

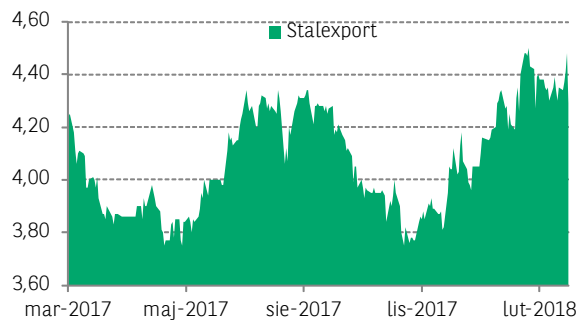


Stalexport - Komentarz do wyników za 4Q17

Adam Anioł, Analityk, +48 22 507 52 93, adam.aniol@bgzbnpparibas.pl

Podstawowe dane o spółce

Cena	4,29
Kapitalizacja (mln zł)	1 060,8
Free float	38,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,1
P/E	7,0
EV/EBITDA	2,70



Wyniki 4Q17 vs konsensus

mln PLN	4Q '16*	1Q '17	2Q '17	3Q '17	4Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica
Przychody	72,5	70,4	80,1	90,3	78,1	7,7%	-13,5%	-	-
Zysk brutto na sprzedaży	73,5	59,8	59,5	70,4	58,5	-20,4%	-16,9%	-	-
marża brutto ze sprzedaży	101,4%	85,0%	74,3%	78,0%	75,0%				
EBIT	66,1	53,0	52,0	62,3	49,1	-25,7%	-21,2%	-	-
marża EBIT	91,2%	75,4%	64,9%	69,0%	62,9%				
EBITDA	77,1	64,5	63,6	74,0	61,0	-20,9%	-17,6%	-	-
marża EBITDA	106,4%	91,7%	79,4%	81,9%	78,1%				
Zysk netto j.d.	49,2	37,6	36,5	45,3	34,0	-30,9%	-25,0%	-	-
marża netto	67,9%	53,4%	45,6%	50,2%	43,6%				

*w 4Q16 rezerwa na koszty modernizacji nawierzchni została obniżona o 24,9 mln PLN co wpłynęło pozytywnie na wyniki

Komentarz do wyników

Zgodnie ze wstępnymi danymi, w 4Q17 Stalexport uzyskał 78,1 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost r/r o 7,7%. Łącznie, w całym 2017 roku przychody wzrosły o 8,9% co wpisuje się w dynamikę notowaną w ostatnich kwartalach. Na zarządzanym odcinku autostrady A4 Katowice-Kraków nadal rośnie natężenie ruchu. W całym 2017 roku średni dobowy ruch (ADT) wzrósł o 5,9% r/r, przy czym w tożsamym okresie przychody z poboru opłat wzrosły o 6,0% r/r dla samochodów osobowych oraz 17,0% r/r dla aut ciężarowych. Zgodnie z komentarzem zarządu, różnica pomiędzy dynamiką wzrostu przychodów z opłat w stosunku do dynamiki wzrostu ADT pojazdów ciężarowych wynika z (i) roku przestępnego w roku 2016, (ii) ze zmiany stawek opłat od dnia 1 marca 2017 roku (z 16,5 PLN na 18 PLN oraz z 26,5 PLN na 30 PLN) oraz (iii) z różnic w strukturze kategorii pojazdów (w zależności od kategorii stosowane są inne stawki poboru opłat).

Rosnący ADT oraz podwyżki opłat przekładają się na wzrost przychodów

Mimo wzrostu opłat, względem 4Q16, zysk brutto ze sprzedaży obniżył się o 20,4% do 58,5 mln PLN, co było efektem przede wszystkim wysokiej bazy. W 4Q16 Grupa pomniejszyła rezerwy na wymianę nawierzchni w łącznej wartości 24,9 mln PLN. Oczyszczając zeszłoroczne wyniki o powyższe, dynamika zysku brutto ze sprzedaży w 4Q17 wyniosła +20,4% r/r, a marża brutto ze sprzedaży zanotowała wzrost z 67,1% do 75,0%. Sezonowo wysokie okazały się koszty ogólnego zarządu, które wzrosły o 19,7% r/r, a ich udział w przychodach wyniósł 14,1% vs 12,6% przed rokiem. Spółka zaraportowała podobne r/r saldo z pozostałej działalności operacyjnej (1,5 vs 1,7 mln PLN w 4Q16). W rezultacie, zysk EBIT wyniósł 49,0 mln PLN i względem oczyszczonych danych za 2016 rok o zmiany rezerw zanotował dynamikę na poziomie +19,1% r/r.

Spadek zysku brutto ze sprzedaży wynika ze zderzeń jednorazowych w 4Q16

Saldo z działalności finansowej uległo poprawie r/r (-4,1 vs -5,2 mln PLN w 4Q16) z uwagi na niższe koszty finansowe (-7,6 mln PLN vs -5,3 mln PLN w 4Q16). Na obniżenie kosztów finansowych największy wpływ miało niższe dyskonto zobowiązań i rezerw (19,7 mln PLN w całym 2017 r.) dotyczące zobowiązania wobec Skarbu Państwa z tytułu płatności koncesyjnej oraz rezerw na wydatki inwestycyjne. Zysk netto dla akcjonariuszy dominujących w 4Q17 wyniósł 34,0 mln PLN (+39,8% r/r względem porównywalnych danych za 4Q16).



Podsumowanie wyników

Wyniki 4Q17 w oceniamy pozytywnie. Kluczowym aspektem jest kontynuowanie wzrostu średniego dobowego ruchu pojazdów, co wraz z wprowadzanymi podwyżkami opłat, przekłada się na utrzymanie wysokiej rentowności powyżej 75,0%.

Wyniki oceniamy pozytywnie.

Na uwagę zasługują również bardzo dobra sytuacja gotówkowa Grupy, mimo zapłaty w 4Q17 części płatności z tyt. umowy koncesyjnej do 59,9 mln PLN (pozostało 158,5 mln PLN). Na koniec 2017 roku gotówka netto wynosiła 441,2 mln PLN vs 314,4 mln PLN przed rokiem. W całym 2017 roku wydatki inwestycyjne Grupy wyniosły 43,9 mln PLN (rozwój elektronicznego poboru opłat, rozbudowa węzła Rudno oraz instalacja urządzeń systemu zarządzania ruchem) i były finansowane ze środków własnych.

Bardzo dobra sytuacja finansowa podstawą do wypłaty dywidendy.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ubiegłoroczny podział zysku z akcjonariuszami nie był jednorazowy, a Zarząd rekomenduje wypłatę dywidendy z zysku za 2017 rok na poziomie 0,29 PLN na akcję (vs 0,18 PLN poprzednio), co implikuje relatywnie wysokie DY (6,7%). Dodatkowo, Stalexport jest bardzo atrakcyjnie wyceniany: PE'18=7,0x oraz EV/EBITDA'18 na poziomie 2,7x. Z uwagi na powyższe, podtrzymujemy pozytywną opinię o Spółce.



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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 księgowa) - 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



Nota prawna

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 – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 odniesienie 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

Autorzy: **Adam Aniot**
nr ewidencyjny: **KW/2018/03/02/STX/01**
Data sporządzenia: **2018-03-02**