

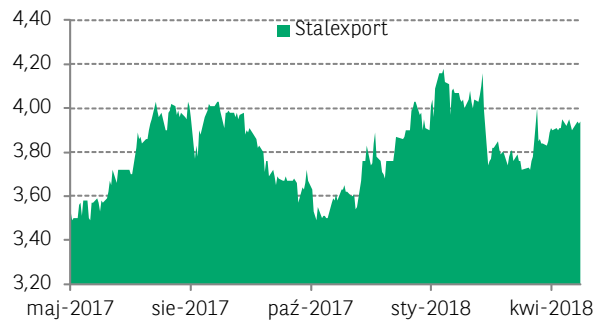


## Stalexport – Komentarz do wyników za 1Q18

Adam Anioł, Analityk, +48 22 507 52 93, [adam.aniol@bgzbnpparibas.pl](mailto:adam.aniol@bgzbnpparibas.pl)

### Podstawowe dane o spółce

Cena	<b>3,94</b>
Kapitalizacja (mln zł)	<b>974,2</b>
Free float	<b>38,8%</b>
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	<b>0,1</b>
P/E	<b>6,5</b>
EV/EBITDA	<b>2,70</b>



### Wyniki 1Q18 vs konsensus

mln PLN	1Q '17	2Q '17	3Q '17	4Q '17	1Q '18	r/r	q/q	Kons.	różnica
<b>Przychody</b>	<b>70,4</b>	<b>80,1</b>	<b>90,3</b>	<b>78,1</b>	<b>75,9</b>	<b>7,9%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>74,5</b>	<b>1,9%</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>59,8</b>	<b>59,5</b>	<b>70,4</b>	<b>58,5</b>	<b>54,3</b>	<b>-9,2%</b>	<b>-7,2%</b>	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>85,0%</i>	<i>74,3%</i>	<i>78,0%</i>	<i>75,0%</i>	<i>71,5%</i>	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>53,0</b>	<b>52,0</b>	<b>62,3</b>	<b>49,1</b>	<b>46,6</b>	<b>-12,2%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>47,5</b>	<b>-1,9%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>75,4%</i>	<i>64,9%</i>	<i>69,0%</i>	<i>62,9%</i>	<i>61,4%</i>	-	-	<i>63,8%</i>	-
<b>EBITDA</b>	<b>64,5</b>	<b>63,6</b>	<b>74,0</b>	<b>61,0</b>	<b>59,3</b>	<b>-8,1%</b>	<b>-2,8%</b>	-	-
<i>marża EBITDA</i>	<i>91,7%</i>	<i>79,4%</i>	<i>81,9%</i>	<i>78,1%</i>	<i>78,1%</i>	-	-	-	-
<b>Zysk netto j.d.</b>	<b>37,6</b>	<b>36,5</b>	<b>45,3</b>	<b>34,0</b>	<b>33,6</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>33,7</b>	<b>-0,4%</b>
<i>marża netto</i>	<i>53,4%</i>	<i>45,6%</i>	<i>50,2%</i>	<i>43,6%</i>	<i>44,2%</i>	-	-	<i>45,2%</i>	-

### Komentarz do wyników

Zgodnie ze wstępnymi danymi, w 1Q18 Stalexport uzyskał 75,9 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost r/r o 7,9%. Na zarządzanym odcinku autostrady A4 Katowice-Kraków nadal rośnie natężenie ruchu. W pierwszym kwartale 2018 roku średni dobowy ruch (ADT) wzrósł o 5,3% r/r, przy czym w tożsamym okresie przychody z poboru opłat wzrosły o 5,3% r/r dla samochodów osobowych oraz 13,8% 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 przede wszystkim ze zmiany stawek opłat od dnia 1 marca 2017 roku. Mimo wzrostu opłat, względem 1Q17, zysk brutto ze sprzedaży obniżył się o 9,2% do 54,3 mln PLN, jako rezultat wzrostu kosztów utworzenia rezerw na wymianę nawierzchni (wzrost o 9,3 mln PLN).

Względem ubiegłego roku istotny wzrost zanotowały koszty ogólnego zarządu (+10,5%) co w naszej ocenie związane jest ze wzrostem wynagrodzeń. Spółka zaraportowała podobne r/r saldo z pozostałej działalności operacyjnej (0,7 vs 0,8 mln PLN w 1Q17). W rezultacie, zysk EBIT wyniósł 46,6 mln PLN i względem 1Q17 zanotował ujemną dynamikę na poziomie -12,2%.

Saldo z działalności finansowej uległo poprawie r/r (-3,3 vs -4,8 mln PLN w 1Q17) oraz kw/kw (-3,3 vs -4,1 mln PLN w 4Q17) z uwagi na niższe koszty obsługi Konsorcjalnej Umowy Kredytowej oraz odwrócenia dyskonta Płatności z tyt. Koncesji, które spadły odpowiednio o 0,5 mln PLN i 0,7 mln PLN, głównie jako rezultat postępującej spłaty. Efektywna stawka podatkowa była zbliżona do 19,0%, a ostateczny zysk netto dla akcjonariuszy dominujących w 1Q18 wyniósł 33,6 mln PLN (-10,6% r/r względem porównywalnych danych za 1Q17).

*Rosnący ADT oraz podwyżki opłat przekładają się na wzrost przychodów*

*Spadek zysku brutto ze sprzedaży r/r wynika z wzrostu kosztów rezerwy na remonty*

*Zysk netto niższy względem 1Q17*



## Podsumowanie wyników

Wyniki 1Q18 w oceniamy neutralnie – okazały się zgodne z rynkowym konsensusem na głównych poziomach RZiS. Kluczowym aspektem jest kontynuowanie wzrostu średniego dobowego ruchu pojazdów, co wraz z wprowadzanymi podwyżkami opłat, przekłada się na utrzymanie wysokiej rentowności. Należy mieć jednak na uwadze, że podwyżki opłat dokonano w marcu ubiegłego roku, a więc wyniki kolejnych kwartałów będą już porównywalne, o ile nie zostaną wprowadzone kolejne podwyżki cenników.

*Wyniki oceniamy neutralnie.*

Na uwagę zasługuje struktura przychodów z opłat, gdzie przychody pobierane niemanualnie (pobór elektroniczny, kartaA4, karty flotowe itp.) stopniowo zwiększają udział. W 1Q18 opłaty pobierane w ten sposób stanowiły już 35,1% przychodów wszystkich opłat za przejazd na zarządzanym odcinku vs 32,6% przed rokiem. W 1Q18 największy przyrost odnotował elektroniczny pobór opłat, który zwiększył się o 57,9% i osiągnął udział 11,6% w ogółem.

*Rosnący udział płatności elektronicznych*

Sytuacja gotówkowa Grupy nadal jest bardzo dobra. Na koniec 1Q18 gotówka netto wynosiła 257,2 mln PLN vs 233,9 mln na koniec 2017 roku (skorygowane o płatność koncesyjną). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ubiegłoroczny podział zysku z akcjonariuszami nie był jednorazowy, a Zarząd zarekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2017 rok na poziomie 0,29 PLN na akcję (vs 0,18 PLN poprzednio), co implikowało relatywnie wysokie DY (7,0%) (wypłata nastąpiła w kwietniu). Dodatkowo, Stalexport jest bardzo atrakcyjnie wyceniany: PE'18=6,5x oraz EV/EBITDA'18 na poziomie 2,4x. Z uwagi na powyższe, podtrzymujemy pozytywną opinię o Spółce.

*Bardzo dobra sytuacja finansowa podstawą do wypłaty dywidendy w kolejnych latach.*



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

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

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### 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 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: **Adam Aniot**

nr ewidencyjny: **KW/2018/05/10/STX/02**

Data sporządzenia: **2018-05-10**