

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 zakupowanej 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 zakupowane 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 wzrosłby 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

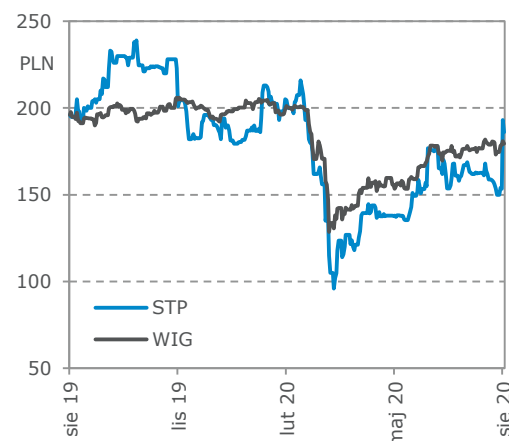
### Struktura akcjonariatu

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](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

**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

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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 metodologicznie 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 Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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)

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

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

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

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