

piątek, 7 sierpnia 2020 | raport analityczny

## Stalprodukt: kupuj (nowa)

STP PW; STP.WA | Przemysł metalowy, Polska

### Recykling cynku zmieni nastawienie inwestorów

Z końcem 2020 roku Stalprodukt zakończy działalność największej kopalni cynku Olkusz Pomorzany (ponad 70% dostaw rudy w Grupie). Wydobywana ruda zostanie zastąpiona przez uruchomione w końcu 2019 roku instalacje recyklingu cynku (do 30% produkcji cynku w Grupie) oraz rudy zakupywanej z zewnątrz (do 70% zapotrzebowania). Według naszych szacunków, gdyby Stalprodukt zbliżył się do parametrów, jakie osiąga lider europejskiego rynku odzysku cynku Befesa, to wówczas uruchomione instalacje recyklingu mają potencjał generowania 120-175 mln PLN EBITDA w skali roku. Działalność oparta o przetop i recykling cynku jest mniej wrażliwa, niż w przypadku produkcji górniczej, na zmiany cen metalu, co przekładać się będzie na niższą zmienność wyników w przyszłości. Naszym zdaniem to powodować będzie, że wycena Stalprodukt będzie dywergować w kierunku implikowanej wyceny spółek porównywalnych (13,5x P/E'20-22 i 7,4x EV/EBITDA'20-22). Mocną stroną Spółki jest również silny bilans (gotówka netto na koniec 2020 roku wyniesie 50 PLN/akcja) oraz duża zdolność do generowania gotówki (FCF/EV na poziomie ponad 15% rocznie w 2020 i 2021 roku). Stalprodukt sprzyja obserwowane w ostatnim czasie odbicie cen cynku na giełdach oraz wzrost premii hutniczej w IH'20. Na podstawie wyceny DCF i analizy porównawczej wyceniamy akcję Stalprodukt na 336,15 PLN/akcja oraz rekomendujemy kupuj.

### Recykling cynku to przyszłość

Stalprodukt w końcu 2019 roku uruchomił instalacje (200 tys. ton pyłu rocznie) odzyskujące cynk z pyłów stalowych (odpad procesu elektrycznego przetapiania stali EAF) w procesie Waelza. Instalacje będą działać w oparciu o pyły zakupywane w kraju (rynek krajowy może dostarczyć około 55 tys. ton pyłów rocznie) oraz import z krajów zachodnich (głównie Niemcy). W 2020 roku instalacje przerobią około 150 tys. ton pyłów, co przekłada się na około 32-48 tys. ton produkcji cynku w skali roku (przy pełnym obciążeniu 42-64 tys. ton produkcji cynku w skali roku). Befesa (495 tys. ton recyklingu pyłów cynku w Europie) w ostatnich 2 latach zarabiała kwartalnie 140-200 EUR na tonie przerobionych pyłów. Gdyby Stalprodukt osiągał zbliżone parametry, to instalacje recyklingu cynku mają potencjał 120-175 mln PLN EBITDA w skali roku. Dodatkowo są to jedne takie inwestycje w Polsce.

### Koniec inwestycji

W latach 2018-2019 Grupa realizowała inwestycje związane z modernizacją Huty w Bukownie, budową instalacji do odzyskiwania pyłów stalowniczych oraz rewitalizacją kamienicy w Krakowie pod Hotel. Zapowiadany wcześniej program inwestycyjny zmierza ku końcowi, a w kolejnych latach 2020-2021 nakłady inwestycyjne spadną do 120-150 mln PLN.

### Mocny bilans = dywidendy lub wezwanie?

Według naszych prognoz Stalprodukt już obecnie jest stać, aby przeprowadzić wezwanie na wszystkie znajdujące się w wolnym obrocie akcje. W takim scenariuszu dług netto w relacji do EBITDA wzrósłby na koniec 2020 roku do 0,2x. Alternatywnie Grupa jest w stanie wypłacać cały zysk w formie dywidendy (11-12% Dyield).

| (mln PLN)          | 2018    | 2019    | 2020P   | 2021P   | 2022P   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody          | 3 956,7 | 3 816,3 | 3 159,4 | 3 174,5 | 3 269,4 |
| EBITDA skor.       | 436,0   | 396,6   | 324,3   | 354,4   | 329,5   |
| marża EBITDA skor. | 11,0%   | 10,4%   | 10,3%   | 11,2%   | 10,1%   |
| EBIT skor.         | 287,0   | 228,9   | 165,6   | 186,1   | 167,9   |
| Zysk netto skor.   | 259,9   | 162,9   | 117,6   | 131,3   | 117,6   |
| P/E (skor.)        | 4,0     | 6,4     | 8,8     | 7,9     | 8,8     |
| P/CE               | 2,5     | 3,3     | 3,8     | 3,5     | 3,7     |
| P/BV               | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,4     |
| EV/EBITDA (skor.)  | 2,3     | 2,6     | 2,7     | 2,3     | 2,4     |
| DPS                | 4,38    | 6,37    | 0,00    | 8,43    | 11,76   |
| DYield             | 2,4%    | 3,4%    | 0,0%    | 4,5%    | 6,3%    |

|                               |             |
|-------------------------------|-------------|
| Cena bieżąca                  | 186,00 PLN  |
| Cena docelowa                 | 336,15 PLN  |
| Kapitalizacja                 | 1,0 mld PLN |
| Free float                    | 0,4 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 1,1 mln PLN |

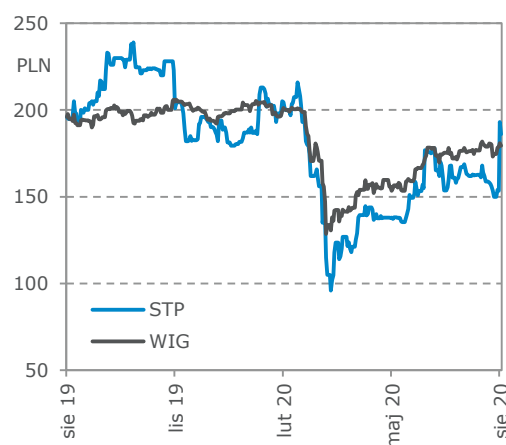
### Struktura akcjonariatu

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| STP Investment          | 32,78% |
| Arcelor Mittal Poland   | 19,10% |
| Stalprodukt Profil      | 10,39% |
| Pozostali akcjonariusze | 37,73% |

### Profil spółki

Stalprodukt jest producentem blach transformatorowych (moce 150 tys. ton) oraz producentem cynku (dwie huty o łącznych mocach 180 tys. ton). Dodatkowo działalność obejmuje produkcję profili stalowych, barier drogowych i serwis blach. W skład Grupy wchodzi dwie kopalnie, z czego jedna z nich (Olkusz-Pomorzany) kończy działalność w 2021 roku. W to miejsce Stalprodukt będzie pozyskiwał wsad z koncentratów zewnętrznych i uruchomionych w 2019 roku instalacji recyklingu cynku (150 tys. ton pyłów rocznie).

### Kurs akcji STP na tle WIG



| Spółka      | Cena docelowa |       | Rekomendacja |       |
|-------------|---------------|-------|--------------|-------|
|             | nowa          | stara | nowa         | stara |
| Stalprodukt | 336,15        | -     | kupuj        | -     |

| Spółka      | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|-------------|--------------|---------------|------------------|
| Stalprodukt | 186,00       | 336,15        | +80,7%           |

### Analitik:

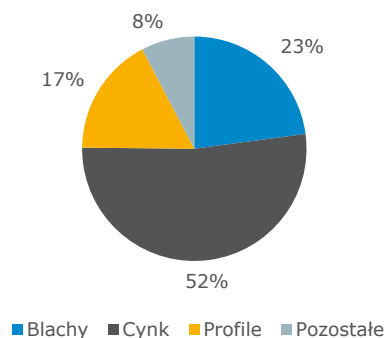
Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
jakub.szkopek@mbank.pl

## Model biznesowy i strategia

Stalprodukt jest wiodącym producentem i eksporterem wysoko przetworzonych wyrobów ze stali w tym **blach elektrotechnicznych transformatorowych, kształtowników giętych na zimno, barier drogowych i rdzeni toroidalnych**. Produkcja wyrobów stalowych jest głównie skoncentrowana w Bochni (Polska) oraz Frydek Mistek (Czechy). Spółka posiada też własną, rozwiniętą sieć dystrybucji wyrobów hutniczych. Tworzą ją składy handlowe i biura w kilkunastu miastach na terenie Polski. Stalprodukt jest również **większościowym właścicielem ZGH Bolesław** (95%), posiadającej dwie kopalnie Olkusz Pomorzany (w likwidacji w 2021 roku) oraz 50% udziałów czarnogórskiego przedsiębiorstwa Gradir Montenegro. ZGH Bolesław posiada dwie huty cynku Miasteczko Śląskie (Tarnowskie Góry) oraz Huta w Bukownie. ZGH Bolesław produkuje i sprzedaje **cynk, ołów, srebro i galenę poflotacyjną**.

Największy udział w 2019 roku w przychodach ze sprzedaży miał **segment cynku** (52%), z czego samego cynku 24%. Następnie segment **blach** (głównie transformatorowych 23%) oraz **profile** (17% w skład których wchodzi kształtowniki zimnocięte, bariery drogowe i serwis blach).

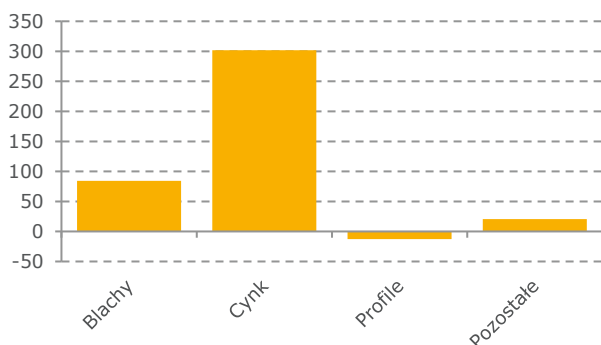
### Struktura sprzedaży Grupy Stalprodukt ze względu na asortyment w 2019 roku (%)



Źródło: Stalprodukt, mBank

Największą kontrybucję do wyników w 2019 rok miał segment cynku. Segmenty blach transformatorowych i profili notowały w 2019 roku słabsze wyniki z uwagi na konkurencję tanich wyrobów z importu.

### Struktura wyniku Grupy Stalprodukt ze względu na asortyment w 2019 roku (mln PLN)



Źródło: Stalprodukt, mBank

## Produkty stalowe

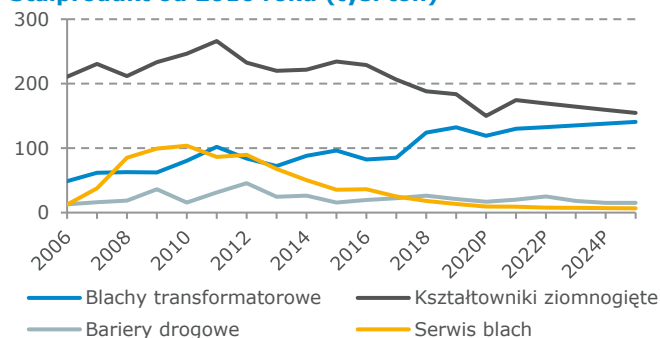
Głównym produktem segmentu jest produkcja blach transformatorowych (elektrotechnicznych), wykorzystywanych do produkcji transformatorów (o specjalnych właściwościach magnetycznych, aby niwelować straty energii elektrycznej). Obecnie **moce produkcyjne** w zakresie **blach transformatorowych** wynoszą **150 tys. ton rocznie**, a produkcja prowadzona jest w Bochni k. Krakowa (100 tys. t.; 70 tys. t. po przestawieniu produkcji na HiB) oraz w przejętym w 2018 r. Frydek Mistek (50 tys. t.; za 40 mln EUR Stalprodukt kupił od ArcelorMittal czeskiego producenta blach transformatorowych).

**Europejski rynek blach transformatorowych** jest stosunkowo **stabilny** w ostatnich latach. Po okresie zwiększania mocy produkcyjnych w ostatnich 2-3 latach więcej w branży mówi się o **konsolidacji** (przejęcie Frydek Mistek przez Stalprodukt, próby przejęcia części stalowej ThyssenKrupp przez Tata Steel, która nie doszła do skutku). Część konkurentów jak Tata Steel w 2019 roku zdecydował się na zamknięcie swojej fabryki w Europie o mocach 100 tys. ton rocznie. **Obecnie głównym konkurentem Stalprodukt w Europie jest ThyssenKrupp** posiadający zdolności blach transformatorowych na poziomie 250 tys. ton rocznie. Gracze europejscy narzekają na duży import blach z zagranicy i nieszczerne bariery celne (aktualnie kwoty importowe do UE rosną o kilka procent rocznie nie zważając na fakt czy rynek stali w Europie rośnie). **Czynnikami napędzającymi wzrost** rynku są: **inwestycje infrastrukturalne** również w obszarze stacji ładujących dla samochodów elektrycznych, regulacje zobowiązujące producentów do osiągania **większej efektywności transformatorów**, **wzrost zapotrzebowania na urządzenia elektryczne** w domu i otoczeniu.

Aktualnie na rynku blach transformatorowych producenci chcą zwiększać produkcję **blach o ziarnach zorientowanych**, które mają znacznie lepsze właściwości magnetyczne niż te niezorientowane (zwykłe). Analizy rynkowe wskazują, że blachy o ziarnach zorientowanych odnotują najwyższy wzrost w nadchodzących latach i są wyżej wyceniane niż zwykłe blachy. **Strategią Stalprodukt jest zwiększenie produkcji blach zorientowanych na ziarno o wyższych standardach HiB** (aktualnie nieco ponad 10% produkcji), co wymaga dostaw wysokojakościowych blach gorącowalcowanych od producenta. W tym celu spółka dostosowała już park maszynowy po swojej stronie i podjęła rozmowy z dostawcami (ArcelorMittal) w celu zapewnienia odpowiedniego wsadu. Do tej pory potrzebny wsad dostarczała huta ArcelorMittal z Eisenhüttenstadt, ale jedynie 10-15% zapotrzebowania. Przełomem miało być uruchomienie nowych linii produkcyjnych w Hucie ArcelorMittal w Krakowie, co w 2H'20 mogło dostarczyć nawet 160 tys. ton potrzebnej blachy gorącowalcowanej. Niestety zamknięcie pieca w Krakowie wstrzymało pracę nad projektem i obecnie trzeba czekać na ponowne uruchomienie instalacji. **Blachy HiB są o około 500 USD/t droższe od zwykłych** przy niewiele wyższych kosztach produkcji (kluczowy wsad).

**W naszych prognozach zakładamy, że blachy transformatorowe będą jedynym stalowym asortymentem odnotowującym wzrost wolumenów sprzedaży w nadchodzących latach** (zakładamy 2% rocznie). Nie oczekujemy natomiast, aby znacząco poprawiła się rentowność segmentu ze względu na większą produkcję blach HiB z uwagi na ryzyko braku dostaw jakościowego wsadu. Sytuację odmieniłoby ponowne uruchomienie pieca ArcelorMittal w Krakowie, ale przy aktualnym otoczeniu może to potrwać więcej czasu.

### Wolumen sprzedaży produktów stalowych w Grupie Stalprodukt od 2016 roku (tys. ton)



Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

Wolumen sprzedaży pozostałych asortymentów jak **kształtowniki zimnogięte**, czy **wyroby centrów serwisowych** pozostają w trendzie spadkowym i naszym zdaniem bez zmiany podejścia Komisji Europejskiej do cel na import stali trudno będzie przerwać spadek wolumenów w nadchodzących latach. W wakacje 2020 roku Komisja Europejska zapowiedziała zmianę przepisów związanych z importem wyrobów stalowych do Unii Europejskiej. Nowe regulacje zmniejszą implikowany wzrost kwot importowych z 5% do 3% rocznie, oraz uściślą, że kwoty będzie trzeba dzielić na okresy tak żeby cała ich wielkość nie była wykorzystywana w krótkim okresie czasowym. Naszym zdaniem jednak te rozwiązania nie przełożą się na diametralną zmianę warunków funkcjonowania dla europejskich producentów. Szanse na odbicie sprzedaży w 2021 i 2022 roku mają oferowane przez Stalprodukt **bariery drogowe**. Później jednak z zakończeniem perspektywy wydatków środków z UE należy oczekiwać spadków wolumenu sprzedaży tego asortymentu. Ryzykiem dla tego produktu są bariery linowe, które są tańsze w instalacji i bezpieczniejsze dla ruchu, ale droższe przy wymianie po ewentualnym wypadku.

## Cynk

W segmencie cynku Stalprodukt posiada **dwie huty cynku** Miasteczko Śląskie (80 tys. ton cynku rocznie) oraz Huta w Bukowni (moce 100 tys. ton cynku rocznie – po uruchomieniu nowej hali wanien). Huta w Miasteczku Śląskim wytwarza cynk i ołów metodą pirometalurgiczną. Cynk surowy jest produkowany w technologii ISP (wielki piec – huta przetwarza koncentrat cynku), a następnie rektyfikowany. Huta w Bukowni oparta jest o elektrolizę i przetwarza cynk z pyłów stalowych. Do końca 2020 roku w Grupie funkcjonuje **kopalnia Olkusz-Pomorzany** wytwarzająca 1,6-1,7 mln ton rudy cynku rocznie oraz kopalnia **Gradir Montenegro** (Czarnogóra; 99,6% udziałów), wytwarzająca 0,6 mln ton rudy cynku rocznie. Po zamknięciu kopalni w Polsce huty będą działać w oparciu o rudę z Czarnogóry oraz import koncentratów. Wsparciem procesu będą uruchomione w końcu 2019 roku **instalacje** (6 jednostek o łącznych mocach 200 tys. ton pyłu rocznie) **odzyskujące cynk z pyłów stalowych w procesie Waelza**. Instalacje będą działać w oparciu o pyły zakupywane w kraju (rynek krajowy może dostarczyć około 55 tys. ton pyłów rocznie) oraz import z krajów zachodnich (głównie Niemcy). W 2020 roku instalacje przerobią około 150 tys. ton pyłów, co przekłada się na około 32-48 tys. ton produkcji cynku w skali roku (**przy pełnym obłożeniu 42-64 tys. ton produkcji cynku w skali roku**). Befesa na ostatnich dwóch latach zarabiała kwartalnie 140-200 EUR na tonie przerobionych pyłów. Gdyby Stalprodukt osiągał zbliżone parametry, to instalacje do recyklingu cynku mają **potencjał 120-175 mln PLN EBITDA w skali roku**. Instalacje do recyklingu cynku, to jedyna taka inwestycja w

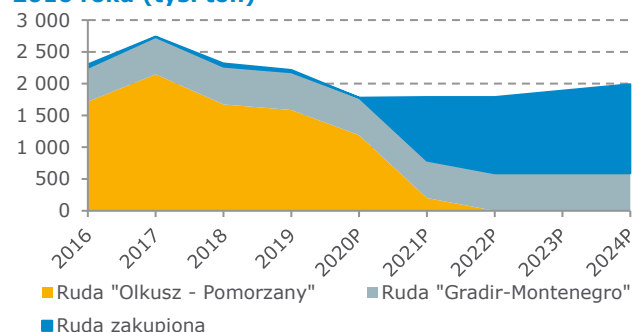
Polsce. Obecnie również nikt nie planuje budowy nowych podobnych instalacji.

Obecnie Stalprodukt kończy inwestycje w budowę **nowej sali wanien w Bukowni**. W efekcie moce produkcyjne huty wzrosną z 80 tys. ton do 100 tys. ton na koniec 3Q'20.

W naszych prognozach zakładamy, że z końcem 2020 roku działalność zakończy kopalnia Olkusz-Pomorzany, w efekcie czego jedynie Gradir będzie dostarczać rudę cynkową. W efekcie **użycie własnej rudy jako wsadu spadnie z 2,2 mln ton w 2019 roku do 0,8 mln ton w 2021 i 0,6 mln ton w 2022 roku**. Zakładamy, że kolejnych latach Stalprodukt zakupywać będzie koncentrat od zewnętrznych dostawców w ekwiwalencie 1-1,4 mln ton rudy.

Alternatywnym scenariuszem jest budowa kopalni na **złożu Laski**. We wrześniu 2019 roku minister środowiska zatwierdził dokumentację geologiczną złoża rud cynku i ołowiu "Laski 1". Zatwierdzone zasoby znajdujące się w złożu "Laski 1" zostały udokumentowane w kategorii C1+C2 i wynoszą łącznie **10,76 mln ton rudy Zn-Pb**, w tym **424,86 tys. ton cynku** oraz **67,81 tys. ton ołowiu**. Zatwierdzenie dokumentacji geologicznej złoża "Laski 1" jest warunkiem koniecznym do spełnienia wymagań formalno-prawnych niezbędnych do uzyskania koncesji eksploatacyjnej. Koszt budowy kopalni, to około 200-300 mln PLN w okresie 5 lat. **Roczna produkcja na poziomie 0,7 mln ton rudy przy 10-12 mln ton zasobów**. Obecnie są dwie koncepcje budowy: wygodniejsza: szyb z Pomorzany i 4 km tunelem dojście do złoża, lub trudniejsza: budowa nowej kopalni. Na razie jednak ceny cynku nie dają uzasadnienia ekonomicznego dla budowy nowej kopalni.

### Wolumen przerobu rudy w Grupie Stalprodukt od 2016 roku (tys. ton)

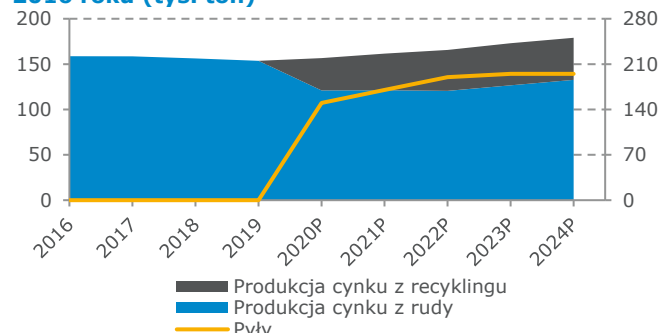


Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

Niebieskim polem obrazujemy zakup koncentratu cynku w ekwiwalencie rudy. W rzeczywistości STP będzie kupował koncentrat ze względu na niższe koszty transportu.

W naszych prognozach zakładamy, że przy wykorzystaniu recyklingu cynku wolumen jego produkcji będzie rósł w kolejnych latach do około 160-180 tys. ton rocznie.

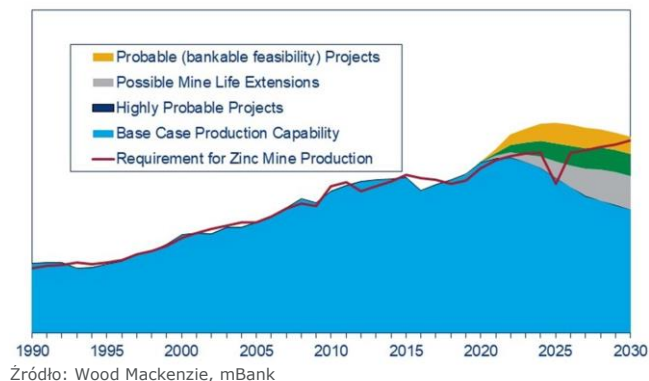
### Wolumen produkcji cynku w Grupie Stalprodukt od 2016 roku (tys. ton)



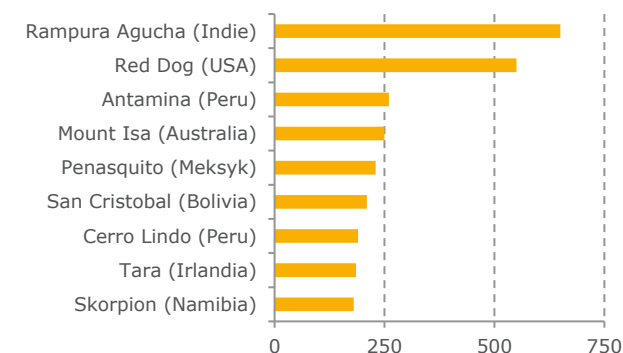
Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

**Światowa produkcja górnicza cynku** w 2019 roku wyniosła **13,5 mln ton** i była o 3% r/r wyższa (+0,4 mln ton). Na najbliższe lata analitycy zakładają wzrost światowej produkcji cynku w tempie blisko 2% CAGR rocznie do 2028 roku. Przyrosty produkcji górniczej cynku oczekiwane są w Australii, Kanadzie, Peru, Meksyku, czy Indiach. Perspektywy wzrostu produkcji popsuły się jednak przez epidemię COVID-19, która w 1H'20 ograniczyła wydobycie cynku o około 0,65 mln ton (głównie Peru, Meksyk, Boliwia, mniej w Australii). W efekcie **wzrost produkcji w 2020 roku może sięgnąć co najwyżej 200 tys. ton**, zakładając odbicie produkcji w 2H'20.

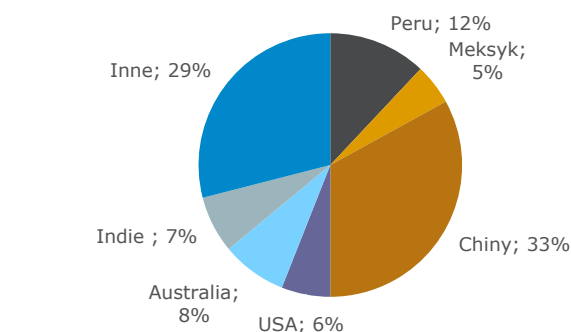
#### Prognoza górniczej produkcji cynku na świecie



#### Największe światowe kopalnie cynku (tys. ton)

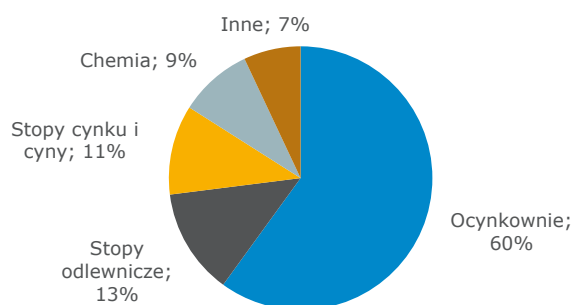


#### Główni producenci cynku metodą górnica na świecie (%)

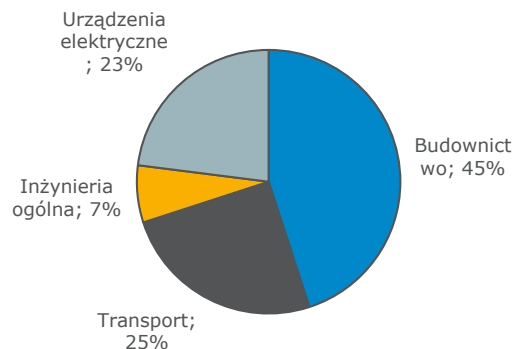


**Największym konsumentem cynku** globalnie są ocynkownie (60%), producenci stopów odlewniczych (13%) oraz odlewnie brązu i mosiądzu (11%). Najwięcej cynku zużywa branża budowlana (45%), niewiele mniej budownictwo inżynierskie (7%). Transport, w tym przemysł samochodowy odpowiada za 25% zużycia cynku.

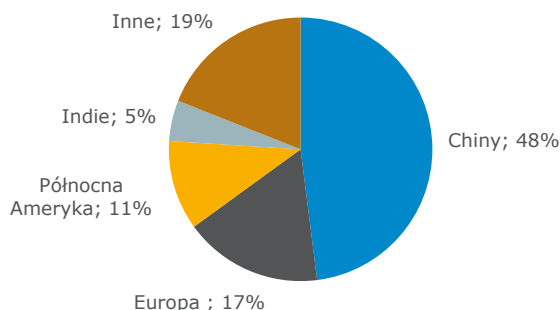
#### Popyt na cynk według zastosowania (%)



#### Popyt na cynk według branży (%)



#### Popyt na cynk według krajów (%)

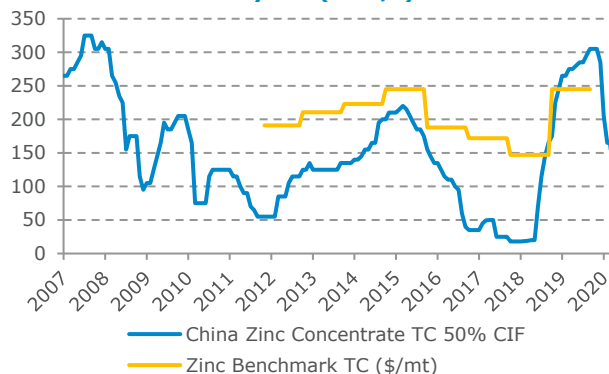


**Obecnie** około 70% światowej produkcji cynku pochodzi z wydobycia, a **30% z recyklingu**. Odzyskiwanie cynku staje się coraz bardziej popularniejsze ze względu na wzrost znaczenia elektrycznych producentów stali (EAF – szczególnie na rynkach wschodzących) oraz konieczność unieszkodliwiania niebezpiecznych dla środowiska pyłów stalowych po procesie przetopu stali. Szacuje się, że cykl życia cynku w samochodach i urządzeniach domowych wynosi 10-15 lat; elementy konstrukcyjne 50 lat lub więcej, a urządzenia do przesyłu prądu ponad 70 lat. Korzystnym długoterminowym trendem jest również **wzrost zawartości cynku w przetapianej stali z roku na rok**.

Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że o ile dotychczas wyniki i notowania Stalprodukt były mocno skorelowane z cenami cynku, to **po zamknięciu wydobycia i wprowadzeniu instalacji do recyklingu notowania surowca będą miały mniejszy wpływ na osiągnięte rezultaty**. Większy wpływ na notowania surowca będą mieć premie hutnicze na cynku wynikające z bilansu koncentratów na rynku. Przy prognozie wzrostu produkcji

górnictwa podaż koncentratów będzie wzrastać, co powinno przekładać się na wzrost premii hutniczej. To z kolei powinno być korzystne dla nowego biznesu model Stalprodukt. **W 2020 roku** na rynku widoczny był **wzrost premii hutniczych** na czym korzystał Stalprodukt.

#### Premie hutnicze na cynku (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

## Rynek pyłu stalowego w Polsce i Europie

**Pył stalowy** z zawartością cynku **powstaje w procesie elektrycznego wytopu złomu stalowego (EAF)**. Pyły stalowe w Unii Europejskiej są umieszczone na liście odpadów niebezpiecznych.

W przybliżeniu **na jedną tonę produktu stalowego** po przetopieniu **pozostaje 10-20 kg pyłów**, które zawierają nieco ponad **20% cynku** (w branży mówi się, że progiem rentowności są pyły o zawartości 15% cynku). W przypadku Unii Europejskiej w 2019 roku wyprodukowano około 160 mln ton stali, z czego około 45% przypadało na piec elektryczny (ponad 100 hut o mocach od 90 do 3850 tys. ton rocznie). To daje około **1,1 mln ton pyłów rocznie**, które mogą zostać poddane recyklingowi w celu odzyskania cynku (potencjalnie około 250 tys. ton cynku z recyklingu).

#### Rozmieszczenie hut elektrycznych stali (EAF) w Europie



Źródło: EUROFER, mBank

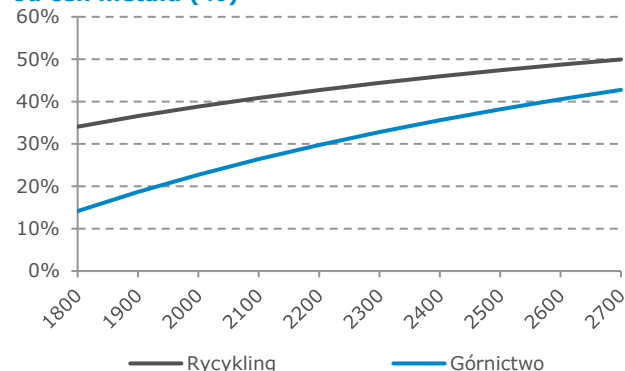
W Europie Befesa (lider recyklingu pyłów) szacuje, że około **70% rocznej ilości pyłu EAF zawierającego cynk podlega recyklingowi** w procesie Waelza. Proces ten polega na obróbce materiału zawierającego cynk (pyłu stalowego) paliwem zawierającym koks, w piecu obrotowym w temperaturze od 1000°C do 1500°C. Produktem końcowym jest tlenek cynku zawierający 50-75% cynku i będący materiałem wsadowym dla hut cynku.

W Europie największym recyklerem pyłów cynkowych jest **Befesa** (około 50% udział w rynku z 11 fabrykami o mocach 495 tys. ton pyłów rocznie).

**Rentowność produkcji cynku z pyłu stalowego** zależy od cen metalu na światowych rynkach, ale jest **mniej wrażliwa na zmiany cen niż produkcja górnictwa**.

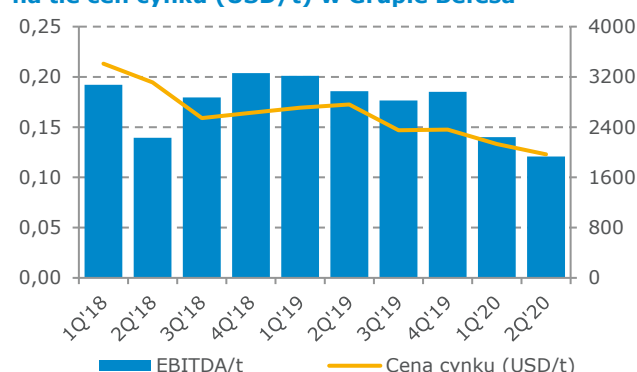
Poniżej prezentujemy przykładową efektywność recyklingu cynku na tle rentowności produkcji metodą górnictwa. Do analizy założyliśmy koszty pozyskania pyłów na poziomie 11% ceny cynku, zużycie energii na poziomie 1,6 MWh na tonę pyłu, zużycie 0,16 t koksu na tonę pyłu, koszty stałe i koszty na poziomie 300 USD na tonę pyłu. W analizie wrażliwości metody górnictwa założyliśmy Mining Cash Cost na poziomie 1550 USD/t.

#### Porównanie wrażliwości rentowności na produkcji cynku metodą górnictwa i z recyklingu w zależności od cen metalu (%)



Źródło: mBank

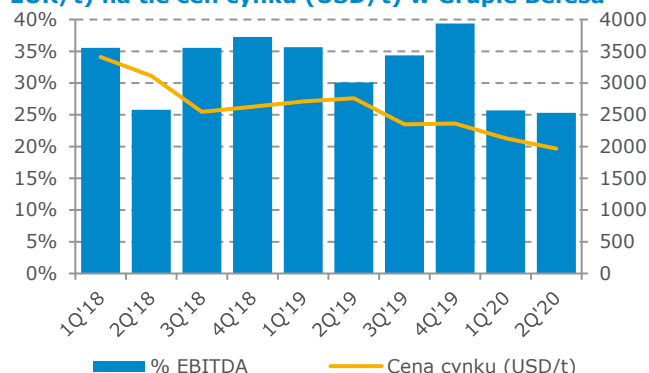
#### EBITDA na tonę przetworzonego pyłu (tys. EUR/t) na tle cen cynku (USD/t) w Grupie Befesa



Źródło: Befesa, mBank

**Befesa od 2018 roku na recyklingu pyłów stalowych osiągała rentowność kwartalną na poziomie 25-40% EBITDA.**

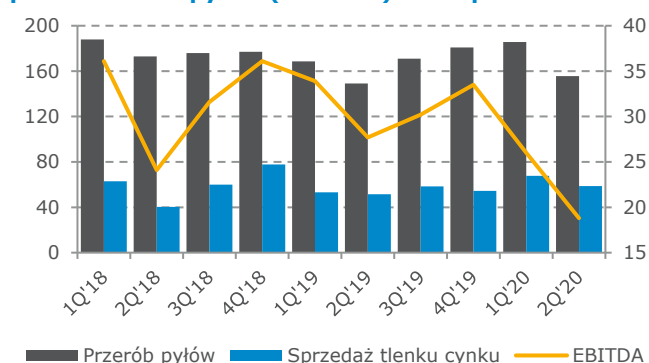
### Marża EBITDA na przetwarzaniu pyłu stalowego (tys. EUR/t) na tle cen cynku (USD/t) w Grupie Befesa



Źródło: Befesa, mBank

**Wielkość przerobów pyłów stalowych w Grupie Befesa rośnie** dzięki wzrostowi organicznemu. Grupa obecnie rozbudowuje swój zakład w Turcji i buduje nową fabrykę w Chinach. Grupie w ostatnich latach udało się poprawić efektywność produkcji tlenku cynku z pyłów oraz cenę sprzedaży tlenków cynku w relacji do cen cynku na giełdzie. **Befesa nie posiada własnych hut cynku**, wytworzony tlenek cynku sprzedawany jest do klientów posiadających huty.

### Przetwarzanie pyłów stalowych (tys. ton), produkcja tlenku cynku (tys. ton) oraz EBITDA na przetwarzaniu pyłów (mln EUR) w Grupie Befesa



Źródło: Befesa, mBank

## Rynek pyłu stalowego w Polsce

W Polsce w technologii elektrycznej (EAF) stal produkuje się w pięciu podmiotach: **Huta ArcelorMittal w Warszawie** (o mocach 0,75 mln ton), **CMC Zawiercie** (o mocach 1,34 mln ton; należąca do amerykańskiego koncernu CMC), **Celsa Huta Ostrowiec** (o mocach 0,9 mln ton; należąca do hiszpańskiego koncernu w przeszłości popadła w problemy płynnościowe; obecnie kontrolę nad podmiotem sprawują banki) oraz **Grupa Cognor** (łączne moce 0,6 mln ton). Znacznie mniejszym podmiotem, który również posiada piec łukowy w Polsce jest Huta Batory (Alchemia), która przerabia około 0,065 mln ton złomu rocznie. Łączna produkcja stali przy technologii elektrycznej (EAF) w Polsce to 3,6-3,7 mln ton, co daje około 55 tys. ton dostępnych pyłów stalowych rocznie (około 5% rynku europejskiego). Wszystkie huty stali w technologii elektrycznej rozmieszczone są na południu Polski, co czyni Hutę Stalprodukt naturalnym klientem na tego typu odpady.

## Rozmieszczenie elektrycznych hut stali w Polsce

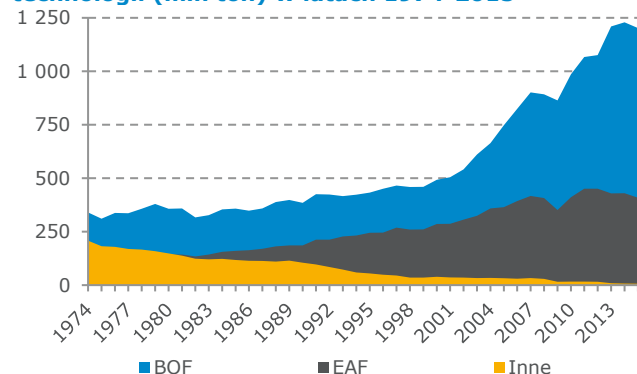


Źródło: mBank

Działalność hut wykorzystujących piec łukowe opiera się na skupie złomu, który następnie jest topiony na elementy stalowe. Ze względu na różnice jakościowe stali piece elektryczne (EAF) specjalizują się w produkcji wyrobów długich, a wielkopiecowe (BOF) w wytwarzaniu elementów płaskich. Polska cały czas pozostaje netto eksporterem złomu z roczną podażą na poziomie ponad 6 mln ton. W Polsce w ostatnich 10-ciu latach nie miała miejsca żadna inwestycja w zakresie budowy nowego pieca do topienia złomu łukiem elektrycznym, poza inwestycjami zwiększającymi dostępne moce (np. Cognor).

Na świecie w ostatnich latach widoczny jest **wyraźny trend zwiększania ilości stali produkowanej w technologii elektrycznej** ze względu na coraz większą dostępność złomów. Średnio na świecie w technologii elektrycznej produkuje się 25% stali, z czego w Europie 45%, a w Chinach zaledwie kilkanaście procent. Chiny w przyszłości zwiększą ilość stali uzyskiwanej metodą elektryczną (EAF) z uwagi na wzrost dostępności złomu i prawdopodobne odchodzenie od technologii wielkopiecowej.

### Produkcja stali na świecie w zależności od technologii (mln ton) w latach 1974-2015



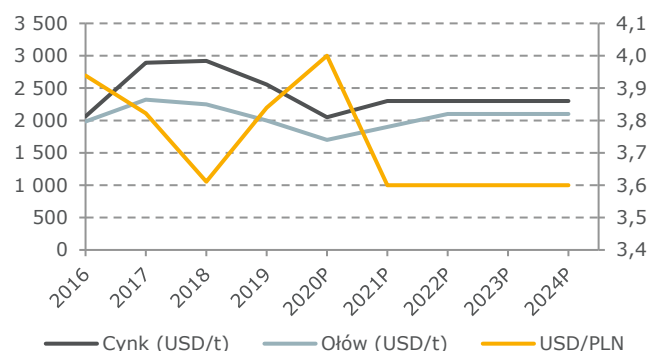
Źródło: worldsteel.org, mBank

Wśród pozytywnych cech elektrycznego topienia stali (EAF) na pewno należy przedstawić bardziej **pro środowiskowy charakter działalności** (4x mniejsza emisja CO<sub>2</sub> niż w BOF) oraz **niższe zapotrzebowanie kapitałowe** na realizację inwestycji. Z drugiej strony negatywnie wpływa **duża wrażliwość na zmiany cen** energii elektrycznej oraz cen złomu. W przypadku hutnictwa wielkopiecowego (BOF) w produkcji **łatwiejsze jest uzyskanie wysoko jakościowych gatunków stali** oraz technologia jest **bardziej efektywna przy wysokim wolumenie produkcji**. Wśród negatywnych cech należałoby wymienić **wysokie zapotrzebowanie kapitałowe** na realizację inwestycji (według źródeł rynkowych BOF jest 3-4x droższa niż EAF przy inwestycji, a koszt CAPEX na tonę stali jest w efekcie około dwukrotnie wyższy), dużą **wrażliwość na wahania cen** surowców żelaza i cen węgla koksowego oraz **brak możliwości czasowego wyłączenia pieca** w przypadku spadku koniunktury na wyroby.

## Prognoza wyników finansowych

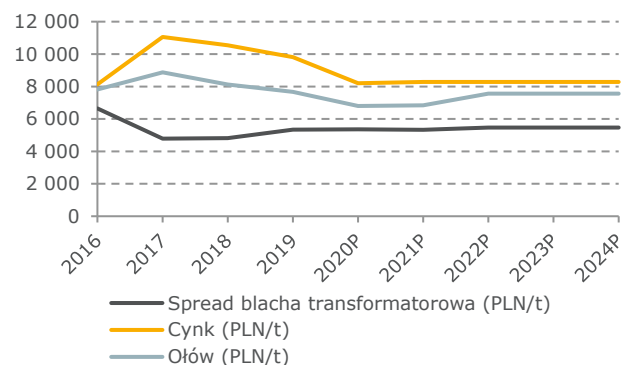
W naszych prognozach dla Grupy Stalprodukt zakładamy, że **ceny cynku i ołowiu w USD odbijają w latach 2021-2022**, ale **efekt na ceny w PLN jest neutralny** przez oczekiwane umocnienie PLN do USD. Zakładamy również, że obserwowany nieznaczny **wzrost spreadu między blachami transformatorowymi, a blachą** zostanie utrzymany w przyszłości.

### Założenia cen cynku i ołowiu (LP; USD/t) oraz kursu USD/PLN (PP; PLN)



Źródło: Bloomberg, prognozy mBank

### Założenia cen cynku i ołowiu (LP; USD/t) oraz kursu USD/PLN (PP; PLN)

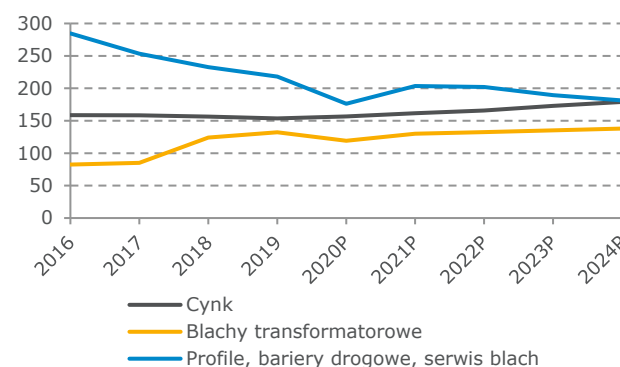


Źródło: Bloomberg, prognozy mBank

W 2020 roku oczekujemy 10% r/r spadku wolumenów sprzedaży **blach transformatorowych** i 9% r/r wzrostu w 2021 roku. Nie zakładamy istotnego wzrostu udziału sprzedaży blach HiB z uwagi na problemy z dostawą wysokojakościowych blach z Huty w Krakowie. W zakresie **cynku** w 2020 roku zakładamy spadek wolumenu sprzedaży

o 7% r/r z uwagi na ograniczenie czasu pracy o 20% w segmencie cynku w 2Q'20 oraz oczekiwanego słabszego popytu z motoryzacji. W 2021 po zamknięciu kopalni Olkusz-Pomorzany zakładamy 3% r/r wzrost sprzedaży cynku, co wynikać będzie z odbudowy popytu i wzrostu recyklingu pyłów stalowych. W **segmencie profili** zakładamy 19% r/r spadek sprzedaży w 2020 roku i 16% r/r wzrost w 2021 roku. W kolejnych latach oczekujemy 3-4% r/r spadku corocznie zgodnie z długoterminowym trendem.

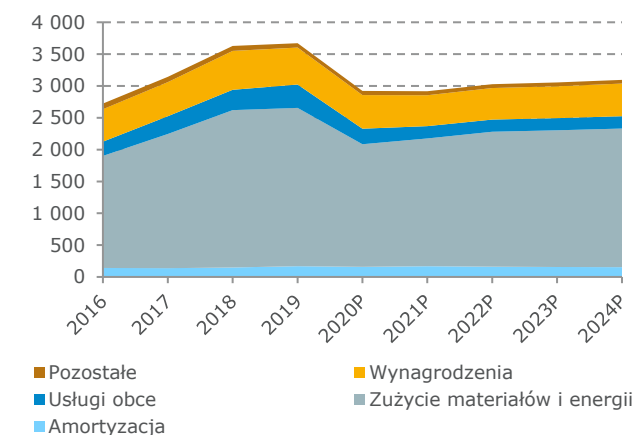
### Wolumeny sprzedaży cynku, blach transformatorowych, profili, barier drogowych i blach w Grupie Stalprodukt w latach 2016-2024P



Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

**Największą kategorią kosztową** Grupy Stalprodukt stanowi **zużycie materiałów i energii** (około 40%), z czego koszty blachy 11%, mediów 8% (energia elektryczna, węgiel energetyczny, węgiel koksowy, gaz, certyfikaty CO<sub>2</sub>) i pozostałe 21%. Drugą największą kategorią są **wynagrodzenia** (9%) i **usługi obce** (6%).

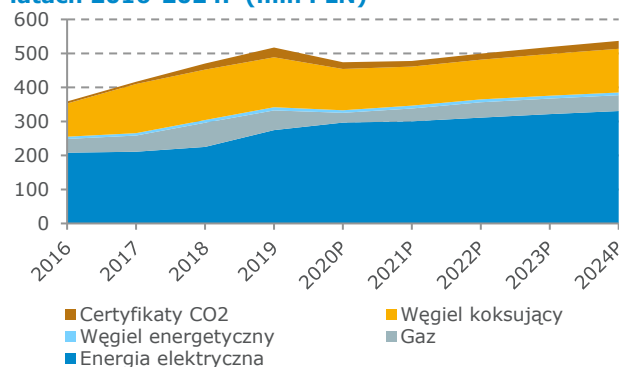
### Struktura kosztów Grupy Stalprodukt w latach 2016-2024P (mln PLN)



Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

W naszych prognozach zakładamy **8% r/r spadek kosztów mediów w 2020 roku** oraz 1% r/r wzrost w 2021 roku. Zakładamy, że niższym wydatkom sprzyjać będą w 2020 roku **niższe ceny gazu** (spadek kosztów gazu o 51% r/r w 2020), **węgla koksującego** (spadek kosztów węgla koksującego o 17% r/r). Oczekujemy również niższych kosztów certyfikatów CO<sub>2</sub> z uwagi na mniejszą produkcję cynku z rudy i wyższą z recyklingu. **Wzrost kosztów** w 2020 roku nastąpi w kategorii **kosztów energii elektrycznej** (+8% r/r) z uwagi na wzrost recyklingu cynku.

### Struktura kosztów mediów Grupy Stalprodukt w latach 2016-2024P (mln PLN)

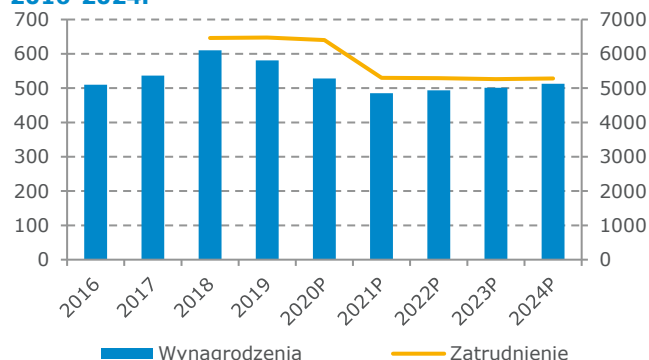


Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

W 2020 roku zakładamy, że **średnie płace spadną o 8% r/r z uwagi na 3 miesięczne ograniczenie czasu pracy** pracowników o 20% w Stalprodukt S.A. (segment blach transformatorowych i profili). W efekcie Stalprodukt uzyska rekompensatę części wynagrodzeń z tarczy antykryzysowej. W 2021 roku oczekujemy normalizacji kosztów zatrudnienia na poziomie 2% wyższym niż baza 2019 roku. Również w 2021 roku zakładamy, że w efekcie zamknięcia kopalni Olkusz-Pomorzany zatrudnienie w Grupie spadnie o 1100 pracowników, a fundusz płac o 8% względem 2020 roku. W kolejnych latach oczekujemy 2% r/r wzrostu średnich kosztów zatrudnienia.

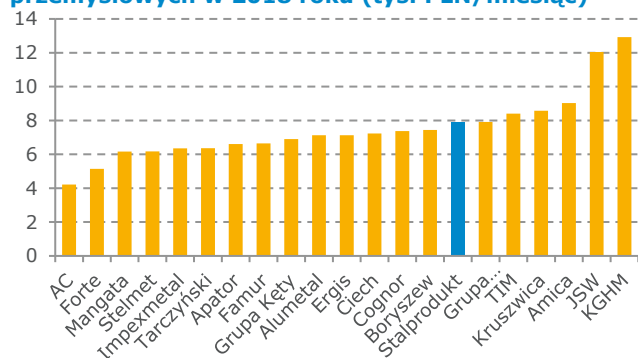
Pod względem średnich kosztów zatrudnienia **pracownicy Stalprodukt są jednymi z najhojniej wynagradzanych w polskim przemyśle**. Nie oczekujemy więc w przyszłości problemów związanych z zatrudnieniem bądź wysokiej inflacji płac.

### Zatrudnienie (LP; mln PLN) oraz koszt wynagrodzeń (PP; mln PLN) w Grupie Stalprodukt w latach 2016-2024P



Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

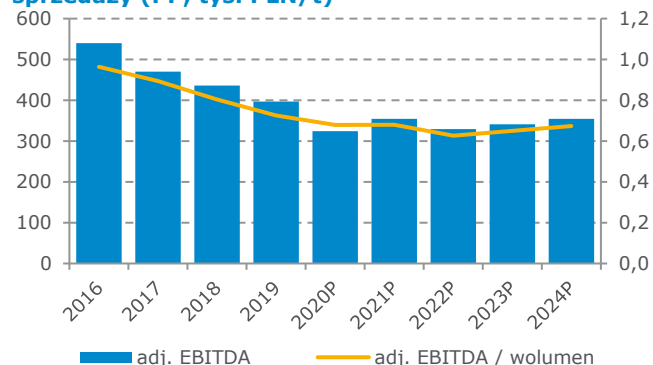
### Średnie przeciętne koszty zatrudnienia w spółkach przemysłowych w 2018 roku (tys. PLN/miesiąc)



Źródło: mBank

W efekcie spadków cen cynku, mniejszego popytu, oszczędności po stronie kosztów mediów i wynagrodzeń zakładamy, że **wartość oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA w Grupie Stalprodukt spadnie w 2020 roku o 18% r/r do 324 mln PLN**, a następnie dzięki poprawie wolumenów **wzrośnie w 2021 roku o 9% r/r**. W efekcie kilkuletni spadek znormalizowanej EBITDA zostanie zatrzymany.

### Oczyszczona o zdarzenia jednorazowa EBITDA (LP; mln PLN) oraz wartość oczyszczonej EBITDA na tonę sprzedaży (PP; tys. PLN/t)

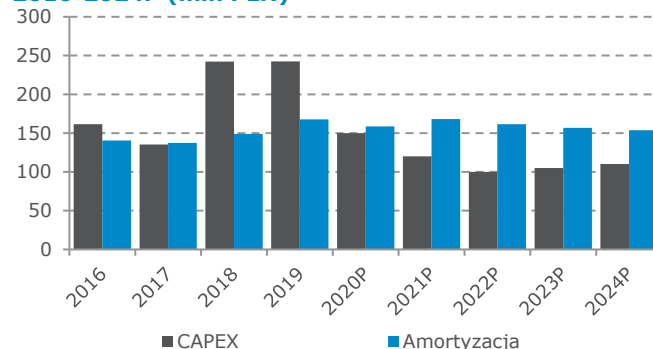


Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

## Wydatki inwestycyjne

W latach 2018-2019 Grupa realizowała inwestycje związane z modernizacją Huty w Bukownie, budową instalacji do odzyskiwania pyłów stalowniczych oraz rewitalizacją kamienicy w Krakowie pod Hotel. Zapowiadany wcześniej **program inwestycyjny zmierza ku końcowi**, a w kolejnych latach 2020 – 2021 nakłady inwestycyjne spadną do 150-120 mln PLN. W późniejszych latach zakładamy spadek nawet do 100 mln PLN, o ile oczywiście Grupa nie zdecyduje się na udostępnienie złoża „Laski 1”. Wówczas taki projekt kosztowałby około 200-300 mln PLN w okresie 5 lat. W naszej prognozie przepływów gotówki uwzględniamy również **rozwiązanie rezerwy na kwotę 140 mln PLN** związaną z likwidacją złoża Olkusz-Pomorzany (na 2021 i 2022 r.). W kolejnych pięciu latach (2023-2027) Grupa **rozwiąże pozostałą rezerwę wynikającą z zakupu ZGH na kwotę 156 mln PLN** (rezerwy na szkody górnicze, źródło wody w Olkusz, koszty likwidacji kopalni Gradir w Czarnogórze).

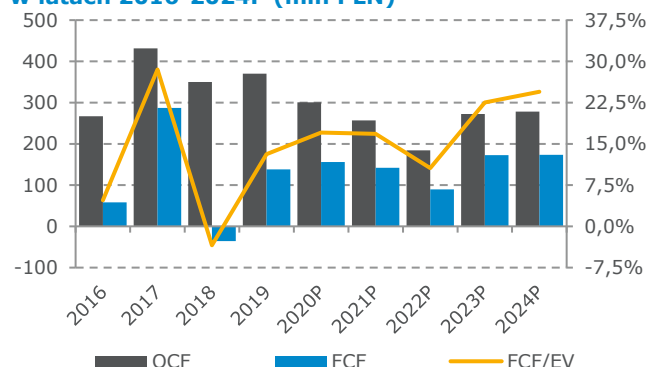
### Wydatki inwestycyjne w Grupie Stalprodukt w latach 2016-2024P (mln PLN)



Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

W efekcie niższego zaplanowanego CAPEX wartość wolnych przepływów w kolejnych latach powinna rosnąć generując **FCF/EV na poziomie ponad 15% rocznie**. Nawet w scenariuszu budowy kopalni „Laski 1” wolny przepływ gotówki w latach 2020-2021 pozostaje na poziomie bliskim 100 mln PLN rocznie (blisko 10% EV).

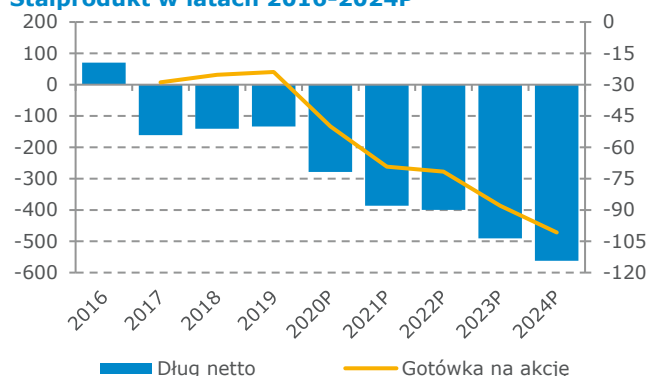
**Przepływy gotówki z działalności operacyjnej (LP; mln PLN) wolny przepływ gotówki (LP; mln PLN) oraz wskaźnik FCF/EV (PP; %) w Grupie Stalprodukt w latach 2016-2024P (mln PLN)**



Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

Według naszych prognoz **Stalprodukt już obecnie jest stać aby przeprowadzić wezwanie na wszystkie znajdujące się w wolnym obrocie akcje**. W takim scenariuszu dług netto w relacji do EBITDA wzrósłby na koniec 2020 roku do 0,2x (0,6x jeśli na wezwanie odpowiedziałby ArcelorMittal). Zarząd zaprzecza, aby obecnie trwały prace nad wezwaniem, ale naszym zdaniem może być to prawdopodobny scenariusz.

**Wartość długu netto (LP; mln PLN) oraz ilość gotówki na akcję (PP; PLN/akcja) w Grupie Stalprodukt w latach 2016-2024P**

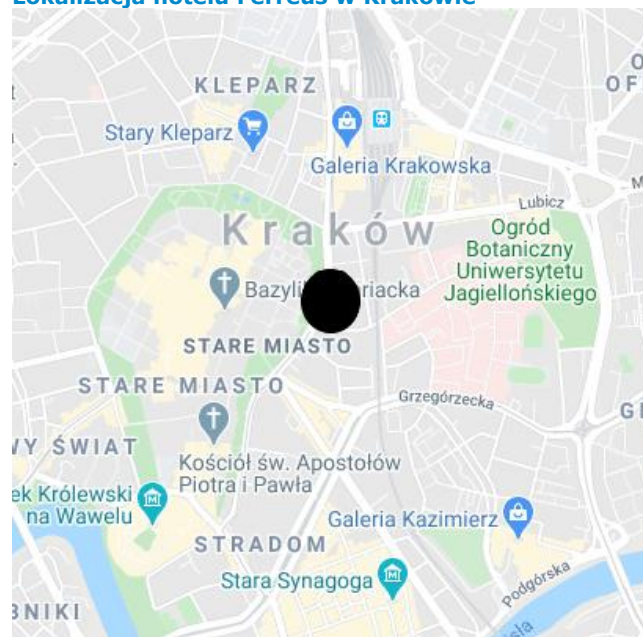


Źródło: Stalprodukt, prognozy mBank

## Aktywa nieoperacyjne

Stalprodukt jest posiadaczem **kamienicy w centrum Krakowa**, która została adaptowana pod **Hotel w standardzie 5-ciu gwiazdek** z salami konferencyjnymi, restaurację oraz strefą odnowy biologicznej z basenem, saunami i salą fitness. Całkowita powierzchnia tego trzypiętrowego gmachu sięga 7 tys. m.kw., zaś użytkowa ponad 6 tys. m.kw. Otwarcie hotelu zaplanowane jest na 3Q'20. Spółka wcześniej rozważała sprzedaż obiektu, jednak ze względu na pandemię COVID-19 możliwe jest, że obiekt pozostanie przez jakiś czas w Grupie Stalprodukt. **Wartość rynkową hotelu szacujemy na 50-60 mln PLN.**

## Lokalizacja hotelu Ferreus w Krakowie



Źródło: Google Maps, mBank

Stalprodukt opracował i uruchomił pierwszą w Polsce **elektrownię wiatrową z pionową osią obrotu o mocy 1,5 MW** umożliwiającą uzyskanie wysokiej efektywności przetwarzania energii wiatru w energię elektryczną przy niskich prędkościach. Prototypowa instalacja nie powoduje zawirowań powietrza w farmie wiatrowej przez co obiekty mogą być ustawiane w mniejszych odległościach. Jak na razie Zarząd nie udostępnia planów komercjalizacji rozwiązania.

## Prototypowa elektrownia z pionową osią obrotu



Źródło: mBank

## Wycena

Wartość Stalprodukt szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Stalprodukt szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 336,15 PLN.

| (PLN)                   | waga | cena          |
|-------------------------|------|---------------|
| Wycena porównawcza      | 50%  | 313,28        |
| Wycena DCF              | 50%  | 314,77        |
| cena wynikowa           |      | 314,03        |
| cena docelowa za 9 m-cy |      | <b>336,15</b> |

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec lipca 2020 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2019 r.

- Ze względu na ryzyko związany z likwidacją kopalni Olkusz-Pomorzany, możliwe wyższe szkody górnicze, możliwe zaangażowanie się w budowę nowej kopalni itp. Zdecydowaliśmy się na wyższy parametr beta na poziomie 1,2.

### Dodatkowe założenia:

| Wolumeny sprzedaży        | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Blachy transformatorowe   | 82,5  | 85,2  | 124,1 | 132,3 | 119,1 | 130   | 132,6 | 135,3 | 138   |
| Rdzenie transformatorowe  | 1     | 1     | 1,2   | 1     | 0,9   | 0,9   | 1     | 1     | 1     |
| Cynk                      | 158,7 | 158,5 | 156,4 | 153,6 | 121   | 121,1 | 120,5 | 126,6 | 132,6 |
| Ołów                      | 13,1  | 12,1  | 12,5  | 13,5  | 10,7  | 10,7  | 10,6  | 11,2  | 11,7  |
| Glena                     | 20,4  | 15,4  | 15,8  | 28,5  | 14,2  | 14,2  | 14,2  | 14,9  | 15,6  |
| Srebro                    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Kształtowniki ziomnogięte | 228,8 | 206,2 | 188,1 | 183,8 | 150   | 174,6 | 169,3 | 164,3 | 159,3 |
| Barьеры drogowe           | 19,6  | 22,2  | 26,3  | 21,1  | 16,9  | 20    | 25    | 18    | 15    |
| Serwis blach              | 36,3  | 25,1  | 18,2  | 13,3  | 9,3   | 9,1   | 7,7   | 7,3   | 6,9   |
| Cynk recykling            | 0     | 0     | 0     | 0     | 35,7  | 40,4  | 45,2  | 46,4  | 46,4  |
| Pyły (Maks 200)           | 0     | 0     | 0     | 0     | 150   | 170   | 190   | 195   | 195   |

Źródło: mBank

| Ceny                                   | 2016         | 2017          | 2018          | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        |
|----------------------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Blacha walcowana (PLN/t)</b>        | <b>1 619</b> | <b>2 136</b>  | <b>2 246</b>  | <b>2 112</b> | <b>2 040</b> | <b>1 872</b> | <b>1 908</b> | <b>1 908</b> | <b>1 908</b> |
| Blacha walcowana (USD/t)               | 411          | 559           | 622           | 550          | 510          | 520          | 530          | 530          | 530          |
| <b>Blacha transformatorowa (PLN/t)</b> | <b>8 268</b> | <b>6 921</b>  | <b>7 060</b>  | <b>7 448</b> | <b>7 400</b> | <b>7 200</b> | <b>7 380</b> | <b>7 380</b> | <b>7 380</b> |
| Blacha transformatorowa (USD/t)        | 2 099        | 1 811         | 1 955         | 1 940        | 1850         | 2000         | 2050         | 2050         | 2050         |
| <b>Cynk (PLN/t)</b>                    | <b>8 133</b> | <b>11 056</b> | <b>10 546</b> | <b>9 809</b> | <b>8 200</b> | <b>8 280</b> | <b>8 280</b> | <b>8 280</b> | <b>8 280</b> |
| Cynk (USD/t)                           | 2 065        | 2 893         | 2 920         | 2 555        | 2050         | 2300         | 2300         | 2300         | 2300         |
| <b>Ołów (PLN/t)</b>                    | <b>7 820</b> | <b>8 874</b>  | <b>8 121</b>  | <b>7 675</b> | <b>6 800</b> | <b>6 840</b> | <b>7 560</b> | <b>7 560</b> | <b>7 560</b> |
| Ołów (USD/t)                           | 1 985        | 2 322         | 2 249         | 1 999        | 1700         | 1900         | 2100         | 2100         | 2100         |
| <b>Glena (PLN/t)</b>                   | <b>3 431</b> | <b>4 203</b>  | <b>4 198</b>  | <b>4 243</b> | <b>3 653</b> | <b>3 682</b> | <b>3 875</b> | <b>3 875</b> | <b>3 875</b> |
| Glena (USD/t)                          | 871          | 1 100         | 1 163         | 1 105        | 913          | 1 023        | 1 076        | 1 076        | 1 076        |
| <b>Srebro (PLN/oz)</b>                 | <b>67,5</b>  | <b>65,6</b>   | <b>56,9</b>   | <b>62,2</b>  | <b>70,0</b>  | <b>61,2</b>  | <b>61,2</b>  | <b>61,2</b>  | <b>61,2</b>  |
| Srebro (USD/oz)                        | 17,1         | 17,2          | 15,8          | 16,2         | 17,5         | 17,0         | 17,0         | 17,0         | 17,0         |
| <b>Energia elektryczna A (PLN/MWh)</b> | <b>259</b>   | <b>255</b>    | <b>263</b>    | <b>322</b>   | <b>319</b>   | <b>303</b>   | <b>304</b>   | <b>306</b>   | <b>307</b>   |
| <b>Gaz naturalny (PLN/MWh)</b>         | <b>846</b>   | <b>968</b>    | <b>1 174</b>  | <b>929</b>   | <b>560</b>   | <b>696</b>   | <b>830</b>   | <b>830</b>   | <b>830</b>   |
| Gaz naturalny (USD/MWh)                | 215          | 253           | 325           | 242          | 140          | 193          | 230          | 230          | 230          |
| <b>Węgiel Górny Śląsk (PLN/t)</b>      | <b>194</b>   | <b>204</b>    | <b>239</b>    | <b>261</b>   | <b>250</b>   | <b>240</b>   | <b>240</b>   | <b>240</b>   | <b>240</b>   |
| <b>Węgiel koksujący (PLN/t)</b>        | <b>470</b>   | <b>680</b>    | <b>698</b>    | <b>662</b>   | <b>600</b>   | <b>558</b>   | <b>558</b>   | <b>558</b>   | <b>558</b>   |
| Węgiel koksujący (USD/t)               | 119          | 178           | 193           | 172          | 150          | 155          | 155          | 155          | 155          |
| <b>Certyfikaty CO2 (PLN/t)</b>         | <b>24</b>    | <b>25</b>     | <b>69</b>     | <b>106</b>   | <b>99</b>    | <b>80</b>    | <b>86</b>    | <b>95</b>    | <b>103</b>   |
| Certyfikaty CO2 (EUR/t)                | 5            | 6             | 16            | 25           | 21           | 18           | 20           | 22           | 24           |
| <b>USD/PLN</b>                         | <b>3,94</b>  | <b>3,82</b>   | <b>3,61</b>   | <b>3,84</b>  | <b>4,00</b>  | <b>3,60</b>  | <b>3,60</b>  | <b>3,60</b>  | <b>3,60</b>  |
| <b>EUR/PLN</b>                         | <b>4,36</b>  | <b>4,25</b>   | <b>4,25</b>   | <b>4,30</b>  | <b>4,70</b>  | <b>4,45</b>  | <b>4,30</b>  | <b>4,30</b>  | <b>4,30</b>  |

Źródło: mBank

## Model DCF

| (mln PLN)              | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   | 2027P   | 2028P   | 2029P   | +       |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 3 159,4 | 3 174,5 | 3 269,4 | 3 313,8 | 3 372,1 | 3 370,3 | 3 369,3 | 3 369,2 | 3 370,0 | 3 371,6 | 3 385,5 |
| zmiana                 | -17,2%  | 0,5%    | 3,0%    | 1,4%    | 1,8%    | -0,1%   | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,4%    |
| EBITDA                 | 324,3   | 354,4   | 329,5   | 341,0   | 354,6   | 355,5   | 355,9   | 355,4   | 355,9   | 355,5   | 346,0   |
| marża EBITDA           | 10,3%   | 11,2%   | 10,1%   | 10,3%   | 10,5%   | 10,5%   | 10,6%   | 10,5%   | 10,6%   | 10,5%   | 10,2%   |
| Amortyzacja            | 158,7   | 168,3   | 161,6   | 156,8   | 153,7   | 152,3   | 152,4   | 144,5   | 146,0   | 140,1   | 140,7   |
| EBIT                   | 165,6   | 186,1   | 167,9   | 184,2   | 200,8   | 203,2   | 203,5   | 210,9   | 209,9   | 215,4   | 205,3   |
| marża EBIT             | 5,2%    | 5,9%    | 5,1%    | 5,6%    | 6,0%    | 6,0%    | 6,0%    | 6,3%    | 6,2%    | 6,4%    | 6,1%    |
| Opodatkowanie EBIT     | 32,0    | 36,1    | 32,5    | 35,8    | 39,1    | 39,6    | 39,6    | 41,1    | 40,9    | 42,0    | 40,0    |
| NOPLAT                 | 133,6   | 150,0   | 135,4   | 148,4   | 161,7   | 163,7   | 163,9   | 169,8   | 169,0   | 173,4   | 165,3   |
| CAPEX                  | -150,0  | -120,0  | -100,0  | -105,0  | -110,3  | -115,8  | -121,6  | -127,6  | -134,0  | -140,7  | -140,7  |
| Kapitał obrotowy       | 33,7    | -74,5   | -98,3   | -44,4   | -48,6   | -30,7   | -30,9   | -31,2   | -0,2    | -0,5    | -4,1    |
| FCF                    | 176,0   | 123,8   | 98,7    | 155,8   | 156,6   | 169,5   | 163,8   | 155,4   | 180,8   | 172,3   | 161,2   |
| WACC                   | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    |
| współczynnik dyskonta  | 1,0     | 0,9     | 0,8     | 0,7     | 0,7     | 0,6     | 0,6     | 0,5     | 0,5     | 0,4     | 0,4     |
| PV FCF                 | 169,4   | 108,8   | 79,3    | 114,3   | 104,9   | 103,7   | 91,5    | 79,3    | 84,2    | 73,3    | 62,6    |

|                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| WACC                      | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  |
| Koszt długu               | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% |
| Stopa wolna od ryzyka     | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% |
| Premia za ryzyko          | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% |
| Efektywna stopa podatkowa | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| Dług netto / EV           | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Koszt kapitału własnego   | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  |
| Premia za ryzyko          | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Beta                      | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   |

|                                              |              |
|----------------------------------------------|--------------|
| Wzrost FCF po okresie prognozy               | 0,0%         |
| Wartość rezydualna (TV)                      | 1 696,6      |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     | 721,8        |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 1 008,7      |
| Wartość firmy (EV)                           | 1 730,5      |
| Dług netto                                   | -133,5       |
| Inne aktywa nieoperacyjne                    | 0,0          |
| Udziałowcy mniejszościowi                    | 107,6        |
| Wartość firmy                                | 1 756,5      |
| Liczba akcji (mln.)                          | 5,6          |
| Wartość firmy na akcję (PLN)                 | 314,8        |
| 9-miesięczny koszt kapitału własnego         | 7,0%         |
| <b>Cena docelowa</b>                         | <b>336,9</b> |

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej | 5,3   |
| P/E('20) dla ceny docelowej       | 16,0  |
| Udział TV w EV                    | 41,7% |

## Analiza wrażliwości

|                | Wzrost FCF w nieskończoności |       |              |       |       |
|----------------|------------------------------|-------|--------------|-------|-------|
|                | -2,0%                        | -1,0% | 0,0%         | 1,0%  | 2,0%  |
| WACC +1,0 p.p. | 287,6                        | 296,0 | 306,0        | 318,1 | 333,1 |
| WACC +0,5 p.p. | 299,7                        | 309,2 | 320,7        | 334,7 | 352,2 |
| WACC           | 312,9                        | 323,8 | <b>336,9</b> | 353,2 | 373,9 |
| WACC -0,5 p.p. | 327,3                        | 339,7 | 355,0        | 374,1 | 398,6 |
| WACC -1,0 p.p. | 343,0                        | 357,4 | 375,2        | 397,7 | 427,1 |

## Wycena porównawcza

Stalprodukt w wycenie mnożnikowej porównujemy do spółek z branży stalowej (Baoshan, Cleveland Cliffs, Material Technologies, Kloeckner, Novolipetsk, Salzgitter, SSAB, Posco, Tata Steel, ThyssenKrupp, Vallourec, Voestalpine,

United Steel), producentów i przetwórców cynku oraz recyklerów cynku (Befesa, Boliden, GEM, Hindustan Zinc, Korea Zinc, Nyrstar, Yechiu, Umicore).

### Analiza porównawcza

|                              | P/E         |             |             | EV/EBITDA  |            |            |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
|                              | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2020P      | 2021P      | 2022P      |
| TATA STEEL LTD               | 26,6        | -           | 8,9         | 8,7        | 10,1       | 6,6        |
| MATERIAL TECHNOLOGIES INC    | -           | -           | -           | -          | -          | -          |
| THYSSENKRUPP AG              | 7,4         | -           | 44,5        | -          | 7,6        | 4,6        |
| VOESTALPINE AG               | -           | -           | 15,7        | 7,3        | 9,1        | 5,4        |
| SALZGITTER AG                | -           | 16,9        | 5,2         | 8,8        | 3,7        | 3,0        |
| KLOECKNER & CO SE            | -           | -           | 23,0        | 29,7       | 5,9        | 4,9        |
| BEFESA SA                    | 25,8        | 16,4        | 13,0        | 12,5       | 9,4        | 7,9        |
| YECHIU METAL RECYCLING CHI-A | -           | -           | -           | -          | -          | -          |
| GEM CO LTD-A                 | 27,4        | 20,1        | 18,2        | 14,7       | 11,9       | 11,1       |
| UMICORE                      | 33,8        | 26,8        | 23,6        | 14,9       | 12,6       | 11,2       |
| SSAB AB-A SHARES             | -           | 14,9        | 9,3         | 11,9       | 5,5        | 4,2        |
| VALLOUREC SA                 | -           | -           | -           | 14,1       | 12,8       | 11,2       |
| UNITED STATES STEEL CORP     | -           | -           | -           | -          | 9,5        | 5,9        |
| NOVOLIPETSK STEEL PJSC-GDR   | 10,9        | 8,6         | 8,5         | 6,6        | 5,7        | 5,4        |
| CLEVELAND-CLIFFS INC         | -           | 9,3         | 5,6         | 40,2       | 8,8        | 6,2        |
| POSCO                        | 15,9        | 8,9         | 7,6         | 5,5        | 4,4        | 3,9        |
| BAOSHAN IRON & STEEL CO-A    | 12,4        | 9,8         | 8,4         | 5,1        | 4,6        | 4,2        |
| KOREA ZINC CO LTD            | 14,3        | 12,9        | 12,2        | 6,3        | 5,7        | 5,3        |
| BOLIDEN AB                   | 13,0        | 11,3        | 11,0        | 5,6        | 5,0        | 4,9        |
| NYRSTAR NV                   | -           | -           | -           | -          | -          | -          |
| HINDUSTAN ZINC LTD           | -           | 22,5        | 13,9        | -          | 11,9       | 7,9        |
| MIN                          | 7,4         | 8,6         | 5,2         | 5,1        | 3,7        | 3,0        |
| MAX                          | 33,8        | 26,8        | 44,5        | 40,2       | 12,8       | 11,2       |
| <b>Mediana</b>               | <b>15,1</b> | <b>13,9</b> | <b>11,6</b> | <b>8,8</b> | <b>8,2</b> | <b>5,4</b> |
| Stalprodukt                  | 8,8         | 7,9         | 8,8         | 2,7        | 2,3        | 2,4        |
| premia (dyskonto)            | -41,5%      | -43,1%      | -24,0%      | -69,3%     | -72,1%     | -54,6%     |

| Implikowana wycena |      |      |      |     |     |     |
|--------------------|------|------|------|-----|-----|-----|
| Mediana            | 15,1 | 13,9 | 11,6 | 8,8 | 8,2 | 5,4 |
| Dyskonto           | 20%  | 20%  | 20%  | 20% | 20% | 20% |
| Waga wskaźnika     |      | 50%  |      |     | 50% |     |
| Waga roku          | 33%  | 33%  | 33%  | 33% | 33% | 33% |

|                                     |               |
|-------------------------------------|---------------|
| <b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b> | <b>313,28</b> |
|-------------------------------------|---------------|

## Rachunek wyników

| (mln PLN)                                 | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży                    | 3 140,9 | 3 501,1 | 3 956,7 | 3 816,3 | 3 159,4 | 3 174,5 | 3 269,4 | 3 313,8 | 3 372,1 |
| zmiana                                    | -       | 11,5%   | 13,0%   | -3,5%   | -17,2%  | 0,5%    | 3,0%    | 1,4%    | 1,8%    |
| Blachy transformatorowe                   | 553,8   | 519,2   | 799,5   | 862,5   | 793,3   | 842,4   | 880,7   | 898,3   | 916,3   |
| Cynk                                      | 1 420,4 | 1 834,7 | 1 670,9 | 1 599,0 | 1 041,9 | 1 052,9 | 1 047,7 | 1 100,7 | 1 153,1 |
| Ołów                                      | 103,4   | 111,3   | 105,1   | 109,4   | 76,2    | 76,7    | 84,4    | 88,7    | 92,9    |
| Glena                                     | 69,8    | 64,6    | 66,3    | 120,8   | 54,6    | 55,1    | 57,7    | 60,6    | 63,5    |
| Srebro                                    | 53,1    | 46,1    | 39,6    | 38,8    | 34,5    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Pozostałe                                 | 53,1    | -51,5   | 130,5   | 126,6   | 84,5    | 82,9    | 83,3    | 87,5    | 91,7    |
| Cynk recykling                            | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 292,6   | 234,4   | 261,9   | 268,8   | 268,8   |
| Kształtowniki ziomnogięte                 | 512,7   | 569,7   | 542,9   | 505,6   | 402,0   | 438,5   | 431,5   | 418,5   | 406,0   |
| Barierzy drogowe                          | 77,8    | 101,2   | 126,3   | 114,4   | 85,2    | 97,4    | 122,7   | 88,3    | 73,6    |
| Serwis blach                              | 70,5    | 63,8    | 48,2    | 35,1    | 23,7    | 21,5    | 18,5    | 17,6    | 16,7    |
| Koszty wytworzenia                        | 2 507,5 | 2 943,6 | 3 407,6 | 3 333,8 | 2 770,8 | 2 765,8 | 2 875,4 | 2 900,8 | 2 939,3 |
| Koszty sprzedaży                          | 71,0    | 70,8    | 80,3    | 88,5    | 76,5    | 83,4    | 84,2    | 84,0    | 84,2    |
| Koszty zarządu                            | 135,8   | 140,2   | 157,0   | 154,2   | 146,5   | 139,2   | 142,0   | 144,8   | 147,7   |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | -13,9   | 13,1    | -12,0   | -36,0   | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| EBIT                                      | 412,8   | 359,6   | 299,8   | 203,7   | 165,6   | 186,1   | 167,9   | 184,2   | 200,8   |
| zmiana                                    | -       | -12,9%  | -16,6%  | -32,1%  | -18,7%  | 12,4%   | -9,8%   | 9,7%    | 9,0%    |
| marża EBIT                                | 13,1%   | 10,3%   | 7,6%    | 5,3%    | 5,2%    | 5,9%    | 5,1%    | 5,6%    | 6,0%    |
| Wynik na działalności finansowej          | 11,5    | -12,1   | 49,1    | -3,1    | -5,4    | -5,4    | -5,4    | -5,4    | -5,4    |
| Odpisy jednorazowe / rewaluacje           | 13,3    | 27,1    | 12,9    | -25,2   | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Zysk brutto                               | 425,3   | 347,5   | 349,0   | 200,7   | 160,2   | 180,7   | 162,5   | 178,8   | 195,4   |
| Podatek dochodowy                         | 80,1    | 72,0    | 64,4    | 46,2    | 32,0    | 36,1    | 32,5    | 35,8    | 39,1    |
| Udziałowcy mniejszościowi                 | 19,5    | 21,0    | 14,4    | 12,0    | 10,5    | 13,3    | 12,4    | 12,8    | 13,3    |
| Zysk netto                                | 325,7   | 254,5   | 270,3   | 142,5   | 117,6   | 131,3   | 117,6   | 130,2   | 143,0   |
| zmiana                                    | -       | -21,9%  | 6,2%    | -47,3%  | -17,4%  | 11,6%   | -10,4%  | 10,7%   | 9,8%    |
| marża                                     | 10,4%   | 7,3%    | 6,8%    | 3,7%    | 3,7%    | 4,1%    | 3,6%    | 3,9%    | 4,2%    |
| Zysk netto (skorygowany)                  | 314,9   | 232,5   | 259,9   | 162,9   | 117,6   | 131,3   | 117,6   | 130,2   | 143,0   |
| Amortyzacja                               | 140,6   | 137,5   | 149,0   | 167,8   | 158,7   | 168,3   | 161,6   | 156,8   | 153,7   |
| EBITDA                                    | 553,4   | 497,1   | 448,9   | 371,5   | 324,3   | 354,4   | 329,5   | 341,0   | 354,6   |
| zmiana                                    | -       | -10,2%  | -9,7%   | -17,2%  | -12,7%  | 9,3%    | -7,0%   | 3,5%    | 4,0%    |
| marża EBITDA                              | 17,6%   | 14,2%   | 11,3%   | 9,7%    | 10,3%   | 11,2%   | 10,1%   | 10,3%   | 10,5%   |
| EBITDA (skorygowana)                      | 540,0   | 470,0   | 436,0   | 396,6   | 324,3   | 354,4   | 329,5   | 341,0   | 354,6   |
| Liczba akcji na koniec roku (mln.)        | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     |
| EPS                                       | 58,4    | 45,6    | 48,4    | 25,5    | 21,1    | 23,5    | 21,1    | 23,3    | 25,6    |
| CEPS                                      | 83,6    | 70,2    | 75,1    | 55,6    | 49,5    | 53,7    | 50,0    | 51,4    | 53,2    |
| ROAE                                      | 17,5%   | 11,9%   | 10,4%   | 5,4%    | 4,3%    | 4,6%    | 4,1%    | 4,4%    | 4,7%    |
| ROAA                                      | 8,8%    | 6,5%    | 6,2%    | 3,3%    | 2,7%    | 3,0%    | 2,7%    | 2,9%    | 3,2%    |

**Bilans**

| (mIn PLN)                      | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>AKTYWA</b>                  | 3 719,0 | 3 937,8 | 4 357,3 | 4 345,1 | 4 379,8 | 4 422,5 | 4 413,1 | 4 471,6 | 4 524,4 |
| Majątek trwały                 | 2 049,4 | 2 035,9 | 2 313,4 | 2 406,9 | 2 398,6 | 2 351,0 | 2 290,4 | 2 239,8 | 2 197,7 |
| Wartość niematerialne i prawne | 135,2   | 141,5   | 171,4   | 207,3   | 194,1   | 179,4   | 165,7   | 154,2   | 144,6   |
| Rzeczowe aktywa trwałe         | 1 775,6 | 1 768,0 | 1 968,4 | 2 052,3 | 2 057,2 | 2 024,4 | 1 977,4 | 1 938,3 | 1 905,9 |
| Wartość firmy                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Należności długoterminowe      | 0,7     | 0,5     | 0,6     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,7     |
| Inwestycje długoterminowe      | 46,0    | 48,3    | 98,9    | 36,7    | 36,7    | 36,7    | 36,7    | 36,7    | 36,7    |
| Długoterminowe RM              | 91,9    | 77,6    | 74,1    | 109,8   | 109,8   | 109,8   | 109,8   | 109,8   | 109,8   |
| <b>Majątek obrotowy</b>        | 1 669,6 | 1 901,8 | 2 043,8 | 1 938,2 | 1 981,2 | 2 071,5 | 2 122,8 | 2 231,8 | 2 326,7 |
| Zapasy                         | 604,6   | 643,5   | 799,8   | 750,7   | 696,6   | 699,9   | 720,9   | 730,6   | 743,5   |
| Należności krótkoterminowe     | 587,6   | 564,9   | 629,8   | 590,5   | 547,9   | 550,6   | 567,0   | 574,7   | 584,8   |
| Należności handlowe            | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Inwestycje krótkoterminowe     | 165,4   | 168,8   | 123,4   | 159,9   | 159,9   | 159,9   | 159,9   | 159,9   | 159,9   |
| Środki pieniężne               | 286,2   | 498,0   | 472,6   | 404,5   | 549,8   | 634,1   | 647,1   | 738,3   | 809,7   |
| Krótkoterminowe RM             | 25,9    | 26,6    | 18,3    | 32,5    | 26,9    | 27,1    | 27,9    | 28,3    | 28,8    |

| (mIn PLN)                           | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>PASYWA</b>                       | 3 719,0 | 3 937,8 | 4 357,3 | 4 345,1 | 4 379,8 | 4 422,5 | 4 413,1 | 4 471,6 | 4 524,4 |
| Kapitał własny                      | 1 856,1 | 2 145,3 | 2 593,6 | 2 650,5 | 2 743,2 | 2 841,1 | 2 879,4 | 2 951,7 | 3 016,4 |
| Kapitał akcyjny                     | 11,2    | 11,2    | 11,2    | 11,2    | 11,2    | 11,2    | 11,2    | 11,2    | 11,2    |
| Kapitał zapasowy                    | 383,5   | 491,0   | 561,9   | 667,7   | 667,7   | 667,7   | 667,7   | 667,7   | 667,7   |
| Zysk z lat ubiegłych                | -70,4   | 38,5    | 107,8   | 144,4   | 262,0   | 346,3   | 398,3   | 457,9   | 509,8   |
| Udziały mniejszości                 | 80,6    | 90,4    | 106,3   | 107,6   | 118,1   | 131,4   | 143,8   | 156,5   | 169,8   |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | 502,2   | 485,7   | 497,8   | 530,2   | 530,2   | 460,2   | 390,2   | 359,0   | 327,8   |
| Dług                                | 102,6   | 101,7   | 150,8   | 206,1   | 206,1   | 206,1   | 206,1   | 206,1   | 206,1   |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | 906,2   | 863,8   | 721,1   | 581,4   | 523,4   | 524,7   | 533,1   | 537,0   | 542,2   |
| Zobowiązania handlowe               | 652,0   | 628,5   | 540,3   | 516,5   | 458,5   | 459,8   | 468,2   | 472,1   | 477,3   |
| Dług                                | 254,2   | 235,3   | 180,9   | 64,9    | 64,9    | 64,9    | 64,9    | 64,9    | 64,9    |
| Rezerwy na zobowiązania             | 325,8   | 313,8   | 381,3   | 414,2   | 414,2   | 414,2   | 414,2   | 414,2   | 414,2   |
| Pozostałe                           | 48,1    | 38,8    | 57,1    | 61,2    | 50,7    | 50,9    | 52,5    | 53,2    | 54,1    |
| <b>Dług</b>                         | 356,8   | 337,0   | 331,7   | 271,0   | 271,0   | 271,0   | 271,0   | 271,0   | 271,0   |
| <b>Dług netto</b>                   | 70,6    | -161,0  | -140,9  | -133,5  | -278,9  | -363,1  | -376,2  | -467,4  | -538,8  |
| (Dług netto / Kapitał własny)       | 3,8%    | -7,5%   | -5,4%   | -5,0%   | -10,2%  | -12,8%  | -13,1%  | -15,8%  | -17,9%  |
| (Dług netto / EBITDA)               | 0,1     | -0,3    | -0,3    | -0,4    | -0,9    | -1,0    | -1,1    | -1,4    | -1,5    |
| <b>BVPS</b>                         | 332,6   | 384,4   | 464,8   | 475,0   | 491,6   | 509,1   | 516,0   | 529,0   | 540,5   |

## Przepływy pieniężne

| (mln PLN)                         | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przepływy operacyjne              | 266,9  | 431,5  | 349,9  | 370,0  | 300,7  | 256,7  | 184,1  | 272,2  | 278,2  |
| Zysk netto                        | 325,7  | 254,5  | 270,3  | 142,5  | 117,6  | 131,3  | 117,6  | 130,2  | 143,0  |
| Amortyzacja                       | 140,6  | 137,5  | 149,0  | 167,8  | 158,7  | 168,3  | 161,6  | 156,8  | 153,7  |
| Kapitał obrotowy                  | -248,6 | -53,8  | -175,6 | 33,2   | 33,7   | -74,5  | -98,3  | -44,4  | -48,6  |
| Pozostałe                         | 49,2   | 93,4   | 106,2  | 26,5   | -9,3   | 31,7   | 3,2    | 29,6   | 30,0   |
| Przepływy inwestycyjne            | -197,3 | -156,6 | -336,6 | -235,1 | -150,0 | -120,0 | -100,0 | -105,0 | -110,3 |
| CAPEX                             | -161,6 | -135,3 | -242,3 | -242,5 | -150,0 | -120,0 | -100,0 | -105,0 | -110,3 |
| Inwestycje kapitałowe             | -35,6  | -21,4  | -94,3  | 7,4    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Przepływy finansowe               | -51,1  | -63,0  | -38,8  | -203,0 | -5,4   | -52,5  | -71,1  | -76,0  | -96,6  |
| Dług                              | -33,0  | -68,5  | -98,6  | -162,2 | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Dywidendy/buy-back                | -18,2  | -24,4  | -24,5  | -35,6  | 0,0    | -47,1  | -65,6  | -70,6  | -91,2  |
| Pozostałe                         | 0,1    | 29,8   | 84,3   | -5,3   | -5,4   | -5,4   | -5,4   | -5,4   | -5,4   |
| Zmiana stanu środków pieniężnych  | 18,5   | 211,9  | -25,4  | -68,1  | 145,3  | 84,2   | 13,1   | 91,2   | 71,4   |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 286,2  | 498,0  | 472,6  | 404,5  | 549,8  | 634,1  | 647,1  | 738,3  | 809,7  |
| DPS (PLN)                         | 3,25   | 4,37   | 4,38   | 6,37   | 0,00   | 8,43   | 11,76  | 12,65  | 16,34  |
| FCF                               | 65,6   | 207,0  | -36,6  | 140,9  | 176,0  | 123,8  | 98,7   | 155,8  | 156,6  |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)  | -5,1%  | -3,9%  | -6,1%  | -6,4%  | -4,7%  | -3,8%  | -3,1%  | -3,2%  | -3,3%  |

## Wskaźniki rynkowe

|                                      | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| P/E                                  | 3,2     | 4,1     | 3,8     | 7,3     | 8,8     | 7,9     | 8,8     | 8,0     | 7,3     |
| P/E (skorygowany)                    | 3,3     | 4,5     | 4,0     | 6,4     | 8,8     | 7,9     | 8,8     | 8,0     | 7,3     |
| P/CE                                 | 2,2     | 2,6     | 2,5     | 3,3     | 3,8     | 3,5     | 3,7     | 3,6     | 3,5     |
| P/BV                                 | 0,6     | 0,5     | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,3     |
| P/S                                  | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     |
| FCF/EV                               | 5,9%    | 23,6%   | -4,1%   | 15,6%   | 23,2%   | 18,3%   | 14,9%   | 27,3%   | 31,4%   |
| EV/EBITDA                            | 2,1     | 1,9     | 2,2     | 2,7     | 2,7     | 2,3     | 2,4     | 2,1     | 1,9     |
| EV/EBITDA (skorygowany)              | 2,2     | 2,1     | 2,3     | 2,6     | 2,7     | 2,3     | 2,4     | 2,1     | 1,9     |
| EV/EBIT                              | 2,9     | 2,7     | 3,3     | 5,0     | 5,3     | 4,3     | 4,8     | 3,9     | 3,3     |
| EV/S                                 | 0,4     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,2     | 0,2     | 0,2     |
| CFO/(EBITDA skor.)                   | 49%     | 92%     | 80%     | 93%     | 93%     | 72%     | 56%     | 80%     | 78%     |
| Dywid                                | 1,7%    | 2,3%    | 2,4%    | 3,4%    | 0,0%    | 4,5%    | 6,3%    | 6,8%    | 8,8%    |
| Cena (PLN)                           | 186,00  | 186,00  | 186,00  | 186,00  | 186,00  | 186,00  | 186,00  | 186,00  | 186,00  |
| Liczba akcji na koniec okresu (mln)  | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     | 5,6     |
| MC (mln PLN)                         | 1 037,9 | 1 037,9 | 1 037,9 | 1 037,9 | 1 037,9 | 1 037,9 | 1 037,9 | 1 037,9 | 1 037,9 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 80,6    | 90,4    | 106,3   | 107,6   | 118,1   | 131,4   | 143,8   | 156,5   | 169,8   |
| EV (mln PLN)                         | 1 189,1 | 967,3   | 1 003,3 | 1 012,0 | 877,2   | 806,2   | 805,5   | 727,1   | 669,0   |

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

**EBIT** – zysk operacyjny

**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** – wartość księgowa

**WNDB** – wynik na działalności bankowej

**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją

**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

[https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści opracowania. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 7 sierpnia 2020 o godzinie 08:17.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 sierpnia 2020 o godzinie 08:17.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologiczną techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Stalprodukt.**

**mBank S.A.**

Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Kamil Kliszczyk  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klisczyk@mbank.pl](mailto:kamil.klisczyk@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)