

piątek, 5 marca 2021 | raport analityczny

Stalprodukt: kupuj (podtrzymana)

STP PW; STP.WA | Przemysł metalowy, Polska

Dobre perspektywy na 1H'21

Lokalnie rekordowe ceny cynku, oraz rosnące ceny blachy transformatorowej wspierają perspektywy Grupy Stalprodukt na 1H'21 rok. Grupa korzysta z wzrostowego trendu inwestycji w zakresie odnawialnych źródeł energii, stacji ładowania oraz wzrostu sprzedaży samochodów elektrycznych (większe zapotrzebowanie na transformatory). Dodatkowo perspektywa odbicia sprzedaży w Automotive (transport to 25% zużycia cynku) oraz planowane inwestycje infrastrukturalne (ponad 50% użycia cynku) korzystnie przekładają się na wzrost popytu na cynk i wyższe jego ceny. Dodatkowo po zamknięciu kopalni Olkusz-Pomorzany, Stalprodukt jeszcze do końca 1H'21 przerabiać będzie wydobyty do końca 2020 roku urobek (flotacja działa do wakacji), co powoduje, że Spółka wciąż korzysta z pionowej integracji i wysokich cen cynku. Stalprodukt w 4Q'20 ukończył inwestycje w zakresie budowy nowej hali wianien w hucie w Bukownie, która zwiększyła moce Grupy w zakresie cynku o 13% i przełożyła się na zmniejszenie kosztów wytwarzania (spadek etatów o 75 osób i spadek zużycia energii o 2%). Naszym zdaniem po zakończeniu 5-letniego programu inwestycyjnego Grupa Stalprodukt w 2021 roku powróci do wypłaty dywidendy (rekomendacja na początku V'21; oczekujemy DPS 11,66 PLN), czemu sprzyja mocny bilans (50 PLN gotówki netto na akcje na koniec 2020 roku). Po 70% wzroście kursu akcji od momentu wydania przez nas pierwszej rekomendacji na Stalprodukt, naszym zdaniem Spółka ma jeszcze co najmniej 20% potencjał wzrostu. Podnosimy nasze oczekiwania na wolumen sprzedaży cynku w 2021 roku oraz średnie ceny metali i blachy transformatorowej. Podwyższamy naszą cenę docelową dla spółki do 397,79 PLN (370,99 PLN wcześniej) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Nisko wyceniany recykling

Stalprodukt w końcówce 2019 roku uruchomił instalacje (200 tys. ton pyłu rocznie) odzyskujące cynk z pyłów stalowych, który jest odpadem niebezpiecznym procesu elektrycznego przetapiania stali. Grupa jest największym i jedynym w Polsce recyklerem pyłów stalowych. Inne spółki (Befesa, Mo-BRUK) zajmujące się recyklingiem odpadów niebezpiecznych są obecnie wyceniane na wskaźniku ponad 10xEBITDA'21, podczas gdy Stalprodukt poniżej 4x.

mWIG40 na horyzoncie

Przy okazji najbliższej rewizji indeksów (19 marca) Stalprodukt dołączy do indeksu mWIG40 z wagą 1,07%.

Wyniki 4Q'20

W 4Q'20 oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyniki finansowe okazały się wyższe r/r oraz lepsze od naszych prognoz (EBITDA +4%, zysk netto 39% vs. nasze szacunki). Wcześniej przy publikacji wstępnych danych za 4Q'20 rynek zareagował spadkami na słabsze raportowane wyniki, które po publikacji ostatecznych danych okazały się być obciążone zdarzeniami jednorazowymi w kwocie 15 mln PLN.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	3 816,3	3 320,4	3 852,5	3 471,5	3 382,9
EBITDA skor.	396,6	378,2	440,9	446,5	389,7
marża EBITDA skor.	10,4%	11,4%	11,4%	12,9%	11,5%
EBIT skor.	228,9	211,4	271,6	277,2	227,1
Zysk netto skor.	162,9	162,7	198,8	203,1	165,2
P/E (skor.)	11,0	11,0	9,0	8,8	10,9
P/CE	5,8	5,4	4,9	4,8	5,5
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (skor.)	4,5	4,2	3,6	3,1	3,4
DPS	6,37	0,00	11,66	17,81	21,84
DYield	2,0%	0,0%	3,6%	5,5%	6,8%

Cena bieżąca	321,50 PLN
Cena docelowa	397,79 PLN
Kapitalizacja	1,8 mld PLN
Free float	0,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,2 mln PLN

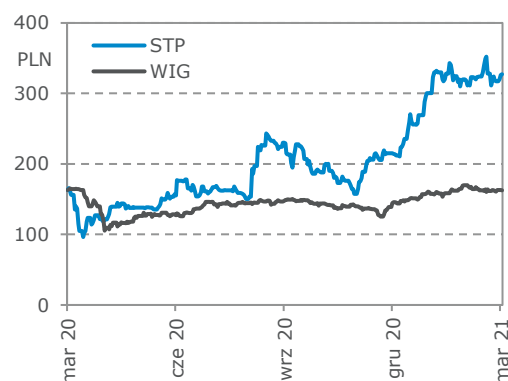
Struktura akcjonariatu

STP Investment	28,19%
Arcelor Mittal Poland	19,10%
Stalprodukt Profil	10,39%
FCASE Sp. z o.o.	5,38%
Pozostali akcjonariusze	36,94%

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) zakończyła działalność w 2020 roku. W to miejsce Stalprodukt będzie pozyskiwał wsad z zewnątrz 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	397,79	370,99	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Stalprodukt	321,50	397,79	+23,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)	+9,5%	+3,5%	+5,0%
Zysk netto (skor.)	+23,6%	+7,6%	+12,1%
Blacha trans. (PLN/t)	+6,7%	+2,3%	0,0%
Cynk (PLN/t)	+4,0%	0,0%	0,0%
Olów (PLN/t)	+5,3%	0,0%	0,0%
Blachy trans. (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
Cynk (tys. t)	+9,6%	-2,2%	0,0%
Profile (tys. t)	-1,0%	-1,1%	-1,2%

Analitik:

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

Wycena

Wartość Stalprodukt szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Stalprodukt szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 397,79 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	381,81
Wycena DCF	50%	361,43
cena wynikowa		371,62
cena docelowa za 9 m-cy		397,79

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec lutego 2021 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2020 r.

- Ze względu na ryzyko związane 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 (tys. ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Blachy transformatorowe	82,5	85,2	124,1	132,3	103,9	130,0	132,6	135,3	138,0
Rdzenie transformatorowe	1,0	1,0	1,2	1,0	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Cynk	158,7	158,5	156,4	153,6	131,9	141,4	120,5	126,6	132,6
Ołów	13,1	12,1	12,5	13,5	11,6	12,5	10,6	11,2	11,7
Glena	20,4	15,4	15,8	28,5	15,5	16,6	14,2	14,9	15,6
Srebro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kształtowniki ziomnogięte	228,8	206,2	188,1	183,8	155,0	170,5	165,4	160,4	155,6
Barьеры drogowe	19,6	22,2	26,3	21,1	20,0	20,0	25,0	18,0	15,0
Serwis blach	36,3	25,1	18,2	13,3	12,0	11,0	9,4	8,9	8,4
Cynk recykling	0,0	0,0	0,0	0,0	26,2	35,7	41,6	46,4	46,4
Pyły (Maks 200)	0,0	0,0	0,0	0,0	110,0	150,0	175,0	195,0	195,0

Źródło: mBank

Ceny	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Blacha walcowana (PLN/t)	1 619	2 136	2 246	2 112	2 131	2 520	2 340	2 160	2 160
Blacha walcowana (USD/t)	411	559	622	550	546	700	650	600	600
Blacha transformatorowa (PLN/t)	8 268	6 921	7 060	7 448	7 464	8 064	7 920	7 560	7 560
Blacha transformatorowa (USD/t)	2 099	1 811	1 955	1 940	1 912	2240	2200	2100	2100
Cynk (PLN/t)	8 133	11 056	10 546	9 809	8 800	9 360	8 640	8 280	7 920
Cynk (USD/t)	2 065	2 893	2 920	2 555	2 254	2600	2400	2300	2200
Ołów (PLN/t)	7 820	8 874	8 121	7 675	7 071	7 200	7 560	7 560	7 560
Ołów (USD/t)	1 985	2 322	2 249	1 999	1 811	2000	2100	2100	2100
Glena (PLN/t)	3 431	4 203	4 198	4 243	3 858	4 016	3 962	3 879	3 795
Glena (USD/t)	871	1 100	1 163	1 105	988	1 115	1 100	1 078	1 054
Srebro (PLN/oz)	67,5	65,6	56,9	62,2	80,2	86,4	86,4	86,4	86,4
Srebro (USD/oz)	17,1	17,2	15,8	16,2	20,6	24,0	24,0	24,0	24,0
Energia elektryczna A (PLN/MWh)	340	329	337	360	425	443	460	462	469
Gaz naturalny (PLN/MWh)	846	968	1 174	929	706	750	876	876	876
Gaz naturalny (USD/MWh)	215	253	325	242	181	208	243	243	243
Węgiel Górny Śląsk (PLN/t)	194	204	239	261	250	240	240	240	240
Węgiel koksujący (PLN/t)	470	680	698	662	500	558	576	558	558
Węgiel koksujący (USD/t)	119	178	193	172	128	155	160	155	155
Certyfikaty CO2 (PLN/t)	24	25	69	108	110	134	138	147	156
Certyfikaty CO2 (EUR/t)	5	6	16	25	25	30	32	34	36
USD/PLN	3,94	3,82	3,61	3,84	3,90	3,60	3,60	3,60	3,60
EUR/PLN	4,36	4,25	4,25	4,30	4,44	4,45	4,30	4,30	4,30

Źródło: mBank

Model DCF

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	+
Przychody ze sprzedaży	3 852,5	3 471,5	3 382,9	3 366,8	3 364,4	3 363,0	3 362,5	3 363,0	3 364,3	3 378,8	3 393,8
zmiana	16,0%	-9,9%	-2,6%	-0,5%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,4%
EBITDA	440,9	446,5	389,7	344,1	353,6	364,2	353,8	342,2	340,2	342,3	344,2
marża EBITDA	11,4%	12,9%	11,5%	10,2%	10,5%	10,8%	10,5%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%
Amortyzacja	169,3	169,3	162,6	157,7	154,7	153,4	145,6	146,0	135,4	140,7	140,7
EBIT	271,6	277,2	227,1	186,4	199,0	210,8	208,2	196,2	204,8	201,6	203,5
marża EBIT	7,0%	8,0%	6,7%	5,5%	5,9%	6,3%	6,2%	5,8%	6,1%	6,0%	6,0%
Opodatkowanie EBIT	53,8	55,0	44,9	36,8	39,3	41,7	41,2	38,8	40,5	39,9	40,2
NOPLAT	217,7	222,2	182,2	149,6	159,6	169,1	167,0	157,5	164,3	161,8	163,3
CAPEX	-120,0	-100,0	-105,0	-110,3	-115,8	-121,6	-127,6	-134,0	-140,7	-140,7	-140,7
Kapitał obrotowy	-228,9	43,8	-4,8	-26,4	-30,5	-30,8	-31,1	-0,1	-0,4	-4,3	-4,5
FCF	38,2	335,3	234,9	170,7	168,0	170,1	153,9	169,3	158,6	157,4	158,8
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	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
PV FCF	35,4	283,9	181,7	120,5	108,4	100,2	82,8	83,2	71,1	64,5	59,4

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)	1 657,3
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	678,9
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 131,7
Wartość firmy (EV)	1 810,6
Dług netto	-317,9
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	111,6
Wartość firmy	2 016,9
Liczba akcji (mln)	5,6
Wartość firmy na akcję (PLN)	361,4
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,0%
Cena docelowa (PLN)	386,9

EV/EBITDA('21) dla ceny docelowej	4,5
P/E('21) dla ceny docelowej	10,9
Udział TV w EV	37,5%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
WACC +1,0 p.p.	339,3	347,2	356,7	368,1	382,2
WACC +0,5 p.p.	351,7	360,7	371,6	384,8	401,4
WACC	365,2	375,5	386,9	403,5	423,1
WACC -0,5 p.p.	379,9	391,8	406,3	424,4	447,7
WACC -1,0 p.p.	396,0	409,7	426,6	448,0	476,0

Wycena porównawcza

Stalprodukt w wycenie mnożnikowej porównujemy do spółek z branży stalowej, producentów i przetwórców cynku oraz recyklerów cynku.

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
TATA STEEL LTD	12,8	8,1	8,7	7,0	6,0	5,9
THYSSENKRUPP AG	-	33,2	20,2	4,7	3,0	3,6
VOESTALPINE AG	-	17,2	14,5	9,8	6,5	6,2
SALZGITTER AG	12,2	8,5	8,3	5,2	4,6	6,1
KLOECKNER & CO SE	21,2	17,0	11,0	5,6	5,0	-
BEFESA SA	25,5	20,5	18,9	14,0	12,0	11,2
GEM CO LTD-A	37,0	27,2	-	18,2	15,0	-
UMICORE	29,5	26,9	23,2	14,9	13,8	12,2
SSAB AB-A SHARES	12,7	12,1	11,4	5,4	5,0	4,8
VALLOUREC SA	-	-	118,3	11,6	7,4	6,8
UNITED STATES STEEL CORP	9,2	100,4	34,6	5,5	7,7	6,5
NOVOLIPETSK STEEL PJSC-GDR	7,9	9,8	10,1	5,6	6,8	6,7
CLEVELAND-CLIFFS INC	5,6	7,8	10,3	4,7	5,0	-
POSCO	10,3	9,3	8,3	4,8	4,3	2,9
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	13,0	12,0	-	5,2	4,6	-
KOREA ZINC CO LTD	11,5	11,0	12,0	4,9	4,5	4,2
BOLIDEN AB	12,5	13,7	14,0	6,0	6,3	6,3
HINDUSTAN ZINC LTD	17,8	13,4	12,4	10,9	8,2	7,8
MIN	5,6	7,8	8,3	4,7	3,0	2,9
MAX	37,0	100,4	118,3	18,2	15,0	12,2
Mediana	12,7	13,4	12,2	5,6	6,1	6,2
Stalprodukt	9,0	8,8	10,9	3,6	3,1	3,4
premia (dyskonto)	-29,1%	-33,9%	-11,1%	-35,3%	-49,5%	-45,8%
Implikowana wycena						
Mediana	12,7	13,4	12,2	5,6	6,1	6,2
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję (PLN)	381,81					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	3 140,9	3 501,1	3 956,7	3 816,3	3 320,4	3 852,5	3 471,5	3 382,9	3 366,8
zmiana	-	11,5%	13,0%	-3,5%	-13,0%	16,0%	-9,9%	-2,6%	-0,5%
Blachy transformatorowe	553,8	519,2	799,5	862,5	697,9	943,5	945,2	920,3	938,7
Cynk	1 420,4	1 834,7	1 670,9	1 599,0	1 288,6	1 389,8	1 093,2	1 100,7	1 103,0
Ołów	103,4	111,3	105,1	109,4	86,4	94,3	84,4	88,7	92,9
Glena	69,8	64,6	66,3	120,8	62,9	70,1	59,0	60,7	62,2
Srebro	53,1	46,1	39,6	38,8	43,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	53,1	-51,5	130,5	126,6	103,7	108,8	86,6	87,5	88,1
Cynk recykling	0,0	0,0	0,0	0,0	230,2	233,8	251,7	268,8	257,1
Kształtowniki ziomnogięte	512,7	569,7	542,9	505,6	429,6	538,8	492,8	449,2	435,7
Barьеры drogowe	77,8	101,2	126,3	114,4	102,6	110,4	133,5	92,9	77,4
Serwis blach	70,5	63,8	48,2	35,1	31,6	33,2	26,6	23,6	22,4
Koszty wytworzenia	2 507,5	2 943,6	3 407,6	3 333,8	2 893,7	3 349,5	2 973,1	2 931,5	2 953,0
Koszty sprzedaży	71,0	70,8	80,3	88,5	80,4	86,2	83,2	83,6	83,9
Koszty zarządu	135,8	140,2	157,0	154,2	152,8	145,2	137,9	140,7	143,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-13,9	13,1	-12,0	-36,0	17,9	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	412,8	359,6	299,8	203,7	211,4	271,6	277,2	227,1	186,4
zmiana	-	-12,9%	-16,6%	-32,1%	3,8%	28,5%	2,1%	-18,1%	-17,9%
marża EBIT	13,1%	10,3%	7,6%	5,3%	6,4%	7,0%	8,0%	6,7%	5,5%
Wynik na działalności finansowej	11,5	-12,1	49,1	-3,1	2,8	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
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	214,2	269,2	274,8	224,7	184,0
Podatek dochodowy	80,1	72,0	64,4	46,2	40,5	53,8	55,0	44,9	36,8
Udziałowcy mniejszościowi	19,5	21,0	14,4	12,0	11,1	16,5	16,7	14,6	12,9
Zysk netto	325,7	254,5	270,3	142,5	162,6	198,8	203,1	165,2	134,3
zmiana	-	-21,9%	6,2%	-47,3%	14,1%	22,2%	2,2%	-18,7%	-18,7%
marża	10,4%	7,3%	6,8%	3,7%	4,9%	5,2%	5,9%	4,9%	4,0%
Zysk netto (skorygowany)	314,9	232,5	259,9	162,9	162,7	198,8	203,1	165,2	134,3
Amortyzacja	140,6	137,5	149,0	167,8	166,8	169,3	169,3	162,6	157,7
EBITDA	553,4	497,1	448,9	371,5	378,2	440,9	446,5	389,7	344,1
zmiana	-	-10,2%	-9,7%	-17,2%	1,8%	16,6%	1,3%	-12,7%	-11,7%
marża EBITDA	17,6%	14,2%	11,3%	9,7%	11,4%	11,4%	12,9%	11,5%	10,2%
EBITDA (skorygowana)	540,0	470,0	436,0	396,6	378,2	440,9	446,5	389,7	344,1
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	29,1	35,6	36,4	29,6	24,1
CEPS	83,6	70,2	75,1	55,6	59,0	66,0	66,7	58,7	52,3
ROAE	17,5%	11,9%	10,4%	5,4%	5,9%	6,8%	6,7%	5,4%	4,4%
ROAA	8,8%	6,5%	6,2%	3,3%	3,7%	4,4%	4,5%	3,7%	3,0%

Bilans

(mIn PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	3 719,0	3 937,8	4 357,3	4 345,1	4 342,7	4 519,2	4 530,9	4 509,7	4 477,4
Majątek trwały	2 049,4	2 035,9	2 313,4	2 406,9	2 425,0	2 375,2	2 306,4	2 249,7	2 203,3
Wartość niematerialne i prawne	135,2	141,5	171,4	207,3	214,4	199,6	185,0	172,5	162,0
Rzeczowe aktywa trwałe	1 775,6	1 768,0	1 968,4	2 052,3	2 134,6	2 099,5	2 045,4	2 001,2	1 965,2
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	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8
Długoterminowe RM	91,9	77,6	74,1	109,8	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5
Majątek obrotowy	1 669,6	1 901,8	2 043,8	1 938,2	1 917,7	2 144,1	2 224,5	2 260,0	2 274,1
Zapasy	604,6	643,5	799,8	750,7	817,0	947,9	854,1	832,3	828,4
Należności krótkoterminowe	587,6	564,9	629,8	590,5	511,6	593,6	534,9	521,2	518,7
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	114,8	114,8	114,8	114,8	114,8
Środki pieniężne	286,2	498,0	472,6	404,5	436,4	443,8	681,1	753,0	773,8
Krótkoterminowe RM	25,9	26,6	18,3	32,5	37,9	44,0	39,6	38,6	38,4
PASYWA	3 719,0	3 937,8	4 357,3	4 345,1	4 342,7	4 519,2	4 530,9	4 509,7	4 477,4
Kapitał własny	1 856,1	2 145,3	2 593,6	2 650,5	2 771,3	2 941,2	3 049,2	3 054,6	3 042,4
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	764,2	764,2	764,2	764,2	764,2
Zysk z lat ubiegłych	-70,4	38,5	107,8	144,4	96,7	230,4	334,1	377,4	396,1
Udziały mniejszości	80,6	90,4	106,3	107,6	111,6	128,1	144,9	159,5	172,4
Zobowiązania długoterminowe	502,2	485,7	497,8	530,2	473,1	403,1	333,1	301,9	270,7
Dług	102,6	101,7	150,8	206,1	62,0	62,0	62,0	62,0	62,0
Zobowiązania krótkoterminowe	906,2	863,8	721,1	581,4	492,5	537,9	505,4	497,8	496,4
Zobowiązania handlowe	652,0	628,5	540,3	516,5	435,9	481,3	448,8	441,3	439,9
Dług	254,2	235,3	180,9	64,9	56,6	56,6	56,6	56,6	56,6
Rezerwy na zobowiązania	325,8	313,8	381,3	414,2	402,6	402,6	402,6	402,6	402,6
Pozostałe	48,1	38,8	57,1	61,2	91,6	106,3	95,8	93,3	92,9
Dług	356,8	337,0	331,7	271,0	118,5	118,5	118,5	118,5	118,5
Dług netto	70,6	-161,0	-140,9	-133,5	-317,9	-325,3	-562,6	-634,5	-655,2
(Dług netto / Kapitał własny)	3,8%	-7,5%	-5,4%	-5,0%	-11,5%	-11,1%	-18,5%	-20,8%	-21,5%
(Dług netto / EBITDA)	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,8	-0,7	-1,3	-1,6	-1,9
BVPS	332,6	384,4	464,8	475,0	496,6	527,1	546,4	547,4	545,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	266,9	431,5	349,9	370,0	350,4	194,9	439,1	301,2	249,0
Zysk netto	325,7	254,5	270,3	142,5	162,6	198,8	203,1	165,2	134,3
Amortyzacja	140,6	137,5	149,0	167,8	166,8	169,3	169,3	162,6	157,7
Kapitał obrotowy	-248,6	-53,8	-175,6	33,2	3,9	-228,9	43,8	-4,8	-26,4
Pozostałe	49,2	93,4	106,2	26,5	17,1	55,6	22,9	-21,8	-16,7
Przepływy inwestycyjne	-197,3	-156,6	-336,6	-235,1	-241,0	-120,0	-100,0	-105,0	-110,3
CAPEX	-161,6	-135,3	-242,3	-242,5	-225,4	-120,0	-100,0	-105,0	-110,3
Inwestycje kapitałowe	-35,6	-21,4	-94,3	7,4	-15,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-51,1	-63,0	-38,8	-203,0	-77,6	-67,4	-101,8	-124,2	-118,0
Dług	-33,0	-68,5	-98,6	-162,2	-57,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-18,2	-24,4	-24,5	-35,6	0,0	-65,1	-99,4	-121,9	-115,6
Pozostałe	0,1	29,8	84,3	-5,3	-20,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	18,5	211,9	-25,4	-68,1	31,9	7,4	237,3	71,9	20,7
Środki pieniężne na koniec okresu	286,2	498,0	472,6	404,5	436,4	443,8	681,1	753,0	773,8
DPS (PLN)	3,25	4,37	4,38	6,37	0,00	11,66	17,81	21,84	20,72
FCF	65,6	207,0	-36,6	140,9	117,6	38,2	335,3	234,9	170,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-5,1%	-3,9%	-6,1%	-6,4%	-6,8%	-3,1%	-2,9%	-3,1%	-3,3%

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	5,5	7,1	6,6	12,6	11,0	9,0	8,8	10,9	13,4
P/E (skorygowany)	5,7	7,7	6,9	11,0	11,0	9,0	8,8	10,9	13,4
P/CE	3,8	4,6	4,3	5,8	5,4	4,9	4,8	5,5	6,1
P/BV	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	3,5%	12,7%	-2,2%	8,5%	8,0%	2,6%	27,2%	20,3%	15,0%
EV/EBITDA	3,5	3,5	3,9	4,8	4,2	3,6	3,1	3,4	3,8
EV/EBITDA (skorygowany)	3,6	3,7	4,0	4,5	4,2	3,6	3,1	3,4	3,8
EV/EBIT	4,7	4,8	5,9	8,7	7,5	5,9	5,0	5,8	7,0
EV/S	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
CFO/(EBITDA skor.)	49%	92%	80%	93%	93%	44%	98%	77%	72%
DYield	1,0%	1,4%	1,4%	2,0%	0,0%	3,6%	5,5%	6,8%	6,4%
Cena (PLN)	321,50	321,50	321,50	321,50	321,50	321,50	321,50	321,50	321,50
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)	1 794,1	1 794,1	1 794,1	1 794,1	1 794,1	1 794,1	1 794,1	1 794,1	1 794,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	80,6	90,4	106,3	107,6	111,6	128,1	144,9	159,5	172,4
EV (mln PLN)	1 945,3	1 723,4	1 759,5	1 768,1	1 587,8	1 596,9	1 376,3	1 319,0	1 311,2

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

PRZEWĄŻENIE (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:

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. Prostej 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, Sygnty, 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

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, Sygnty, 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 nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 5 marca 2021 o godzinie 08:13.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 marca 2021 o godzinie 08:25.

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

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 uznarowy 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Stalprodukt

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-08-07
cena docelowa (PLN)	370,99	336,15
kurs z dnia rekomendacji	210,50	186,00

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl