

## Stalprofil

### Zakończenie stagnacji na rynku sieci przesyłowych gazu

**Podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ dla Stalprofil ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 10.64 PLN za akcję (wzrost 19.6%).**

Podwyższamy nasze prognozy EBITDA dla 2024 oraz 2025 roku odpowiednio o 4% i 10% w związku z założeniem wyższych wolumenów sprzedaży izolacji antykorozyjnej rur stalowych w stosunku do naszych wcześniejszych prognoz o 16% w 2024 i 24% w 2025 oraz wzrostem sprzedaży usług wykonawstwa sieci przesyłowych w segmencie infrastruktury. Po okresie stagnacji w 2022-23 na krajowym rynku rur przesyłowych w 2024r. nastąpiła poprawa sytuacji - zostały uruchomione procedury przetargowe na dostawy rur i budowę gazociągów. **Stalprofil od początku 2024 do końca maja zawarł umowę lub przedstawił najkorzystniejszą ofertę (jedynie większe przetargi raportowane w ESPI - Gazociąg Węzłów-Przewóz oraz Projekt FSRU postępowanie od 1 do 4) na łączną kwotę prawie PLN 500mn netto vs. PLN 65mn w 2023 czy PLN 94mn w 2022.** Warto zaznaczyć, że przetargi na projekt FSRU są organizowane na dostarczenie rur izolowanych, w tym przypadku Stalprofil również może pozyskać zlecenia dotyczące budowy gazociągów.

Podtrzymujemy nasze prognozy odnośnie segmentu stali, zakładamy, że krajowy popyt na stal wzrośnie wraz z odblokowaniem kolejnych środków z KPO - z tym, że większego wpływu na wzrost zamówień spodziewamy się dopiero w 4'kw 2024r. Dodatkowo, zakładamy normalizację marż w 2024, w związku z mniejszymi wahaniami cen stali. Od 4Q'22 na wyniki spółki w tym segmencie negatywnie oddziaływał efekt FIFO, a w całym '23 marża zysku brutto ze sprzedaży w segmencie stali wyniosła 6.0% vs. 8.1% w latach 2017-20, a w 1Q'24 marża była na poziomie 8.6%.

**Według naszych prognoz Stalprofil wyceniany jest obecnie na średnim wskaźniku C/Z na lata 2024-26 w wysokości 4.8x, co oznacza 13% dyskonto w stosunku do średniego wskaźnika z lat 2018-20.**

#### Stalprofil, kluczowe dane finansowe, PLN mln

PLN mln	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	1648.3	2215.6	1533.8	1720.4	2242.0	2243.3	1907.8
EBITDA	163.4	125.5	54.6	56.8	81.1	76.8	63.2
Zysk netto	115.9	78.7	15.6	20.6	37.3	37.1	29.5
EPS	6.6	4.5	0.9	1.2	2.1	2.1	1.7
DPS	0.2	1.2	0.7	0.3	0.3	0.4	0.4
Stopa dywidendy	1.8%	13.2%	8.3%	3.4%	3.3%	4.8%	4.8%
C/Z	1.4	2.0	10.0	7.5	4.2	4.2	5.3
EV/EBITDA	1.7	2.5	4.3	4.7	3.9	3.7	3.3

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

## Kupuj (poprzednio kupuj)

**Cena docelowa PLN 10.64**

**Potencjał wzrostu 19.6%**  
 Cena akcji (31.05.2024) PLN 8.90

**ESG rating B**

**Ocena końcowa ESG 1.10**

#### Relatywny kurs akcji vs. WIG



#### NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1H'24 2 września

#### INFORMACJE O AKCJACH

Bloomberg	STF PW
Free float (%)	44.1
Kapitalizacja (PLN mln)	156
Liczba akcji (mn)	17.5

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

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



## Spis treści

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



## Teza inwestycyjna

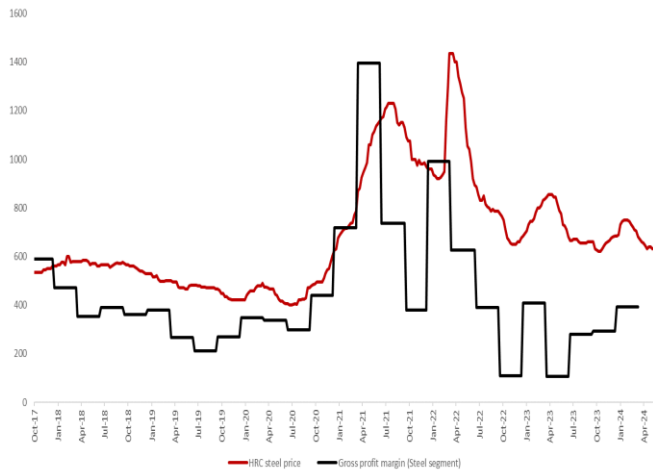
Ograniczona liczba przetargów na dostawy rur i wykonawstwo gazociągów w 2022-23 przełożyły się na słabsze wyniki segmentu infrastruktury w 2023. Sprzedaż izolacji antykorozyjnej była niższa o 49% r/r. Kluczowy wpływ na wyniki segmentu infrastruktury ma rozwój rynku sieci przesyłowych gazu oraz planowane inwestycje głównie przez Gaz-System. Obecnie na rynku rur przesyłowych widoczne jest ożywienie - Gaz-System uruchomił procedury przetargowe na dostarczenie rur oraz budowę gazociągów. W 2024r. Stalprofil zawarł umowę na dostawę izolowanych rur stalowych do budowy gazociągu DN700 Wężeń-Przewóz o łącznej wartości netto PLN 31.9mn. Dodatkowo, spółka od początku roku złożyła najkorzystniejszą ofertę w łącznie pięciu przetargach - między innymi na budowę gazociągu Wężeń-Przewóz o długości 44km na kwotę prawie 164mn netto, co daje średnio 3.7mn PLN/km. **W maju 2024 Stalprofil poinformował o złożeniu najkorzystniejszej oferty na dostawę izolowanych rur w czterech postępowaniach na projekt FSRU dla których termin realizacji został określony w przedziale styczeń-sierpień'25, a łączna kwota netto dla czterech przetargów wynosi ponad PLN 300mn.** Projekt FSRU związany jest z budową części lądowej terminala regazyfikującego FSRU w Zatoce Gdańskiej. W ramach programu planowana jest także rozbudowa krajowego systemu przesyłowego, która umożliwi efektywne rozprowadzenie gazu z rejonu Gdańska do klientów w Polsce i w regionie. Należy jednak pamiętać, że Stalprofil w osobnym komunikacie potwierdzi podpisanie finalnych umów. Warto zaznaczyć, że **kolejne przetargi mogą być organizowane na budowę gazociągów (poza dostarczeniem izolowanych rur), co może dodatkowo zwiększyć portfel zamówień spółki.** Jeśli chodzi o duże przetargi (raportowane w ESPI) to **Stalprofil od początku roku do końca maja zawarł umowę lub przedstawił najkorzystniejszą ofertę na łączną kwotę prawie PLN 500mn netto vs. PLN 65mn w 2023 czy PLN 94mn w 2022.**

### Zestawienie umów raportowanych przez Stalprofil w ESPI, 2018-24

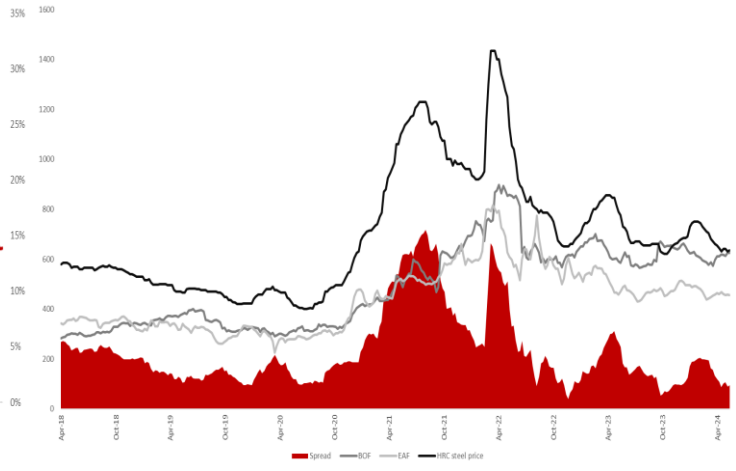
Typ	Data zawarcia umowy (ESPI)	Przedmiot	Średnica	Termin realizacji	Wartość netto (mln zł)	Długość gazociągu (km)	Kwota gazociągu (km/mln PLN)	Zawarcie umowy
Zawarcie umowy częściowej	01.02.2018	Gazociąg Strachocina - Pogórska Wola	DN1000	01.06.2018-31.08.2018	75.2	40	1.9	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	01.02.2018	Gazociąg Tworzeń - Tworzeń	DN1000	01.06.2018-28.02.2019	93.8	55	1.7	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	28.03.2018	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.09.2018-31.01.2019	70.9	41	1.7	Gaz-System
Umowa ramowa	20.02.2018	Umowa ramowa z PGNIG			80.5			PGNIG
Zawarcie umowy częściowej	30.07.2018	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.01.2019-30.07.2019	116.1	65	1.8	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	13.02.2019	Gazociąg Polska - Słowacja	DN1000	01.06.2019-30.09.2019	33.1	19	1.7	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	14.03.2019	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.09.2019-31.01.2020	121.2	64	1.9	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	20.03.2019	Gazociąg Polska - Litwa zam. 2	DN700	01.01.2020-31.07.2020	65.4	72	0.9	Gaz-System
Zawarcie umowy	25.07.2019	Budowa gazowego połączenia międzysystemowego Polska-Litwa (GIPL) na terytorium Litwy	DN700	do 31.12.2021	112.5	170	0.7	AB Amber Grid
Umowa ramowa	16.08.2019	Umowa ramowa z Gaz-System			2793.2	1707		Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	30.04.2020	Gazociąg Baltic Pipe	DN1000	01.11.2020-30.04.2021	97.1	55	1.8	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	17.06.2020	Gazociąg Polska - Litwa nr. 3	DN700	01.10.2020-30.04.2021	45.9	63	0.7	Gaz-System
Zawarcie umowy	14.07.2020	Rurociąg Boronów - Trzebinia	DN250, DN500 i DN700	do 31.03.2021	24.3			PERN
Zawarcie umowy częściowej	24.07.2020	Gazociąg Polska - Litwa nr.1	DN700	15.10.2020-15.03.2021	35.5	37	1.0	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	08.06.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów	DN1000	15.10.2021-30.04.2022	169.7	75	2.3	Gaz-System
Zawarcie umowy	30.07.2021	Sieci przesyłowe EC Czechnica - w m. Siechnice	DN500 (5km) i DN300 (7km)	do 18 tygodni	13.9	12	1.2	
Aneks	23.11.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów oraz Dolna Odra nr.2	DN1000	15.05.2022 - 31.10.2022	218.6	79	2.8	Gaz-System
Zawarcie umowy	23.11.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów oraz Dolna Odra nr.2	DN700	01.04.2022-31.08.2022	51.1	37	1.4	Gaz-System
Zawarcie umowy	13.06.2022	Skoczów-Komorowice-Oświęcim-Tworzeń	DN700	01.01.2023-30.06.2023	94.3	40	2.4	Gaz-System
Umowa ramowa	24.08.2022	Umowa ramowa z Gaz-System			1778.7	791		Gaz-System
Zawarcie umowy	22.02.2023	Gazociąg relacji Lubienia - Masłów	DN400	11 miesięcy od zawarcia	31	8.8	3.6	PSG
Zawarcie umowy	25.08.2023	Kruszwica - Inowrocław	DN350	12 miesięcy od zawarcia	33.3	11	3.0	PSG
Zawarcie umowy	05.03.2024	Gazociąg Wężeń - Przewóz	DN700 (dostawa izol. rur)	od sier'24 do grud'24	31.9	16	2.0	Gaz-System
Najkorzystniejsza oferta	07.05.2024	Gazociąg Wężeń - Przewóz	DN700 (budowa gazociągu)	18 miesięcy od zawarcia	163.9	44	3.7	Gaz-System
Najkorzystniejsza oferta	14.05.2024	Projekt FSRU postępowanie 1, dla części: 1,3 oraz 5	DN1000-DN1400 (dostawa izol. rur)	01.01.2025-31.08.2025	98	36	2.7	Gaz-System
Najkorzystniejsza oferta	20.05.2024	Projekt FSRU postępowanie 2, dla części: 1 oraz 3	DN1000 (dostawa izol. rur)	01.02.2025-31.08.2025	87.1	34	2.6	Gaz-System
Najkorzystniejsza oferta	29.05.2024	Projekt FSRU postępowanie 3, dla części: 1	DN1000 (dostawa izol. rur)	01.02.2025-30.04.2025	37.4	11	3.4	Gaz-System
Najkorzystniejsza oferta	29.05.2024	Projekt FSRU postępowanie 4, dla części: 1 oraz 3	DN1000 (dostawa izol. rur)	01.02.2025-31.08.2025	80.3	33	2.4	Gaz-System

Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

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

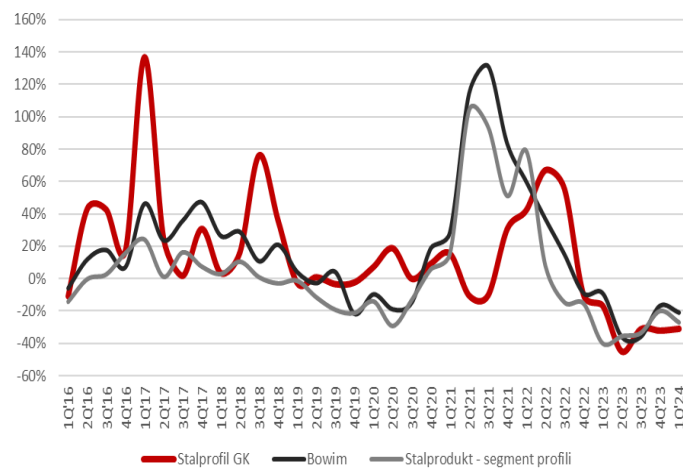


**Spread pomiędzy ceną stali a średnim kosztem wsadu BOF&EAF, 2016-24**

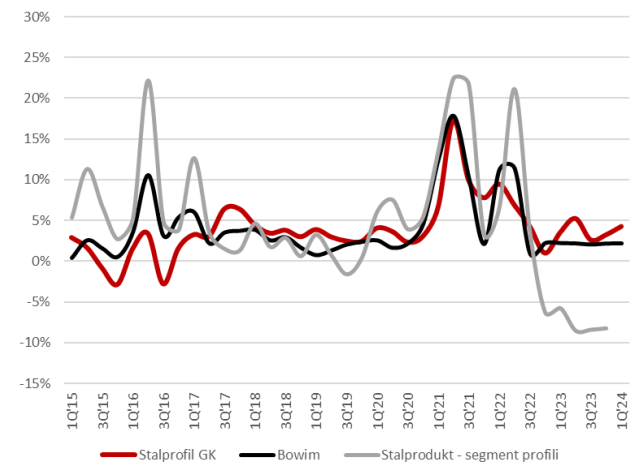


Źródło: Spółka, World Steel Association, Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

**Dynamika przychodów r/r – dane kwartalne, 2016-24**



**Marża EBITDA, interwał kwartalny 2015-24**



Źródło: Spółki, Biuro Maklerskie Pekao



## ESG rating

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

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

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

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

## Wycena

Nasza wycena implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 10.64 PLN za akcję, co stanowi 19.6% potencjalnego wzrostu. Wycena została oparta jedynie o metodę DCF, a wycena porównawcza jest przedstawiona jedynie w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

### Wycena DCF

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

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

## Wycena DCF

### Kalkulacja WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Okres rezydualny
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	4.0%
Premia za ryzyko	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>8.7%</b>
Koszt długu	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	6.0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.9%</b>
Waga kapitału własnego	61%	55%	63%	81%	86%	86%	100%
<b>WACC</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>8.7%</b>

### Wycena DCF

(PLN mln)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Okres rezydualny
Przychody	1,720	2,242	2,243	1,908	1,906	2,051	2,071.9
EBIT	39.8	63.6	59.2	45.6	37.5	46.2	58.0
Podatek od EBIT	-7.6	-12.1	-11.3	-8.7	-7.1	-8.8	-11.0
<b>NOPAT</b>	<b>32.3</b>	<b>51.5</b>	<b>48.0</b>	<b>36.9</b>	<b>30.4</b>	<b>37.4</b>	<b>47.0</b>
Amortyzacja	16.9	17.5	17.6	17.6	17.9	18.1	18.1
Zmiana KON	-93.2	-85.0	-8.2	47.8	-5.4	-34.5	-8.0
CAPEX	-30.0	-25.0	-15.0	-20.0	-25.0	-20.0	-20.0
<b>FCFF</b>	<b>-74.1</b>	<b>-41.0</b>	<b>42.4</b>	<b>82.3</b>	<b>17.9</b>	<b>1.1</b>	<b>37.1</b>

