmieniają perspektywę dla dystrybutorów stali w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym według nas przed Stalprofilem pojawia się wyjątkowa szansa na trwałą odbudowę marż handlowych (dodatkowo w rezultatach za 2-3Q'16 spodziewamy się pozytywnego efektu sprzedaży asortymentu z wcześniejszą niską ceną zakupu). Zwracamy też uwagę na budujące przesłanie na przyszłość dotyczące odbudowy marż przekazane inwestorom przez jednego z największych europejskich dystrybutorów stali jakim jest Klockner podczas konferencji wynikowej za 1Q'16 (04.05.2016).

Wg odczytów indeksu Turkey steel bars, średnia cena prętów w 4Q'15 wyniosła ok. 1500 PLN/t. Początek 2016 roku przyniósł jeszcze niewielkie pogłębienie wcześniejszych spadków i lokalne minima cen odnotowano w lutym 2016 roku. Tym samym odczyt średnich cen za 1Q'16 wskazuje na porównywalne pułapy cenowe względem 4Q'15. Należy jednak przede wszystkim akcentować zapoczątkowaną od marca'16 silną wyżkę cenników. Cena prętów w Turcji wzrosła od lutowego minimum (ok. 1 430 PLN/t) do poziomu prawie 1 600 PLN/t na koniec marca'16. Agresywne podwyżki były kontynuowane przez cały kwiecień'16. Odczyty z pierwszego tygodnia maja to maksima trwającego odbicia i wskazują na średnie ceny w okolicy 2 050 PLN/t. Tym samym (nawet w przypadku nadejścia korekty) w 2Q'16 nastąpi prawdopodobnie jedno z silniejszych odbić cen stali w okresie kilku lat. Ceny prętów z początku maja'16 są wyższe już o 600 PLN/t względem lutowych minimów.

Odczyty średnich cen Turkey steel bars [po przeliczeniu PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

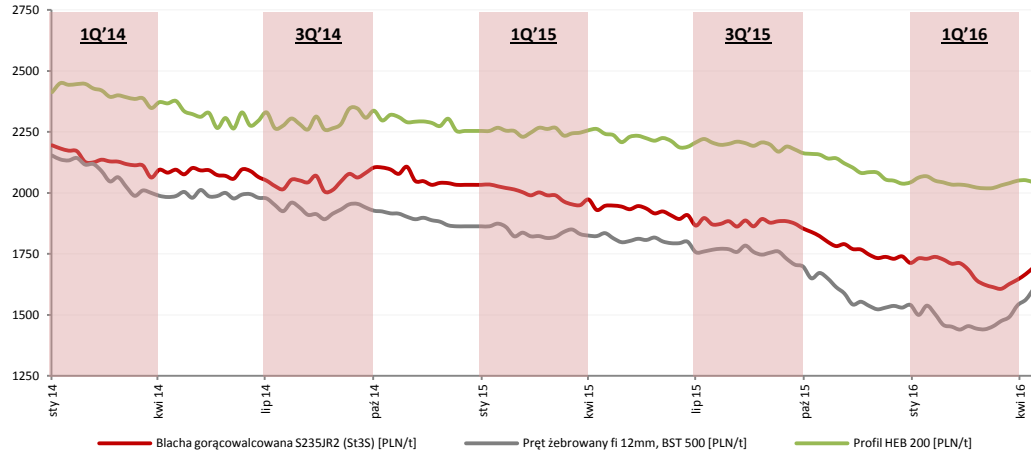
Odczyty średnich cen Turkey HRC [po przeliczeniu PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

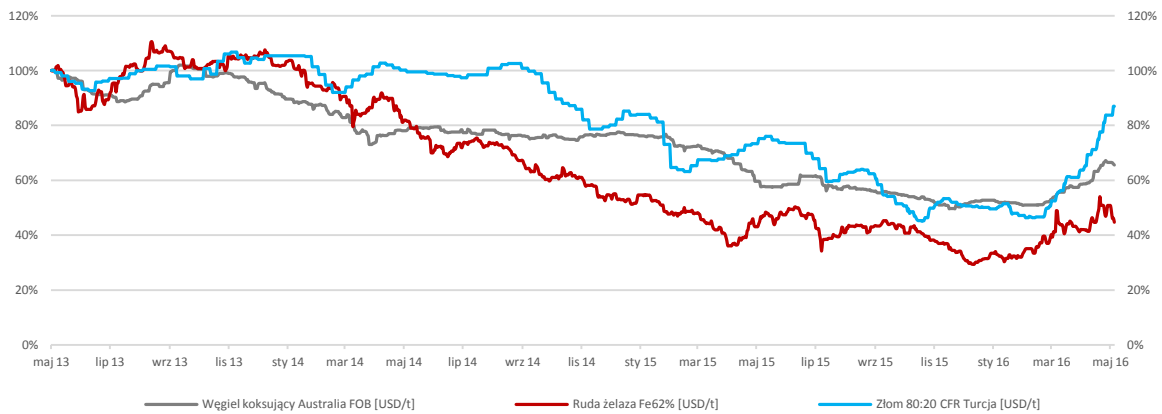
Ostatnie odczyty średnich cen dla rynku polskiego również wskazują na powolne odbicie cen większości asortymentów. Oceniamy jednak, że odczyty z PUDS są opóźnione i w kolejnych raportach będą widoczne już obserwowane dynamiczne ruchy cen widoczne obecnie na rynkach europejskich.

Dynamika cen wybranych asortymentów w Polsce wg PUDS



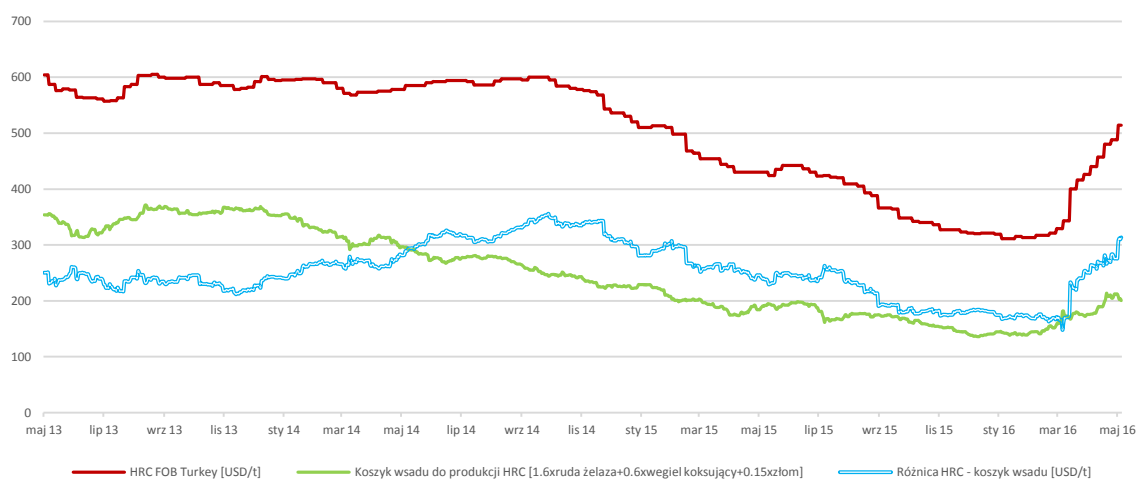
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dynamika cen surowców do produkcji stali



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dynamika blachy HRC oraz koszty wsadu do produkcji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Arcelor Mittal, Bloomberg

Zakładamy, że rezultaty za 1Q'16 będą jeszcze słabe. Będzie to efekt wciąż słabych marż na działalności handlowej, niskiej kontraktacji na sprzedaż izolacji oraz dalszą stratę w ZRUGu Zabrze. Tym samym spodziewamy się, że wynik EBITDA za 1Q'16 będzie na poziomie ok. 2.8 mln PLN, natomiast wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej powinien oscylować w pobliżu zera. Na tle poprzednich kwartałów będzie to już jednak lekka poprawa.

Od 2Q'16 spodziewamy się dynamicznej poprawy rentowności całej grupy i przyjmujemy, że EBITDA wzrośnie do 10.6 mln PLN. Wpływ na to powinna mieć istotna poprawa rentowności w obszarze handlu (czemu sprzyjają rosnące ceny stali oraz dobre wolumeny dodatkowo wsparte za sprawą oddania nowego magazynu w Dąbrowie Górniczej). W segmencie infrastruktura akcentujemy pozytywnie ścieżkę wynikową dla obszaru izolacji. Spodziewamy się, że przyszła kontraktacja ze strony Gaz Systemu oraz potencjalna perspektywa obsługi kontraktów zagranicznych (m.in. Litwa, Czechy) pozwolą na przekroczenie 1 mln m² izolacji w 2017 roku. Tym samym po dwóch słabych latach obłożenia mocy w dywizji związanej ze sprzedażą izolacji, grupa wchodzi w okres odbudowy wyników. Od 2Q'16 spodziewamy się również procesu istotnego ograniczania negatywnej kontrybucji ZRUGu Zabrze do wyników grupy. Oczekujemy, że jeśli w perspektywie najbliższych 2-3 kwartałów nie będzie jasnej perspektywy na szybkie wejście tego podmiotu w okolice progu rentowności to zostaną podjęte działania trwale redukujące koszty (proces wygaszenia mocy).

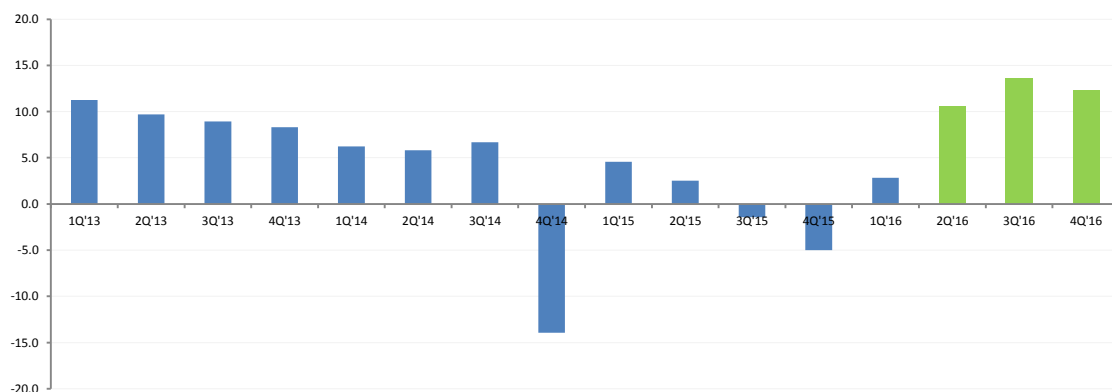
W skali całego 2016 roku przyjmujemy, że EBITDA grupy będzie na poziomie 39.4 mln PLN. Dla Stalprofilu jednostkowego przyjmujemy wzrost EBITDA do 21.8 mln PLN. Izostal powinien wg nas wypracować EBITDA na poziomie 16.7 mln PLN. Dla Kolbu przyjęliśmy niewielką poprawę względem 2015 roku. Z kolei ZRUG Zabrze w naszym modelu jest odpowiedzialny za stratę EBITDA rzędu niespełna 2 mln PLN (najśłabszy wynik w skali roku uwzględniamy w 1Q). Uwzględniając utrzymanie dobrej koniunktury dla dystrybutorów stali oraz wejście dywizji izolacji na trwałą ścieżkę odbudowy wyników liczymy na dalszą poprawę EBITDA grupy w latach 2017-2018 do poziomu odpowiednio 51.8 mln PLN i 53.4 mln PLN.

Szczegółowa prognoza wyników skonsolidowanych na 2016 rok oraz lata 2017-2018

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	158.7	152.7	164.9	173.5	131.2	182.8	204.9	204.7	740.2	649.9	723.6	863.8	943.6
Wynik brutto na sprzedaży	14.9	7.9	7.6	9.8	10.8	19.9	23.4	22.1	40.2	40.2	76.2	93.8	98.8
EBITDA	4.6	2.5	-1.4	-5.0	2.8	10.6	13.7	12.3	4.8	0.7	39.4	51.8	53.4
EBIT	1.9	-0.2	-4.2	-7.8	0.2	7.9	10.8	9.5	-6.5	-10.4	28.4	40.3	42.2
Saldo finansowe	-0.6	-0.2	0.0	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-1.3	-0.9	-2.6	-3.0
Wynik brutto	1.2	-0.4	-4.2	-8.4	0.0	7.7	10.6	9.3	-6.5	-11.7	27.6	37.7	39.2
Wynik netto	2.1	-1.4	-3.5	-7.2	0.0	6.2	8.6	7.5	-5.8	-10.0	22.3	30.5	31.8
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	1.7	-1.3	-2.8	-6.3	0.0	5.4	7.4	6.2	-4.8	-8.7	19.0	25.8	26.7
Marża brutto ogółem	9.4%	5.2%	4.6%	5.7%	8.2%	10.9%	11.4%	10.8%	5.4%	6.2%	10.5%	10.9%	10.5%
Marża EBITDA	2.9%	1.7%	-0.9%	-2.9%	2.2%	5.8%	6.7%	6.0%	0.6%	0.1%	5.4%	6.0%	5.7%
Szacunkowa sprzedaż segm. handlu [tys. ton]	43	42	43	38	39	42	47	44	174	166	172	197	217
Wynik EBIT segmentu handel [PLN/t]	35	19	24	-27	30	126	148	122	49	14	109	115	105
Szacunek wolumenu izolacji [tys. m ²]	79	87	72	145	143	279	275	275	439	373	972	1 269	1 269

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

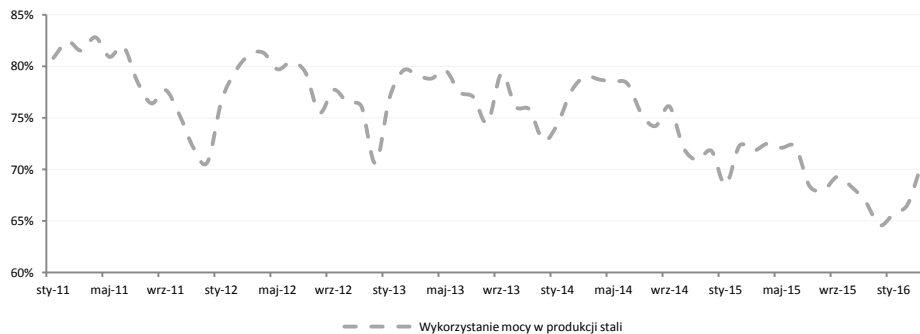
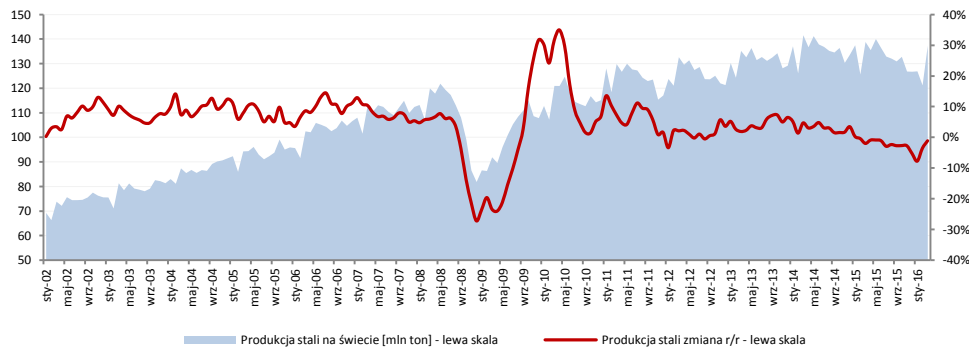
Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

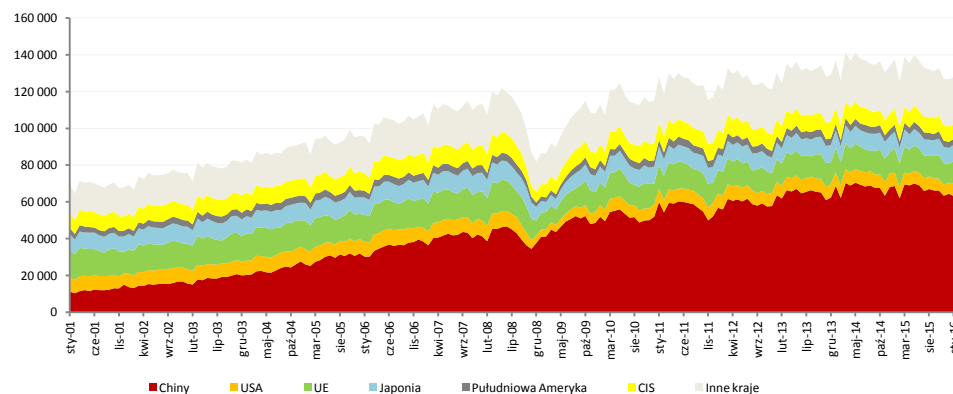
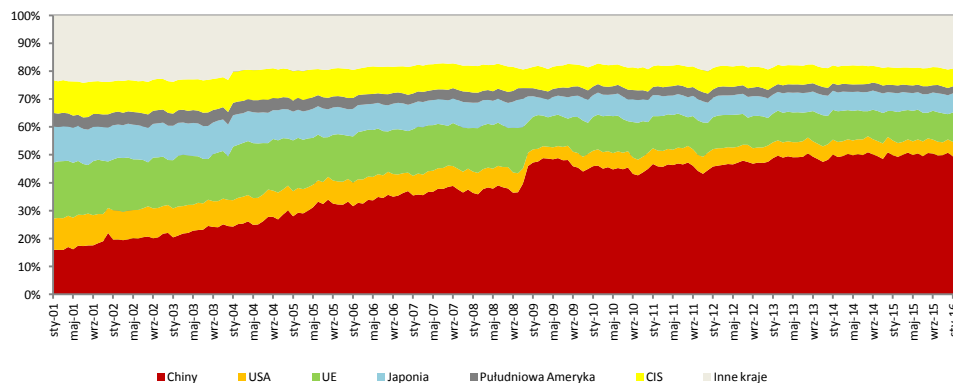
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



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

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



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

Produkcja stali w 2014 roku wzrosła o ok. 3.1% r/r i wyniosła 1.63 mld ton. Był to rok przełomowy, gdyż w 2015 roku nastąpiła już erozja produkcji oraz znaczące zmniejszenie wykorzystania mocy w hutach.

Z danych WSA wynika, że w 2015 roku produkcja stali na świecie spadła o ok. 2% r/r do pułapu 1.59 mld ton (erozja produkcji była szczególnie odczuwalna w 4Q'15).

W styczniu i lutym 2016 roku produkcja spadła odpowiednio o ponad 7% i 4% r/r. W marcu erozja produkcji to już tylko ok. 1%.

Jak podaje WSA w 2015 roku średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło ok. 69.7%, podczas gdy w 2014 i 2013 roku był to poziom ok. 73.4% i 78.4% (po korektach). Dzięki stopniowemu wyłączeniu mocy przez niektóre koncerny, **ostatnie dwa miesiące pokazują, że wykorzystanie mocy poprawia się i w marcu przekroczyło pułap 70% (pierwszy raz od ponad pół roku).**

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

Udział największych producentów z UE w światowym rynku w 2007 roku wynosił 15.9%, w 2011 roku było to 11.9%, a w 2015 roku udział w światowej produkcji spadł do ok. 10.4% (stabilnie względem 2014 roku).

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

KONSUMPCJA JAWANA STALI NA ŚWIECIE

W 2015 roku zużycie jawne stali spadło na świecie o ok. 2.2%. Należy mieć na uwadze, że w miarę upływu roku każde kolejne założenia były obniżane (zatem skala erozji była sporym zaskoczeniem). Prognozy na 2016 rok opublikowane przez Arcelor Mittal wskazują, że rok 2016 powinien przynieść umiarkowany wzrost zapotrzebowania na stal i w skali globalnej Arcelor Mittal oczekuje, że konsumpcja jawna stali znajdzie się w przedziale 0% do +0.5% r/r.

Uważamy, że przedstawione dane przez Arcelor Mittal na 2016 rok są zbyt optymistyczne, szczególnie w odniesieniu dla rynku chińskiego, gdzie widzimy główne ryzyko przyszłych korekt in minus (w 2015 roku AM obniżał czterokrotnie swoje założenia).

Założenia dla zużycia jawnego stali na 2016 rok (oczekiwania Arcelor Mittal)

	2015	31-mar-15	
		2016P	
UE (28)	+3.4%	+0%	+1.0%
Chiny	-4.3%	-1.5%	-0.5%
USA	-9.6%	+3.0%	+4.0%
Świat	-2.2%	+0.0%	+0.5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Arcelor Mittal

Z założeń WSA przedstawionych 12 października 2015 roku wynika, że światowa konsumpcja jawna może spaść o 1.7% (wcześniejsza projekcja z kwietnia'15 wskazywała na wzrost o ok. 0.5% r/r, przy uwzględnieniu spadku w Chinach o 0.5% r/r). Najwyższą dynamikę wzrostu konsumpcji stali WSA przewiduje dla obszaru UE(28), gdzie w latach 2015-2016 dynamika wzrostu powinna wynieść odpowiednio +1.3% i +2.2% (przewidywana jednak słabsza dynamika wzrostu niż w kwietniu). Z dużych rynków krajowych in plus wyróżniać powinny się Indie, gdzie WSA oczekuje wzrostu w latach 2015-2016 o 7.3% i 7.6% (podwyższenie założeń z kwietnia).

Prognoza zużycia jawnego stali na 2015-2016 (oczekiwania WSA)

Regiony gospodarcze	Kwiecień 2015		Październik 2015	
	2016P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
UE (28)	154,1	+2,8	153,1	+2,2
CIS	52,2	-0,3	49,9	+0
NAFTA	145,1	+1,3	143,7	+2,1
Azja i Oceania	1 030,40	+0,9	992,8	-0,2
Świat razem	1 565,50	+1,4	1 523,4	+0,7
Świat bez Chin	861,8	+2,9	851,3	+2,9
Wybrane kraje	2016P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
Chiny	703,7	-0,5	672,2	-2,0
USA	107,2	+0,7	105,2	+1,3
Indie	85,8	+7,3	87,6	+7,6
Japonia	66,6	+1,1	66	+3,1
Korea Płd	58	+2	55,2	+0,7
Rosja	39,6	-1,6	38,2	-1,0
Niemcy	40,7	+2,3	40,5	+2,3
Turcja	32	+1,1	34,3	+1,1
Brazylia	23,4	+3,1	22,5	+0,5
Meksyk	24	+3,9	24,5	+4,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., WSA

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	630.8	795.3	930.1	900.7	740.2	649.9	723.6	863.8	943.6	995.5	1016.2	1005.1	1021.5	1038.1	1055.1	1072.4
Wynik brutto na sprzedaży	85.1	103.3	92.1	78.5	40.2	40.2	76.2	93.8	98.8	101.6	103.2	102.2	103.8	105.4	107.0	108.6
Koszty sprzedaży	13.1	18.1	21.6	18.9	17.1	17.4	20.3	23.9	26.4	28.1	28.9	28.4	28.7	29.0	29.4	29.7
Koszty zarządu	28.1	29.7	32.3	34.5	31.2	28.1	28.5	28.9	29.4	29.9	30.4	30.9	31.4	31.9	32.5	33.0
Pozostałe	-1.2	4.2	-1.4	2.1	1.6	-5.0	1.1	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7
EBITDA	50.3	67.5	46.4	38.2	4.8	0.7	39.4	51.8	53.4	54.1	54.3	53.2	53.8	54.5	55.2	56.0
EBIT	42.8	59.8	36.8	27.3	-6.5	-10.4	28.4	40.3	42.2	43.0	43.3	42.3	43.1	43.8	44.5	45.3
Saldo finansowe	-5.9	-4.1	-6.9	-1.3	0.0	-1.3	-0.9	-2.6	-3.0	-2.5	-1.9	-1.0	-0.1	0.6	1.3	2.0
Wynik brutto	36.9	55.7	29.8	26.0	-6.5	-11.7	27.6	37.7	39.2	40.5	41.4	41.4	42.9	44.4	45.8	47.3
Podatek	6.9	10.8	6.0	5.1	-0.8	-1.6	5.2	7.2	7.5	7.7	7.9	7.9	8.2	8.4	8.7	9.0
Wynik netto	30.1	45.0	23.8	21.0	-5.8	-10.0	22.3	30.5	31.8	32.8	33.6	33.5	34.8	35.9	37.1	38.3
przypisany akcjonariuszom	29.7	37.2	16.1	15.5	-4.8	-8.7	19.0	25.8	26.7	27.5	28.2	28.5	29.5	30.5	31.4	32.4
Bilans	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	162.4	206.6	235.2	245.6	252.4	263.7	259.9	254.3	250.8	247.6	245.1	242.8	241.1	240.0	239.8	239.8
RZAT + WNIP	155.1	198.3	223.8	225.5	227.0	247.9	244.2	238.6	235.1	231.9	229.3	227.1	225.4	224.3	224.1	224.1
Nieruchomości inwestycyjne	0.0	0.0	0.0	0.0	6.7	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Wartość firmy	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Aktywa z odroczonego podatku	3.4	4.2	7.2	16.0	14.7	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
Inne	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Aktywa obrotowe	307.3	346.0	342.7	379.6	380.5	272.8	305.1	355.9	388.1	413.2	430.7	443.1	459.9	477.2	494.6	512.7
Zapasy	130.1	148.0	173.6	143.5	173.6	153.4	156.6	190.6	209.0	221.9	223.4	218.0	220.5	223.1	225.8	228.4
Kr należności i rozliczenia	143.8	158.2	141.5	222.3	196.2	92.6	130.2	147.7	152.5	157.4	157.9	154.5	157.0	159.5	162.1	164.7
Należności podatkowe	0.5	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Środki pieniężne	32.8	39.2	26.8	12.9	10.5	26.4	17.9	17.2	26.2	33.5	49.0	70.3	82.0	94.2	106.3	119.2
Inne	0.0	0.6	0.8	0.8	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Aktywa razem	469.7	552.6	577.8	625.1	633.0	536.5	565.0	610.3	638.9	660.8	675.7	685.9	701.0	717.3	734.4	752.5
Kapitał własny	270.1	310.5	327.3	342.2	333.7	321.1	343.4	372.2	401.5	427.2	452.3	476.0	500.5	526.1	552.5	579.9
Zobowiązania	199.6	242.1	250.5	282.9	299.3	215.4	221.6	238.1	237.4	233.7	223.5	210.0	200.6	191.2	181.9	172.6
Rezerwy	5.8	7.0	7.4	17.5	13.5	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
Kredyty i pożyczki	88.3	109.5	105.2	80.1	102.4	101.2	103.2	108.2	100.7	93.7	83.7	73.7	63.7	53.7	43.7	33.7
Dł zobowiązania i rozliczenia	19.3	24.9	27.8	26.8	25.7	26.2	15.0	13.7	12.4	11.2	9.9	8.7	7.4	6.1	4.9	3.6
Zobowiązania handlowe	86.2	100.6	109.6	158.1	156.8	81.8	97.3	110.0	118.0	122.6	123.6	121.4	123.3	125.2	127.1	129.1
Inne	0.0	0.1	0.6	0.4	0.8	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Pasywa razem	469.7	552.6	577.8	625.1	633.0	536.5	565.0	610.3	638.9	660.8	675.7	685.9	701.0	717.3	734.4	752.5
CF	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CF operacyjny	11.5	47.6	27.3	32.4	-1.7	46.5	-2.5	4.5	29.7	31.9	44.2	50.7	41.2	41.6	42.0	42.4
CF inwestycyjny	-10.3	-40.9	-32.1	-11.9	-14.4	-22.6	-7.2	-5.8	-7.7	-8.0	-8.4	-8.6	-9.1	-9.6	-10.5	-10.7
CF finansowy	25.0	-1.6	-20.3	-32.2	-5.4	-2.1	1.1	0.6	-13.0	-16.6	-20.3	-20.8	-20.4	-19.8	-19.3	-18.9
Zmiana stanu środków pien	26.2	5.1	-25.1	-11.7	-21.6	21.8	-8.5	-0.7	9.0	7.3	15.5	21.2	11.7	12.2	12.1	12.8
Środki pien sop	-5.9	20.3	25.4	0.3	-11.4	-33.0	-11.3	-19.8	-20.5	-11.5	-4.2	11.4	32.6	44.3	56.5	68.7
Środki pien eop	20.3	25.4	0.3	-11.4	-33.0	-11.3	-19.8	-20.5	-11.5	-4.2	11.4	32.6	44.3	56.5	68.7	81.5

MNOŻNIKI RYNKOWE

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena [PLN]	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99	11.99
Liczba akcji [mln szt.]	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
Mkt Cap [mln PLN]	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8	209.8
BVPS	18.7	19.6	19.1	18.3	19.6	21.3	22.9	24.4	25.8	27.2	28.6	30.1	31.6	33.1
EPS	0.9	0.9	-0.3	-0.5	1.1	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
CEPS	1.5	1.5	0.4	0.1	1.7	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5
P/E	13.0x	13.5x	---	---	11.0x	8.1x	7.9x	7.6x	7.4x	7.4x	7.1x	6.9x	6.7x	6.5x
EV/EBITDA	6.2x	7.3x	63.4x	---	7.5x	5.8x	5.3x	5.0x	4.5x	4.0x	3.6x	3.1x	2.7x	2.2x
EV/EBIT	7.8x	10.1x	---	---	10.4x	7.5x	6.7x	6.3x	5.6x	5.0x	4.4x	3.9x	3.3x	2.7x
P/BV	0.6x	0.6x	0.6x	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
EV [mln PLN]	288.3	277.0	301.8	284.6	295.1	300.8	284.3	270.0	244.4	213.2	191.5	169.3	147.1	124.3
Dług netto [mln PLN]	78.4	67.2	91.9	74.7	85.2	91.0	74.4	60.2	34.6	3.4	-18.3	-40.5	-62.7	-85.5
Dług % [mln PLN]	105.2	80.1	102.4	101.2	103.2	108.2	100.7	93.7	83.7	73.7	63.7	53.7	43.7	33.7
dług netto / EBITDA	1.7x	1.8x	19.3x	114.3x	2.2x	1.8x	1.4x	1.1x	0.6x	0.1x	-0.3x	-0.7x	-1.1x	-1.5x
Zaangażowany kapitał obrotowy [mln PLN]	205.5	207.6	213.0	164.2	189.6	228.4	243.4	256.7	257.6	251.1	254.2	257.5	260.8	264.1
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	127.1	140.4	121.1	89.5	104.3	137.4	169.0	196.5	223.0	247.7	272.6	298.0	323.4	349.6
DPS [PLN]	0.58	0.40	0.26	0.10	0.04	0.15	0.21	0.59	0.70	0.82	0.86	0.86	0.89	0.91
Div yield	4.8%	3.3%	2.2%	0.8%	0.3%	1.2%	1.7%	5.0%	5.9%	6.8%	7.2%	7.2%	7.4%	7.6%

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
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

Marek Jurzec

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

IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	14.60	wznowienie	18.2	09.05.2016	11.99	46 664
Akumuluj	18.20	Kupuj	24.60	22.08.2012	14.50	41 921
Kupuj	24.60	---	---	17.04.2012	19.6	40 750

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	3	30%
Akumuluj	3	30%
Trzymaj	2	20%
Redukuj	2	20%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie opiewające 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 na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 09.05.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.05.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 06.05.2016 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacja 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.