

5 sierpnia 2009

Komentarz specjalny



Przemysł stalowy

Polska

Stalprofil S.A.

STPR.WA STF.PW

Rozwój spółek zależnych antidotum na dekoniunkturę

Łukasz Dynysiuk
(48 22) 697 47 40
praktykanci@dibre.com.pl

Obecna cena 10,35 PLN

Stalprofil szukając sposobu na wyjście obronną ręką z globalnego kryzysu na rynku stali dywersyfikuje obszar swojej działalności skupiając się na rozwoju spółek zależnych: Izostalu S.A. i ZRUGU Zabrze Sp. z o.o. Dzięki inwestycjom w obydwie spółki Stalprofil chce zwiększyć udział swojego drugiego segmentu działalności związanej z infrastrukturą sieci przesyłowych gazu i innych mediów w strukturze przychodów całej Grupy. W 2008 roku udział segmentu infrastruktury stanowił 63% wygenerowanego zysku netto przez całą Grupę (+26,1% w porównaniu do roku 2007). Sytuacja taka jest podyktowana głównie zamówieniami sektora gazowego i wodnokanalizacyjnego, który jest odporny na koniunkturalne wahania. Jak zapewniają władze Stalprofilu S.A. obydwa podmioty zależne mają zakontraktowany cały 2009 rok, który pod względem sprzedaży wolumenów będzie większy w porównaniu do 2008 roku o ok. 10%. Spodziewany jest zwiększony popyt na co najmniej najbliższe 4 lata, chociażby ze strony czterech głównych odbiorców wyrobów Izostalu i usług ZRUGU Zabrze, tj. PGNiG S.A., OGP Gaz-System S.A., PKN Orlen oraz Grupy Lotos. Podczas gdy segment infrastruktury ma się dobrze segment stalowy rok do roku zmniejsza swój wynik na poziomie zysku netto (2008/2007 o -73,7%). Uzyskiwane marże kształtują się w niskim przedziale od 2% do 4%. Popyt na wyroby stalowe jest znacznie mniejszy niż przed rokiem, a ceny stali spadły do poziomu z 2004 roku (np. cena maksymalna blachy gorącowalcowanej w 2Q 2008 roku kosztowała 2 750 PLN, a w analogicznym okresie 2009 roku 1 844 PLN). Sprzedaż Grupy w segmencie stalowym była niższa o ok. 32% (1Q 2009/1Q 2008).

W związku z prognozowanym wzrostem popytu na rynku inwestycji infrastrukturalnych Grupa kontynuuje realizację swojego sztanndarowego projektu, tj. budowę nowoczesnego „Centrum Izolacji Antykorozyjnej Rur Stalowych”. Inwestycja ta jest finansowana kredytem w wysokości 18 mln PLN pozyskanego przez Izostal, a także przez wykorzystanie funduszy unijnych z Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, w ramach programu innowacyjna gospodarka, w kwocie 20,1 mln PLN. Projekt ten (całość projektu to 60 mln PLN) powinien być ukończony jeszcze w tym roku. Dzięki niemu Grupa osiągnie lepszy efekt synergii oraz przewagę konkurencyjną zwiększając swój asortyment w segmencie rur o większej średnicy jakie mogą być izolowane powłokami antykorozyjnymi zewnętrznymi oraz, co ważne, wprowadzi w swej ofercie nowy produkt (dotychczas oferowany w ramach kooperacji z poddostawcami) w postaci szerokiej gamy powłok antykorozyjnych na wewnętrznej powierzchni rur. Produkcja tych wyrobów ma się rozpocząć już w październiku tego roku.

W strukturze przychodów Grupy największy 76-proc. udział ma podmiot dominujący Stalprofil S.A., który działa w segmencie stalowym. Niestety, z powodu rozchwianego rynku cen oraz ograniczonych zapasów uważamy, że Grupie nie uda się zrealizować wysokich marż w tym segmencie. Dlatego też naszym zdaniem słuszną jest polityka Grupy koncentrująca się na swym drugim segmencie co najmniej z kilku powodów:

- Z wieloma inwestycjami w krótko i długoterminowym horyzoncie czasu, związanymi z budową rurociągów łączących Polskę ze Skandynawią, Europą Zachodnią, Czechami. Ponadto, uruchomienie polskich złóż gazu i budowa niezbędnej infrastruktury. Fakt nie zgazyfikowania blisko 50-proc. obszaru Polski oraz modernizacja i wymiana istniejących sieci.
- Segment ten jest perspektywiczną niszą, która pozwoli na zwiększanie sprzedaży wolumenów oraz uzyskiwanie wyższych marż w porównaniu do pierwszego segmentu działalności Grupy. Zarówno ZRUG Zabrze jak i Izostal bardzo dobrze odnalazły się w tej niszy. Zwłaszcza Izostal, który nie ma znaczącej na rynku krajowym konkurencji w tym sektorze poza mniej aktywnie działającymi na rynku Hutą Ferrum S.A. oraz Dega Plus Sp. z o.o., z którymi i tak rozpoczął ścisłą współpracę.
- Uważamy, że pomimo gorszej obecnie sytuacji w segmencie stalowym Grupa Stalprofil S.A. powinna zamknąć rok 2009 na plusie z podobnym wynikiem jak w roku 2008 (ponad 11 mln PLN zysku netto; wskaźnik P/E na poziomie 14,1). Rok 2010 powinien wg. nas być lepszy dla Spółki m.in. ze względu na zwiększony popyt na wyroby stalowe oraz wyższe ceny, ale przede wszystkim na rozwój spółek zależnych z segmentu infrastruktury. Planowane nakłady inwestycyjne w sektorze gazowym w Polsce przez PGNiG zakładają 20 mld PLN w przeciągu 8 lat, zaś OGP Gaz-System S.A. 5,5 mld PLN w ciągu 5 lat. Nakłady inwestycyjne w przemyśle petrochemicznym w Polsce planowane przez PKN Orlen to odpowiednio: wydatki średniorocznie na poziomie 3,5 mld PLN w okresie 2007 - 2012, a przez Grupę Lotos 5,6 mld PLN w latach 2008 - 2010. Co więcej, na planowane inwestycje budownictwa hydrotechnicznego w Polsce UE przeznaczyła w ramach programu Operacyjna Infrastruktura i Środowisko ok. 19 mld PLN na lata 2007 - 2013, w tym na gospodarkę wodno-ściekową ok. 9,6 mld PLN.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - 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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%

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

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

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

DI BRE Banku 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.