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym

Wartość rezydualna

Współczynnik dyskontowy

Zdyskontowane przepływy - 31.12.2023

**Enterprise value - 31.12.2023**

Udziały niekontrolujące w I został (wycena rynkowa)

Dług netto

Inne korekty

**Wartość akcji - 31.12.2023**

Liczba akcji (mln)

**12M cena docelowa na akcję (PLN)**

Obecna cena akcji (PLN) na 31 maja

Potencjał do wzrostu/spadku

Wzrost przychodów	12%	30%	0%	-15%	0%	8%	1.0%
<b>marża EBIT</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.8%</b>
Podatek	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	1.7%	1.1%	0.7%	1.0%	1.3%	1.0%	1.0%
Capex/amortyzacja	177.4%	143.1%	85.2%	113.6%	140.0%	110.5%	110.5%

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

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym/WACC

	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
7.7%	9.52	10.64	11.91	13.38	15.08	17.07	19.45
8.2%	8.53	9.52	10.64	11.91	13.38	15.08	17.07
8.7%	7.65	8.53	9.52	<b>10.64</b>	11.91	13.38	15.08
9.2%	6.86	7.65	8.53	9.52	10.64	11.91	13.38
9.7%	6.15	6.86	7.65	8.53	9.52	10.64	11.91

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

marża EBIT/CAPEX w okresie rezydualnym

	2.05%	2.30%	2.55%	2.80%	3.05%	3.30%	3.55%
-25.0	1.95	4.02	6.10	8.17	10.24	12.32	14.39
-22.5	3.19	5.26	7.33	9.40	11.48	13.55	15.62
-20.0	4.42	6.49	8.57	<b>10.64</b>	12.71	14.79	16.86
-17.5	5.66	7.73	9.80	11.88	13.95	16.02	18.10
-15.0	6.89	8.96	11.04	13.11	15.18	17.26	19.33

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao



## Wycena mnożnikowa

	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
<b>Dystrybucja stali, rury oraz inne</b>							
Jacquet Metals	JCQ FP	12.4	8.2	5.8	6.4	5.4	4.4
Klöckner & Co	KCO GY	8.9	7.1	6.0	5.6	4.8	4.3
Tubacex	TUB SM	10.1	7.4	6.4	6.2	5.3	5.0
Tenaris	TEN IM	8.4	8.1	8.3	5.0	4.9	4.9
Stalprodukt	STP PW		47.1	23.2	1.0	0.9	1.1
MFO	MFO PW	29.5	11.3	7.5	7.3	4.2	3.4
<b>Produkcja stali</b>							
ArcelorMittal	MT NA	6.0	5.1	4.5	3.9	3.5	3.3
SSAB	SSABA SS	7.6	7.8	7.4	3.1	3.1	3.0
thyssenkrupp	TKA GY	24.5	4.9	4.2	0.4	0.4	0.3
voestalpine	VOE AV	14.3	9.3	8.2	4.4	4.2	4.0
Salzgitter	SZG GR	9.9	5.3	4.8	3.3	2.6	2.4
<b>Mediana - Dystrybucja stali, rury oraz inne</b>		<b>10.1</b>	<b>8.1</b>	<b>7.0</b>	<b>5.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>
Waga (%)		33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Mediana - Produkcja stali</b>		<b>9.9</b>	<b>5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>
Waga (%)		0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Stalprofil</b>		<b>7.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>
Premia/dyskonto vs. mediana		-26%	-49%	-40%	-20%	-21%	-15%
<b>Implikowana cena (PLN/akcja)</b>		<b>12.0</b>	<b>17.4</b>	<b>14.8</b>	<b>12.7</b>	<b>13.6</b>	<b>11.8</b>
<b>Implikowana cena (PLN/akcja)</b>		<b>13.7</b>					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao



## Aktualizacja naszych prognoz

Poniżej przedstawiamy aktualizację naszych prognoz w porównaniu z poprzednim raportem:

	2024e			2025e			2026e		
	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.
Przychody	1602.4	1,720.4	7%	2002	2,242.0	12%	2176.3	2,243.3	3%
EBITDA	54.8	56.8	4%	73.4	81.1	10%	73	76.8	5%
EBIT	37.9	39.8	5%	56	63.6	14%	55.4	59.2	7%
Zysk netto	19.4	20.6	6%	32.4	37.3	15%	34.6	37.1	7%

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

## Ostatnie wydarzenia (od dnia publikacji ostatniej rekomendacji)

- **Dywidenda za 2023** – dnia 23.05.2024 walne zgromadzenie Stalprofilu zdecydowało o przeznaczeniu na dywidendę dla akcjonariuszy kwotę PLN 5.25mn, co daje dywidendę na akcję w wysokości PLN 0.30. Dniem ustalenia prawa do dywidendy jest 21 sierpnia, natomiast wypłata dywidendy nastąpi 11 września 2024.
- **Wyniki za 1Q'24** – dnia 24.05.2024 Stalprofil opublikował finalne wyniki za 1Q'24 (omówienie wyników przez BM Pekao zostało opublikowane dnia 24.05.2024)
- **Najkorzystniejsze oferty w przetargach organizowanych przez Gaz-System** – Stalprofil poinformował o złożeniu najkorzystniejszych ofert w poniższych przetargach organizowanych przez Gaz-System:
  - **07.05.2024** – informacja o złożeniu najkorzystniejszej oferty na budowę gazociągu Wężeń-Przewóz na kwotę netto PLN 163.9mn oraz długość gazociągu 44km
  - **14.05.2024** - informacja o złożeniu najkorzystniejszej oferty na dostawę izolowanych rur stalowych w przetargu w ramach projektu FSRU postępowanie 1 na kwotę netto PLN 98mn oraz długość gazociągu 36km
  - **20.05.2024** - informacja o złożeniu najkorzystniejszej oferty na dostawę izolowanych rur stalowych w przetargu w ramach projektu FSRU postępowanie 2 na kwotę netto PLN 87.1mn oraz długość gazociągu 34km
  - **29.05.2024** - informacja o złożeniu najkorzystniejszej oferty na dostawę izolowanych rur stalowych w przetargu w ramach projektu FSRU postępowanie 3 na kwotę netto PLN 37.4mn oraz długość gazociągu 11km
  - **29.05.2024** - informacja o złożeniu najkorzystniejszej oferty na dostawę izolowanych rur stalowych w przetargu w ramach projektu FSRU postępowanie 4 na kwotę netto PLN 80.3mn oraz długość gazociągu 33km





## Czynniki ryzyka

### Segment stalowy

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

### Segment infrastruktury

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

## Kluczowe dane finansowe

RZiS (PLN mln)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Przychody</b>	<b>1,648</b>	<b>2,216</b>	<b>1,534</b>	<b>1,720</b>	<b>2,242</b>	<b>2,243</b>	<b>1,908</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	238	218	132	139	196	185	151
<b>EBITDA</b>	<b>163</b>	<b>126</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>81</b>	<b>77</b>	<b>63</b>
<b>EBIT</b>	<b>148</b>	<b>109</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>64</b>	<b>59</b>	<b>46</b>
Zysk przed opodatkowaniem	153	109	26	32	58	57	46
Podatek dochodowy	29	21	5	6	11	11	9
<b>Zysk netto</b>	<b>116</b>	<b>79</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>30</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>6.62</b>	<b>4.50</b>	<b>0.89</b>	<b>1.18</b>	<b>2.13</b>	<b>2.12</b>	<b>1.69</b>
Bilans (PLN mln)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>897</b>	<b>793</b>	<b>664</b>	<b>693</b>	<b>813</b>	<b>835</b>	<b>749</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	51	29	57	37	11	19	24
Pozostałe aktywa obrotowe	845	764	607	655	802	815	725
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>307</b>	<b>330</b>	<b>353</b>	<b>362</b>	<b>370</b>	<b>367</b>	<b>370</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	279	281	304	317	325	322	325
Pozostałe aktywa trwałe	29	49	49	45	45	45	45
<b>Aktywa</b>	<b>1,204</b>	<b>1,123</b>	<b>1,018</b>	<b>1,055</b>	<b>1,183</b>	<b>1,202</b>	<b>1,119</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>522</b>	<b>587</b>	<b>593</b>	<b>614</b>	<b>655</b>	<b>694</b>	<b>723</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>56</b>	<b>60</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>66</b>
Zadłużenie długoterminowe	9	7	6	10	20	20	10
Pozostałe	47	52	50	53	61	61	56
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>626</b>	<b>476</b>	<b>368</b>	<b>378</b>	<b>447</b>	<b>427</b>	<b>329</b>
Zadłużenie krótkoterminowe	156	172	130	140	150	130	70
Pozostałe	470	304	238	238	297	297	259
<b>Pasywa</b>	<b>1,204</b>	<b>1,123</b>	<b>1,018</b>	<b>1,055</b>	<b>1,183</b>	<b>1,202</b>	<b>1,119</b>
Dług netto	114	150	79	113	159	131	56
RPP (PLN mln)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Zysk brutto	153	109	26	32	58	57	46
Amortyzacja	15	16	17	17	17	18	18
Pozostałe (włącz. KO)	-143	-99	120	-47	-91	-24	39
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>163</b>	<b>1</b>	<b>-16</b>	<b>51</b>	<b>102</b>
CAPEX	-12	-26	-38	-30	-25	-15	-20
Pozostałe	-25	2	-21	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-37</b>	<b>-24</b>	<b>-59</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>
Dywidendy	-4	-23	-15	-5	-5	-7	-7
Pozostałe	21	-2	-60	14	20	-20	-70
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>17</b>	<b>-24</b>	<b>-75</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>-27</b>	<b>-77</b>
Zmiana środków pieniężnych	5	-22	29	-20	-26	8	5
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>51</b>	<b>29</b>	<b>57</b>	<b>37</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>24</b>
DPS (PLN)	0.16	1.20	0.74	0.30	0.29	0.43	0.42
Wskaźniki wzrostu r/r							
Przychody	6%	34%	-31%	12%	30%	0%	-15%
EBITDA	228%	-23%	-57%	4%	43%	-5%	-18%
EBIT	317%	-26%	-66%	7%	60%	-7%	-23%
Zysk netto	446%	-32%	-80%	32%	81%	-1%	-20%
EPS	546%	-32%	-80%	32%	81%	-1%	-20%
Marże							
<b>EBITDA</b>	<b>9.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.3%</b>
EBIT	9.0%	4.9%	2.4%	2.3%	2.8%	2.6%	2.4%
Zysk netto	7.0%	3.6%	1.0%	1.2%	1.7%	1.7%	1.5%
<b>ROE</b>	<b>22.2%</b>	<b>13.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.1%</b>
Wskaźniki bilansu							
BVPS (PLN)	29.8	33.6	33.9	35.1	37.4	39.7	41.3
Dług netto/EBITDA	0.7	1.2	1.4	2.0	2.0	1.7	0.9
Zadłużenie/ Kapitał własny	31.6%	30.5%	23.0%	24.4%	26.0%	21.6%	11.1%

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

## Podsumowanie kluczowych danych finansowych

PLN mn	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	6.62	4.50	0.89	1.18	2.13	2.12	1.69	1.39	1.71
Revenues	1,648	2,216	1,534	1,720	2,242	2,243	1,908	1,906	2,051
Gross Margin %	14.5%	9.8%	8.6%	8.1%	8.7%	8.2%	7.9%	7.8%	7.9%
EBIT	148	109	37	40	64	59	46	38	46
EBITDA	163	126	55	57	81	77	63	55	64
Net income, GAAP	116	79	16	21	37	37	30	24	30
Net Debt	114	150	79	113	159	131	56	44	47
BPS	29.84	33.57	33.91	35.06	37.43	39.65	41.34	42.74	44.60
DPS	0.16	1.20	0.74	0.30	0.29	0.43	0.42	0.34	0.28
Return on Equity %	22.2%	13.4%	2.6%	3.4%	5.7%	5.3%	4.1%	3.3%	3.8%
Return on Assets %	9.6%	7.0%	1.5%	2.0%	3.2%	3.1%	2.6%	2.1%	2.5%
Depreciation	15.1	15.9	15.8	16.1	16.6	16.7	16.7	17.0	17.2
Amortization	0.2	0.2	1.6	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Free Cash Flow	13	0	125	-29	-41	36	82	18	1
CAPEX	12	26	38	30	25	15	20	25	20

Source: Pekao Equity Research



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 03 CZERWCA 2024 R. O GODZINIE 07:00 CET.  
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 03 CZERWCA 2024 R. O GODZINIE 07:30 CET.  
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

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

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

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

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

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

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

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

### INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

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

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

#### **UJAWNIAENIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:**

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

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

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy