



analityk: Adam Aniol

data sporządzenia: 15.05.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
520,00	2 901,7	24,85%	727,7	7,8	1,49

Stalprodukt S.A. jest producentem i eksporterem wysoko przetworzonych wyrobów ze stali: blach elektrotechnicznych transformatorowych, kształtowników giętych na zimno, barier drogowych i rdzeni toroidalnych. Spółka posiada też własną, rozwiniętą sieć dystrybucji wyrobów hutniczych. Grupa Kapitałowa Stalprodukt S.A. obejmuje jednostkę dominującą oraz 10 jednostek zależnych (EKD 24.32).

Wyniki kwartalne (mln PLN)	1Q '17	1Q '16	r/r	1Q '17	1Q '17 - konsensus	różnica
Przychody	855,0	680,0	25,7%	855,0	911,8	-6,2%
EBITDA	153,3	114,1	34,4%	153,3	163,3	-6,1%
<i>marża EBITDA</i>	<i>17,9%</i>	<i>16,8%</i>		<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>	
EBIT	119,8	80,2	49,4%	119,8	128,2	-6,6%
<i>marża EBIT</i>	<i>14,0%</i>	<i>11,8%</i>		<i>14,0%</i>	<i>14,1%</i>	
Zysk netto*	82,8	65,7	26,0%	82,8	95,2	-13,0%
<i>marża netto</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,7%</i>		<i>9,7%</i>	<i>10,4%</i>	

* zysk netto dla akcjonariuszy dominujących

Komentarz do wyników

Zgodnie z wstępnymi wynikami, skonsolidowane przychody Grupy Stalprodukt w 1Q'17 wzrosły o 25,8% r/r do 855,0 mln PLN. W największym stopniu za wzrost sprzedaży odpowiadał segmenty cynku, który ze sprzedażą na poziomie bliskim rekordowego 4Q'16, zanotował dynamikę równą 43,4% r/r (495,5 mln PLN). Powyższy przyrost wynikał przede wszystkim wzrost cen cynku (średnia cena na LME 2780 USD/t vs 1679 USD/t w 1Q'16) oraz umocnienia dolara względem okresu porównawczego (średni kurs USDPLN 4,05 vs 3,95 w 1Q'17), przy jednoczesnym wzroście wolumenu sprzedaży wyrobów cynkowych o 7,5% r/r. Istotny wzrost sprzedaży odnotował również segment profili (176,6 mln PLN, +24,1% r/r), gdzie spadek wolumenu o 13,5% r/r został zrekompensowany wyższymi cenami oraz wyższym udziałem produktów droższych, jak np. bariery energochłonne. Z kolei spadek przychodów zanotował segment blach elektrotechnicznych (134,2 mln PLN, -14,1% r/r), mimo wzrostu wolumenów o 7,2% r/r. Powyższe wynikało z niższych cen, przy czym w opinii Zarządu po okresie przyspieszonego spadku cen w 2H'16, w 1Q'17 nastąpiła stabilizacja.

Grupa zaraportowała zysk brutto na sprzedaży na poziomie 166,0 mln PLN (+18,1% r/r) co implikuje marżę brutto na sprzedaży na poziomie 19,4% (-1,3 p.p. r/r). Relatywnie niski poziom rentowności wynika przede wszystkim z marży zanotowanej w segmencie blach elektrotechnicznych, gdzie w związku ze spadkiem cen wynik wyniósł zaledwie 6,8 mln PLN (-83,6% r/r). Wysoki wzrost wyników zaraportował segment profili (18,0 mln PLN, +631,1% r/r) w związku z niską bazą roku ubiegłego, natomiast **wynik segment cynku wyniósł 123,2 mln PLN (+65,6% r/r), co oznacza rekordową marżę na poziomie 24,9% vs 21,8% w całym 2016 r.**

Wzrost kosztów SG&A okazał się niewielki (49,1 mln PLN, +4,4% r/r), co wraz z dodatnim saldem na pozostałej działalności operacyjnej (2,9 mln PLN), przełożyło się na mocny wzrost wyniku operacyjnego na poziomie skonsolidowanym (119,8 mln PLN; +49,3% r/r). **Wynik EBITDA wyniósł 153,3 mln PLN co implikuje relatywnie wysoką marżę na poziomie 14,0% (+2,2 p.p. r/r; 13,1% w 2016 r.).** Działalność finansowa przyniosła ujemny wynik na poziomie 8,8 mln PLN, jako rezultat poniesionych kosztów finansowych (17,5 mln PLN vs 2,5 mln PLN w 1Q'16) w związku z polityką zabezpieczeń zmian cen surowców. W rezultacie zysk netto dla akcjonariuszy dominujących wyniósł 82,8 mln PLN (+26,1% r/r).

W raportowanym kwartale przepływy operacyjne wyniosły +83,78 mln PLN vs -37,0 mln PLN w 1Q'16, jako rezultat spadku należności (-61,9 mln PLN). Przepływy pieniężne netto wyniosły 97,9 mln PLN i w rezultacie zwiększyły poziom środków pieniężnych do 384,1 mln PLN. **Wskaźnik dług netto (z uwzględnieniem wyceny instrumentów finansowych związanych z hedgingiem) do EBITDA nie przekracza 0,5x.**



Stalprodukt

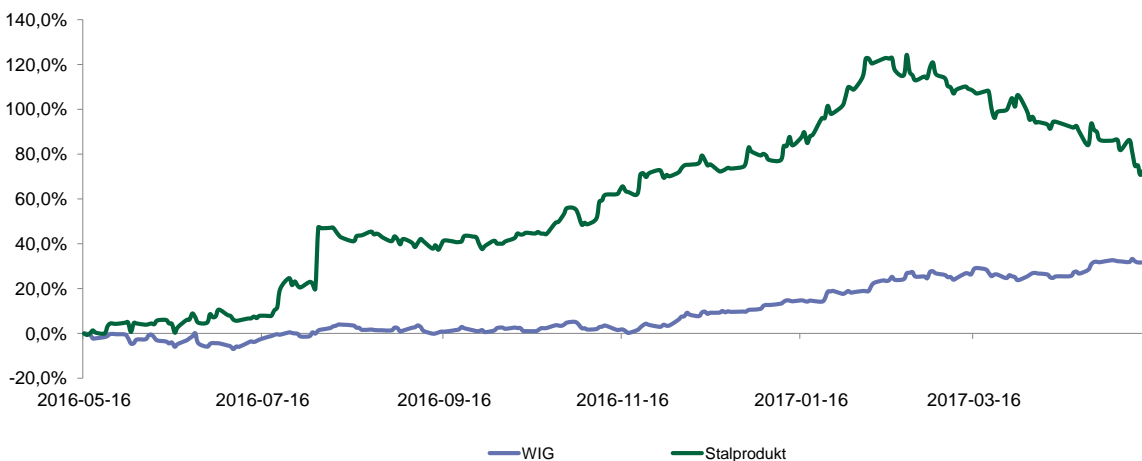
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Opublikowane wyniki Grupy Stalprodukt za 1Q'17 oceniamy neutralnie. Wyniki okazały się zgodne z danymi wstępnymi oraz nieco poniżej konsensusu rynkowego, na co wpływ miały wysokie oczekiwania rynku w związku ze wzrostem cen cynku. Z drugiej strony należy zaznaczyć, że wyniki segmentu cynkowego były zaniżone w związku ze stosowaniem hedgingu, co w kolejnych kwartałach powinno pozytywnie oddziaływać na wyniki segmentu – chociaż względem 1Q'17 ceny cynku w kwietniu oraz maju znajdowały się na niższych poziomach, nadal średnia cena jest wyższa r/r.

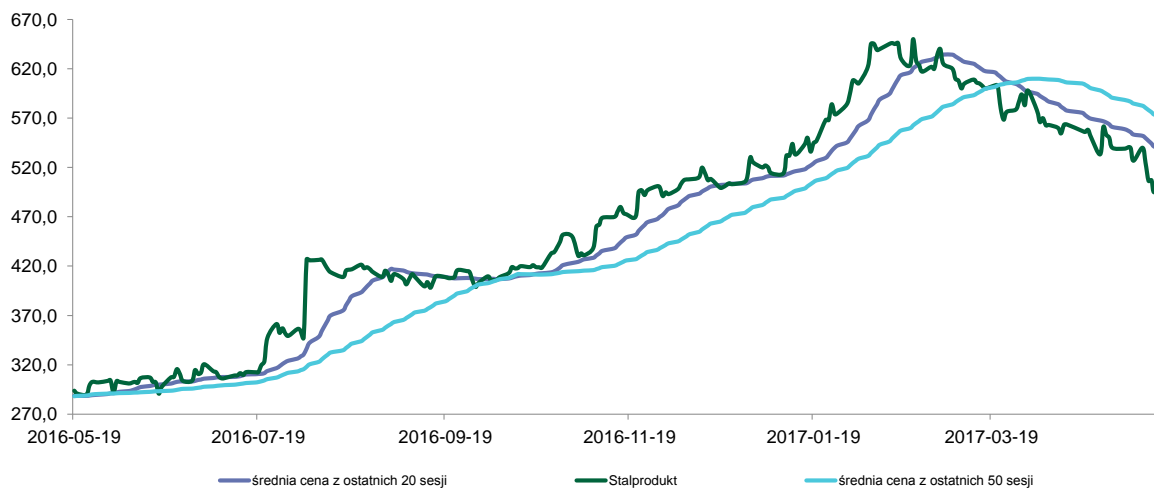
W opinii Zarządu po okresie wzrostu cen w segmencie profili, w kolejnych kwartałach oczekiwany jest trend spadkowy oraz istotna zmienność, na którą wpływ ma wiele czynników, m. in. postępowanie antydumpingowe w UE, polityka cenowa europejskich hut, czy popyt w związku z inwestycjami infrastrukturalnymi w ramach nowej perspektywy UE. Zarząd wskazuje przy tym, że w segmencie blach elektrotechnicznych nie oczekuje dalszego spadku cen, co potwierdza ich stabilizacja w pierwszych miesiącach br.

Z uwagi na znaczny udział w wynikach segmentu cynkowego (58% przychodów oraz 82% w wyniku brutto ze sprzedaży pomniejszonym o koszty sprzedaży w 1Q'17) oraz oczekiwane co najmniej utrzymanie obecnych cen cynku oczekujemy dalszej poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Wsparciem dla przyszłych wyników będzie również wzrost zdolności przerobowych dla cynku elektrolitycznego o 25% w skali roku, który nastąpi dzięki realizacji inwestycji w ZGH Bolesław. Względem grupy porównawczej, do których należą spółki krajowe oraz zagraniczne, Stalprodukt charakteryzuje się relatywnie atrakcyjną wyceną (wskaźnik C/Z'17 = 7,5x vs mediana 11,2x), tym samym podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki.

Stalprodukt vs WIG



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres email

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego telefon adres email

Marek Jaczewski	22 566 97 23	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
-----------------	--------------	--

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf