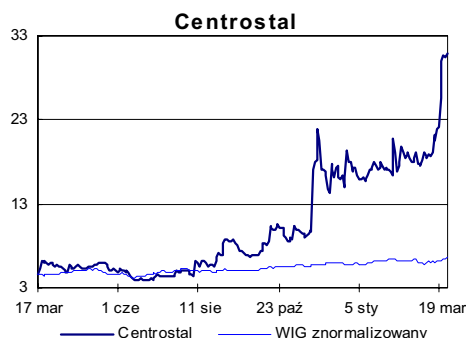




Centrostal Gdańsk

SPO

**Dane podstawowe (po emisji)**

maksymalna cena emisyjna	7,30
wycena DCF (zł)	10,60-10,70
wycena porównawcza	7-11
kapitalizacja (*) (mln zł)	256,87
EV (mln zł)	119,22
liczba akcji (mln szt.)	35,19
free float	49,6%
free float (mln zł)	127,30

(*) implikowany maksymalny cen emisyjny

Akcyonariat (przed emisją)% akcji i głosów

Złomrex	50,44
Arkadiusz Stelmach	6,08
Inni	43,48

Zmiana kursu	Centrostal	WIG
1 miesiąc	61,1%	2,9%
3 miesiące	72,1%	12,2%
6 miesięcy	342,4%	28,8%
12 miesięcy	424,9%	43,6%

min 52 tyg (zł)	3,86
max 52 tyg (zł)	30,97

Dom Maklerski PKO BP S.A.

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Andrzej Powierża

tel. (0-22) 521-79-41

e-mail: andrzej.powierza@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

Charakterystyka spółki

Centrostal jest lokalnym dystrybutorem wyrobów hutniczych, mającym 4 oddziały zlokalizowane w Gdańsku, Olsztynie, Słupsku i Warszawie. Poprzez akwizycje, a w miarę potrzeby także rozwój organiczny, spółka chce stać się dystrybutorem ogólnokrajowym, liderem krajowego obrotu wyrobami hutniczymi. Pomóc w tym ma przejęcie od głównego akcjonariusza, spółki Złomrex, dwóch spółek (Centrostal Górnośląski i Centrostal Opole), przejęcie innych dystrybutorów stali oraz stworzenie wspólnie z handlową częścią Voestalpine (kupioną przez Złomrex) wspólnej grupy zakupowej.

Perspektywy

Ostatnie lata to okres świetnej koniunktury w sektorze stalowym, tak w Polsce, jak i na świecie. Zgodnie z prognozami światowe zapotrzebowanie na stal w ciągu najbliższych 10 lat będzie rosło o 3,1% - 4,5% rocznie, przy czym ceny powinny utrzymywać się powyżej wartości historycznych, o ile nadmierne inwestycje nie doprowadzą do powstania nadwyżki w mocach produkcyjnych.

Prognozy dotyczące przyszłości polskiego rynku stalowego są optymistyczne. Zużycie stali w Polsce wynosi zaledwie 55% średniego poziomu w UE. Wzrostowy potencjał rynku wiąże się również z oczekiwanym wzrostem inwestycji (budownictwo, planowana rozbudowa infrastruktury komunikacyjnej, zagraniczne inwestycje bezpośrednie). Obecnie Polska jest importerem netto produktów stalowych, jednak istnieje szansa, że sytuacja ta ulegnie zmianie w wyniku realizowanych w polskim hutnictwie inwestycji.

Wartość rynku stali w Polsce szacowana jest na 11 mld zł. Zgodnie z prognozami, udział dystrybutorów w przyszłości wynosić będzie ok. 60-70%. Czynnikiem ryzyka dla sektora jest nieujawnienie przez krajowe huty konkretnych planów dotyczących planowanych zmian sieci dystrybucji. Dystrybutorzy wyrobów hutniczych odnotowali w 2006 r. wzrost rentowności. Sprzedaż notowanych na giełdzie dystrybutorów wzrosła w zeszłym roku o 30%. Oczekuje się wzrostu koncentracji poprzez przejęcia na rynku dystrybutorów.

Wyceny

Wyceny samego Centrostalu po poprawie efektywności i grupy trzech Centrostali po emisji przeprowadzonej po 7,3 zł dają podobny poziom – 5-7 zł kiedy porównujemy z zagranicą i ok. 11 zł dla porównań z polskim rynkiem – czyli biorąc wagę 30% dla spółek zagranicznych i 70% dla krajowych – 9 zł na akcję. Wycena metodą DCF daje ok. 10,5 zł

Dane finansowe

mln zł	2004	2005	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	128,34	118,14	149,42	162,60	177,46	186,33
EBITDA	7,82	2,74	4,60	7,11	8,44	9,30
EBIT	6,04	0,85	2,77	5,28	6,61	7,20
Zysk netto	0,73	-0,89	0,86	2,75	3,76	4,09
EPS (zł) (*)	0,14	-0,17	0,17	0,53	0,72	0,79
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,48	0,19	0,52	0,88	1,08	1,19
P/E (**)	52,16	-42,69	43,88	13,79	10,08	9,25
P/BV (**)	1,38	1,58	1,45	1,32	1,16	1,03
EV/EBITDA (**)	7,21	20,57	12,26	7,94	6,69	6,07

p - prognoza DM PKO BP S.A.

(*) Przyjmując aktualną liczbę akcji (**) Przy maksymalnej cenie emisyjnej



Spis treści

I. Podsumowanie	3
II. Wycena	4
1. Wycena porównawcza	4
2. Wycena DCF	5
3. Podsumowanie wyceny	5
III. Emisja	6
1. Akcjonariat	6
2. Cele emisji	6
3. Czynniki ryzyka	7
IV. Rynek stalowy na świecie	8
1. Technologia produkcji	8
2. Koniunktura w hutnictwie w 2006 r.	8
3. Trendy i perspektywy	10
V. Rynek stalowy w Polsce	12
1. Polski rynek produkcji stali	12
2. Polski rynek dystrybucji stali	16
3. Główni dystrybutorzy stali	20
4. Trendy i perspektywy	26
VI. Centrostal Gdańsk	27
1. Pozycja rynkowa Centrostalu Gdańsk	27
2. Wyniki finansowe Centrostalu Gdańsk	28
3. Przejmowane spółki	29
4. Założenia co do przyszłych wyników grupy	30
Aneks - Szacunkowa wycena handlowej części Stalexportu	32
Dane finansowe	33



I. Podsumowanie

Centrostal jest lokalnym dystrybutorem wyrobów hutniczych, działającym poprzez 4 oddziały zlokalizowane w Gdańsku, Olsztynie, Słupsku i Warszawie. Udział w rynku dystrybucji wyrobów hutniczych na Pomorzu przedstawiciele Złomrexu szacują na 50%. Poprzez akwizycje, a w miarę potrzeby także rozwój organiczny, spółka chce stać się dystrybutorem ogólnokrajowym, liderem krajowego obrotu wyrobami hutniczymi. Pomóc w tym ma przejęcie od głównego akcjonariusza, spółki Złomrex, dwóch spółek (Centrostal Górnośląski i Centrostal Opole), przejęcie innych dystrybutorów oraz stworzenie wspólnie z handlową częścią Voestalpine (kupiona przez Złomrex) wspólnej grupy zakupowej.

Ostatnie lata to okres świetnej koniunktury w sektorze stalowym. Na początku 2006 r. ceny produktów stalowych odbiły się po znaczącym spadku w 2005 r. Światowa produkcja stali w 2006 wzrosła o 9% r./r. i wyniosła 1218 mln t, przy czym podkreślenia wymaga wyraźny wzrost produkcji chińskiej (+68 mln t). Prognozy na 2007 r. zakładają wzrost konsumpcji o 5,2%, a więc niższy niż w roku ubiegłym. Zgodnie z prognozami zapotrzebowanie na stal w ciągu najbliższych 10 lat rośnie będzie o 3,1% - 4,5% rocznie, przy czym ceny powinny utrzymywać się powyżej wartości historycznych, o ile nadmierne inwestycje nie doprowadzą do powstania nadwyżki w mocach produkcyjnych. Zagrożeniem mogą być Chiny, w których produkcja w bieżącym roku ma wynieść ok. 460 mln t, a kraj ten z importera stopniowo coraz bardziej przekształca się w eksportera stali. W nadchodzących latach liczyć należy się również z postępującą konsolidacją spółek w sektorze.

Prognozy dotyczące przyszłości polskiego rynku stalowego są optymistyczne. Zużycie stali w Polsce wynosi zaledwie 55% średniego poziomu w UE. Wzrostowy potencjał rynku wiąże się również z oczekiwanym wzrostem inwestycji (budownictwo, planowana rozbudowa infrastruktury komunikacyjnej, zagraniczne inwestycje bezpośrednie). Obecnie Polska jest importers netto produktów stalowych, jednak istnieje szansa, że sytuacja ta ulegnie zmianie w wyniku realizowanych w polskim hutnictwie inwestycji.

Wartość rynku stali w Polsce szacowana jest na 11 mld zł. Zgodnie z prognozami, udział dystrybutorów w przyszłości wynosić będzie ok. 60-70%. Czynnikiem ryzyka dla sektora jest nieujawnienie przez krajowe huty konkretnych planów dotyczących planowanych zmian sieci dystrybucji. Dystrybutorzy wyrobów hutniczych odnotowali w 2006 r. wzrost rentowności. Sprzedaż notowanych na giełdzie dystrybutorów wzrosła w zeszłym roku o 30%. Oczekuje się wzrostu koncentracji poprzez przejęcia na rynku dystrybutorów.

Wyceny samego Centrostalu po poprawie efektywności i grupy trzech Centrostali po emisji przeprowadzonej po 7,3 zł dają podobny poziom – 5-7 zł kiedy porównujemy z zagranicą i ok. 11 zł dla porównań z polskim rynkiem – czyli biorąc wagę 30% dla spółek zagranicznych i 70% dla krajowych – 9 zł na akcję. Wycena metodą DCF daje ok. 10,5 zł



II. Wycena

1. Wycena porównawcza

Centrostal Gdańsk w dotychczasowej formie w oparciu o dotychczasowe wyniki można wycenić na **ok. 20 mln zł (4 zł na akcję)** porównując do **polskich spółek dystrybucyjnych** i na ok. 10 mln zł (2 zł na akcję) porównując do spółek zagranicznych.

Zakładając **wzrost przychodów w 2007 i 2008 r na poziomie 9% rocznie** oraz uzyskanie rentowności EBITDA odpowiednio 4,4% i 4,8%, **spółka jest warta ok. 50-60 mln zł (10-11 zł na akcję)**, wyceniając ją **względem polskich spółek dystrybucyjnych** i ok. 20-30 mln zł (3-5 zł na akcję), **gdy punktem odniesienia uczynimy spółki zagraniczne.**

Jeżeli **grupa trzech Centrostali osiągnie w 2007 r. 450 mln przychodów i rentowność EBITDA 4%, a w 2008 r. zwiększy przychody o 15%, a rentowność do 5% marży EBITDA**, to jest warta (przy założeniu pozyskania z emisji 217 mln zł), wyceniając ją **w porównaniu do krajowych spółek dystrybucyjnych, ok. 330 mln zł**, a wyceniając **w porównaniu do zagranicznych spółek ok. 260 mln zł**. Jeżeli przyjmujemy, że spółka wyemituje 30 mln akcji (cena emisyjna 7,3 zł), to na akcje dawałoby to odpowiednio 11 zł i 7 zł.

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E		EV/EBITDA	
			EUR	USD	2007	2008	2007	2008
Schmolz + Bickenbach AG	Szwajcaria	STLN SW	1 989,870	2 649,970	14,449	12,843	1,742	1,689
Outokumpu OYJ	Finlandia	OUT1V FH	5 043,790	6 716,967	6,425	9,57	5,272	6,956
IMS-Intl Metal Service	Francja	IMS FP	480,320	639,657	9,06	11,019	3,757	4,321
Reliance Steel & Aluminium	USA	RS US	2 654,120	3 534,572	8,477	8,927	3,699	3,953
Rautaruukki OYJ	Finlandia	RTRKS FH	4 888,560	6 510,243	11,179	11,507	6,051	6,189
Voestalpine AG	Austria	VOE AV	8 533,010	11 363,666	12,628	12,022	5,609	5,141
Mediana					10,12	11,26	4,51	4,73
Centrostal "solo" (CSG PW)								
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					5,36	8,16	1,68	3,14
Grupa Trzech Centrostali								
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					5,02	7,63	6,22	7,39

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP S.A.

Wycena porównawcza	P/E			EV/EBITDA		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Mediana polskich spółek dystrybucyjnych	22,02	16,35	12,85	12,16	10,14	8,94
Centrostal "solo" (CSG PW)						
Implikowana wartość 1 akcji (zł)	3,66	8,66	9,31	4,35	9,92	10,16
Grupa Trzech Centrostali						
Implikowana wartość 1 akcji (zł)	b.d.	8,12	8,71	b.d.	9,10	10,49

Źródło: prognozy innych biur maklerskich, DM PKO BP S.A.



2. Wycena DCF

Centrostal Gdańsk w dotychczasowej formie, przy uwzględnieniu omówionej poprawy rentowności, wart był na początek 2007 r. według wyceny DCF 55 mln zł, czyli 10,5 zł na akcję (przeliczając na dziś 10,7 zł na akcję).

Grupę trzech Centrostali można modelem DCF wycenić na 364 mln zł, czyli 10,3 zł na akcję (przeliczając na dziś 10,6 zł na akcję).

Centrostal "solo"	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	2,8	5,3	6,6	7,2	7,5	7,9	8,3	8,7	9,1	9,6	10,1
efektywna stopa podatkowa (proc.)	25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
opodatkowanie EBIT	0,7	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
NOPLAT	2,1	4,2	5,3	5,8	6,0	6,3	6,6	7,0	7,3	7,7	8,1
amortyzacja (mln zł)	1,8	1,8	1,8	2,1	2,4	2,5	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2
CAPEX (mln zł)	1,7	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	3,1	3,2
inwestycje w kapitał obrotowy (mln zł)		6,4	2,8	3,0	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
FCF (tys. zł)		-3	1	2	4	5	5	6	6	7	7
			-138%	48%	100%	28%	9%	9%	10%	6%	6%
kalkulacja WACC											
kapitały własne do kapitałów [E/(D+E)]		53%	56%	60%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
dług oprocentowany do kapitałów [D/(D+E)]		47%	44%	40%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
inflacja średnioroczna (proc.)		2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
stopa wolna od ryzyka		5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
premia rynkowa kapitału własnego (proc.)		5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
koszt długu przed opodatkowaniem (proc.)		6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)		5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
koszt kapitału własnego (proc.)		10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
WACC		8,0	8,2	8,4	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7

wycena	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DFCF (mln zł)		-3,08	1,09	1,49	2,75	3,24	3,25	3,26	3,28	3,19	3,11
Suma DFCF (mln zł)		22									
wartość rezydualna (mln zł)		117									
zdyskontowana wart. rez. (mln zł)		51									
wartość DCF (mln zł)		73							0		
dług netto (mln zł)		19									
wartość kapitału (mln zł)		55									
liczba akcji (mln)		5,2									
wycena DCF (zł / akcja)		10,5									
Wartość 1 akcji na 26 marca (zł)		10,7									

Grupa Trzech Centrostali	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT		14,0	21,9	23,0	24,1	25,3	26,6	27,9	29,3	30,8	32,3
efektywna stopa podatkowa (proc.)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
opodatkowanie EBIT		3	4	4	5	5	5	5	6	6	6
NOPLAT		11	18	19	20	21	22	23	24	25	26
amortyzacja (mln zł)		4,0	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9	5,1	5,4	5,6	5,9
CAPEX (mln zł)		10,0	10,0	8,0	6,0	3,0	3,0	4,0	5,4	5,6	5,9
inwestycje w kapitał obrotowy (mln zł)		3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
FCF (tys. zł)		2	8	11	14	19	20	20	20	21	23
			251%	38%	28%	29%	7%	2%	0%	6%	6%
kalkulacja WACC											
kapitały własne do kapitałów [E/(D+E)]		80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
dług oprocentowany do kapitałów [D/(D+E)]		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
inflacja średnioroczna (proc.)		2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
stopa wolna od ryzyka		5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
premia rynkowa kapitału własnego (proc.)		5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
koszt długu przed opodatkowaniem (proc.)		6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)		5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
koszt kapitału własnego (proc.)		10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
WACC		9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5

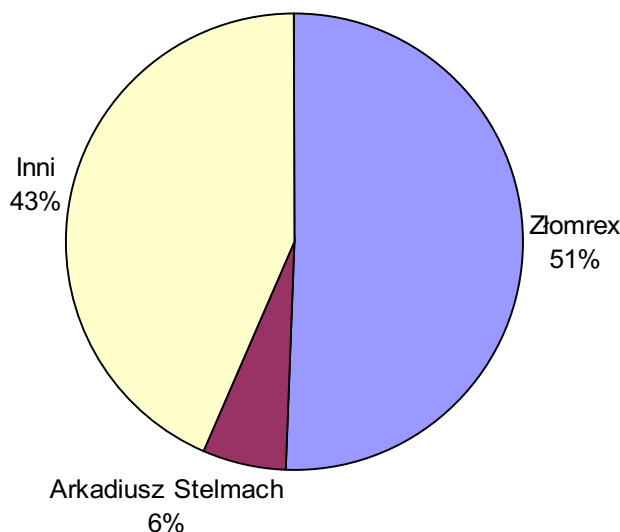
wycena	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DFCF (mln zł)		2,14	6,86	8,62	10,06	11,87	11,57	10,74	9,83	9,51	9,19
Suma DFCF (mln zł)		90									
wartość rezydualna (mln zł)		334									
zdyskontowana wart. rez. (mln zł)		135									
wartość DCF (mln zł)		226							0		
dług netto (mln zł)		-138									
wartość kapitału (mln zł)		364									
liczba akcji (mln)		35									
wycena DCF (zł / akcja)		10,3									
Wartość 1 akcji na 26 marca (zł)		10,6									



III. Emisja

1. Akcjonariat

Centrostal Gdańsk wchodzi w skład grupy Złomrexu, który (wg raportu kwartalnego za IV kw. 2006 r.) kontroluje 50,4% głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Jedynym innym akcjonariuszem przekraczającym próg 5% jest Arkadiusz Stelmach, który ma 6,1% głosów. Spodziewamy się, że Złomrex będzie uczestniczył w nowej emisji przynajmniej proporcjonalnie do posiadanych dotychczas akcji (tak, aby zgodnie z zapowiedziami nie stracić większości na walnym zgromadzeniu), ale ponieważ nie mamy na ten temat dokładnych informacji, nie prezentujemy żadnego szacunku przyszłej struktury akcjonariatu.



Źródło: spółka, DM PKO BP S.A.

W marcu 2006 r. Złomrex zawarł wstępną umowę dotyczącą przejęcia kontroli nad Centrostalem. W związku z tym WZA spółki postanowiło odstąpić od umarzania własnych akcji i akcje skupione przez Centrostal celu umorzenia zostały sprzedane Złomrexowi po 4,4 zł za akcję. Złomrex kupował akcje spółki, m.in. od prezesa Zbigniewa Canowieckiego i informował o zwiększaniu stanu posiadania: 9 maja przekroczył próg 10% i miał 14,3%, a 10 maja - 19,9%. W sierpniu Złomrex przejął 100% udziałów spółki SteelCo, posiadającej 30,5% akcji Centrostalu i osiągnął udział 50,4% w kapitale spółki. Jesienią 2006 r. ogłosił wezwanie po 7,3 zł. Centrostal posiada ciągle 65,78 tys. akcji własnych i planuje sprzedać je Złomrexowi.

2. Cele emisji

Centrostal Gdańsk poprzez emisję od 15 do 30 mln akcji (bez prawa poboru) planuje zebrać od 109 mln zł do 219 mln zł. Po uwzględnieniu kosztów przeprowadzenia oferty publicznej wpływy netto wyniosą od 108 mln zł do 217 mln zł. Pozyskane środki spółka zamierza przeznaczyć na stworzenie Polskiej Grupy Dystrybucyjnej Wyrobów Hutniczych (która będzie polskim dystrybucyjnym ramieniem Złomrexu), m.in. poprzez:

- akwizycje spółek dystrybucyjnych (od 98 mln do 192 mln zł, z tego 38 mln zł przeznaczone jest na zakup od Złomrexu spółki Centrostal Górnośląski za około 35 mln zł oraz POWH Centrostal w Opolu za około 3 mln zł, reszta przeznaczona jest na ewentualne odkupienie od Złomrexu handlowej części Stalexportu lub inne akwizycje - spółka prowadzi rozmowy z dwoma podmiotami)

- zwiększenie środków obrotowych własnych oraz nabytych podmiotów - od 10 mln do 25 mln zł.



Póki co nie podpisano jeszcze żadnych wiążących zobowiązań, w tym umów wstępnych. Realizacja zamierzeń inwestycyjnych ma nastąpić w 2007 roku. W przypadku pozyskania środków finansowych na poziomie niższym niż 108 mln zł, Centrostal Gdańsk nie zrealizuje wszystkich planów akwizycji kapitałowych.

3. Czynniki ryzyka

Sytuacja finansowa spółki jest ściśle uzależniona od koniunktury na polskim rynku wyrobów stalowych, a ta zależy od sytuacji makroekonomicznej w Polsce (przede wszystkim od koniunktury w budownictwie i innych sektorach konsumujących duże ilości stali) oraz od sytuacji na globalnym rynku stali, na którą w przemożnym stopniu wpływa stan gospodarki amerykańskiej oraz tempo wzrostu konsumpcji i produkcji stali w Chinach i Indiach. Popyt ze strony krajowych konsumentów stali wpływa na wielkość obrotów spółki w ujęciu ilościowym, poziom cen - na wysokość przychodów i zysków w ujęciu wartościowym, a zmiany cen - na wysokość marż. Jak jednak piszemy w rozdziale IV.3 i V.4, wśród ekspertów dominują optymistyczne prognozy sytuacji sektorze stalowym.

Poza sytuacją rynkową potencjalnie znacznym zagrożeniem dla wyników spółki byłaby zmiana polityki handlowej krajowych dostawców i zbudowanie przez nich własnej sieci dystrybucji. Szczególnie niebezpieczne byłoby, gdyby na taki krok zdecydował się Mittal Steel Poland, kontrolujący prawie 80% polskiego rynku. Mimo że Mittal nie jest dominującą dostawcą Centrostalu Gdańsk, a więc nie wpłynęłoby to znacząco na zaopatrywanie się spółki, to jednak wykreowałoby bardzo silnego konkurenta. Jak piszemy w rozdziale V.2, eksperci za najbardziej prawdopodobne uznają ukształtowanie się modelu mieszanego, w którym dystrybutorzy będą mieli ok. 60% rynku, a tym samym oczekują tylko niewielkiego spadku ich udziału z obecnych ponad 65%.

Polski rynek dystrybucji stali będzie w najbliższych latach podlegać dynamicznym zmianom, które szerzej opisuję w rozdziale V.2. Następować będzie konsolidacja lokalnych dystrybutorów prowadząca do powstania podmiotów ogólnokrajowych, a poszczególne spółki będą poszerzać ofertę handlową, poprawiać jakość obsługi klientów (m.in. poprzez przenoszenie handlu z placów do zadaszonych pomieszczeń) i rozwijać usługi dodane (przede wszystkim rozwijając centra serwisowe i zakłady zbrojarskie). Spółka uczestniczy w tych procesach (m.in. poprzez przejmowanie lokalnych dystrybutorów), ale w przypadku podjęcia błędnych decyzji co do kierunku rozwoju może znacząco pogorszyć swoje wyniki finansowe.



IV. Rynek stalowy na świecie

1. Technologia produkcji

Stal jest obrobionym i plastycznie obrabialnym stopem żelaza z węglem, o zawartości węgla nieprzekraczającej 2,11% (im większa zawartość węgla, tym większa twardość stali). Oprócz żelaza i węgla stal zawiera zwykle również inne składniki. Pożądanymi dodatkami (składnikami stopowymi) są m.in. chrom, nikiel, mangan, wolfram, miedź, molibden, tytan, a zanieczyszczeniami m.in. tlen, azot oraz wtrącenia niemetaliczne, głównie tlenków siarki i fosforu.

Produkcja stali odbywa się przy wykorzystaniu jednego z dwóch procesów: konwertowo-tlenowego lub łuku elektrycznego (w niektórych krajach stosowane są starsze metody, oparte o procesy besemerowskie i martenowskie). Na świecie dominuje proces konwertowo-tlenowy (63% wobec 33% udziału wytapiania elektrycznego). Podstawowym surowcem są rudy metali oraz złom (złom stanowi 25% wkładu materiałowego w przypadku procesu konwertowo-tlenowego oraz ponad 90% w przypadku technologii łuku elektrycznego). Do produkcji wykorzystywany jest także węgiel koksowniczy oraz energia elektryczna. Wyprodukowana w stalowni stal (w postaci słabów, a w przypadku odlewania metodą ciągłą kęsów i kęsisk) jest następnie przerabiana w walcowniach na wyroby gotowe, dzielące się na dwie główne grupy: produkty długie i produkty płaskie.

Produkty długie (stanowiące 46% światowej produkcji) to pręty, płaskowniki, kształtowniki i rury, znajdujące zastosowanie w budownictwie, przy wznoszeniu konstrukcji metalowych i w przemyśle maszynowym. Produkty płaskie (54% światowej produkcji) to różnego rodzaju blachy, znajdujące zastosowanie głównie w przemyśle motoryzacyjnym, produkcji AGD czy budowie statków.

Wyroby stalowe różnią się rodzajem stali (w zależności od dodatków ma różne właściwości fizyczne) oraz kształtem i wielkością wyrobów (różne kształty kształtowników i profile prętów, różna grubość blachy czy średnica prętów), co w sumie powoduje olbrzymią różnorodność wyrobów. Żaden krajowy producent nie wytwarza wszystkich wyrobów.

2. Koniunktura w hutnictwie w 2006 r.

Ostatnie lata przyniosły dobrą koniunkturę w sektorze, aczkolwiek sytuacja zmieniała się dramatycznie. Jak zmienna jest koniunktura w hutnictwie pokazuje wskaźnik zwrotu z zainwestowanego kapitału, który w okresie 1995-2003 wynosił ok. 8%, po czym w l. 2004-2005 wzrósł do 20%, a na rynkach rozwijających do 40%.

Po bardzo dobrym 2004 r., w 2005 r. ceny gwałtownie spadły (niektórych wyrobów, jak np. stosowanych w budownictwie prętów żebrowanych, aż o połowę), ponieważ nagromadzone w magazynach wyroby nie znajdowały nabywców. Ponowny wzrost cen zaczął się na początku 2006 r. i obecnie tak producenci jak i dystrybutorzy pilnują, aby nie powtórzyła się sytuacja z 2005 r. W stabilizowaniu rynku pomóc ma konsolidacja. Jednocześnie jest ona widziana jako sposób na przygotowanie się do okresu gorszej koniunktury: dzięki przewadze skali większe podmioty skorzystają na wspólnej polityce zakupowej czy sprzedażowej, poszerzą asortyment wyrobów i obniżą koszty logistyki (transportu, magazynowania).

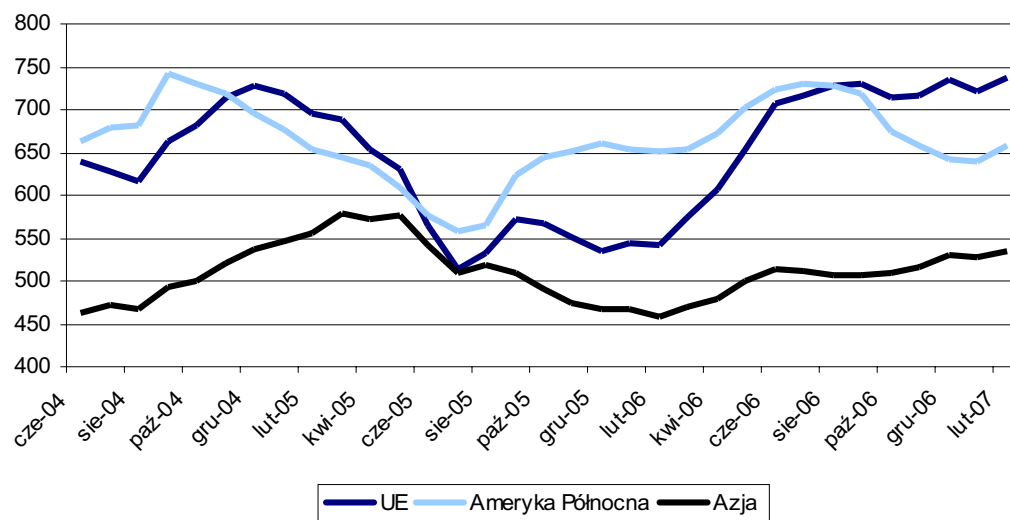
Patrząc na ceny stali w ostatnich latach trzeba pamiętać, że choć źródłem ożywienia na rynku stali jest wzrost gospodarki chińskiej i indyjskiej, to popyt z Azji dotyczył nie samej stali, ale komponentów do jej produkcji w nowobudowanych zakładach. Wzrosły więc ceny koksu i rudy oraz złomu, co pociągnęło za sobą wzrost cen wyrobów. Paradoksalnie więc ceny wyrobów stalowych są dziś niższe w Azji niż w Europie czy Ameryce Północnej.

Według danych Steel Business Briefing w 2006 r. najwięcej (o 34%) wzrosły ceny blach gorącowalcowanych (do 500 euro za tonę), zaś pozostałe ceny wzrosły o 20%. Z kolei wg MEPS największy wzrost zanotował HD Galv. Coil (+26%) oraz kształtowniki konstrukcyjne (+24%).

W 2006 r. światowa produkcja stali wyniosła 1218 mln t i wzrosła o 9% w stosunku do 2005 r. Najwyższy wzrost wartościowo zanotowano w Chinach (+68 mln t), ale produkcja wzrastała także EU (+11 mln t), w krajach byłej Wspólnoty Niepodległych Państw (+6 mln t), w USA (+5 mln t), Indiach (+5 mln t) i w Japonii (+4 mln t). Sytuacja rozwinęła się lepiej niż oczekiwano (np. na początku ubiegłego roku zakładano, że jawne zużycie staliw Europy wzrośnie w 2006 r. 4%, a ceny będą fluktuować).



Ceny stali (Composite Carbon Steel Price, USD/t)



Źródło: MEPS, DM PKO BP S.A.

	Produkcja		Zmiana	Udział w światowej produkcji
	2006	2005		
Świat	1 218 343	1 113 448	9,4%	100,0%
Europa, w tym:	231 928	217 870	6,5%	19,0%
EU(25), w tym:	198 476	187 454	5,9%	16,3%
Niemcy	47 230	44 523	6,1%	3,9%
Włochy	31 550	29 350	7,5%	2,6%
Francja	19 857	19 479	1,9%	1,6%
Hiszpania	18 339	17 905	2,4%	1,5%
Wlk. Brytania	13 952	13 294	4,9%	1,1%
Polska	10 020	8 443	18,7%	0,8%
Pozostałe kraje UE	57 524	54 460	5,6%	4,7%
Pozostałe kraje europejskie	33 452	30 416	10,0%	2,7%
Była W.N.P., w tym:	119 557	113 103	5,7%	9,8%
Rosja	70 755	66 267	6,8%	5,8%
Ukraina	40 899	38 741	5,6%	3,4%
Pozostałe kraje	7 903	8 095	-2,4%	0,6%
Ameryka Północna, w tym:	131 710	125 971	4,6%	10,8%
USA	98 459	93 216	5,6%	8,1%
Meksyk	16 315	16 195	0,7%	1,3%
Kanada	15 640	15 343	1,9%	1,3%
Inne kraje	1 301	1 213	7,3%	0,1%
Ameryka Południowa, w tym:	45 435	45 335	0,2%	3,7%
Brazylia	30 910	31 610	-2,2%	2,5%
Inne kraje	14 525	13 725	5,8%	1,2%
Afryka	17 125	17 466	-2,0%	1,4%
Bliski Wschód	14 764	14 646	0,8%	1,2%
Azja, w tym:	649 084	570 409	13,8%	53,3%
Chiny	421 456	353 454	19,2%	34,6%
Japonia	116 220	112 472	3,3%	9,5%
Indie	42 785	38 098	12,3%	3,5%
Korea Południowa	48 419	47 820	1,3%	4,0%
Pozostałe kraje	20 205	18 568	8,8%	1,7%
Australia i Oceania	8 742	8 646	1,1%	0,7%

Źródło: IISI, DM PKO BP S.A.

Kraje członkowskie UE wyeksportowały w 2005 r. 25 mln ton stali, a import wyniósł 18 mln ton. Tradycyjnie największym dostawcą na rynek europejski jest Rosja, a odbiorcą europejskiej stali - USA. Rosnącym eksporterem do UE wyrobów gorącowalcowanych są Chiny. W III kw. znacząco spadł import z Rosji, która jednak obroniła drugą pozycję przed Serbią i Iranem. W wyrobach zimnowalcowanych dalej dominuje Rosja, a w powlekanych olbrzymi wzrost sprzedaży na europejskim rynku zanotowały Chiny i Indie.

3. Trendy i perspektywy

Prognozy na przyszłość są umiarkowanie optymistyczne. ICRA spodziewa się, że w 2007 r. konsumpcja stali wzrośnie o 5,2% , a w 2010 r. 4,2%, co oznaczać będzie spowolnienie w stosunku do ubiegłorocznego wzrostu o 8,9%. Spaść ma dynamika w Chinach oraz w UE (tutaj oczekiwany jest spadek o 1,1% zamiast ubiegłorocznego wzrostu o 8%)

Eksperti Eurometalu oczekują niewielkiego spadku importu do UE w 2007 r., chociaż mocne euro zwiększa jego atrakcyjność. Przewidują umiarkowany wzrost popytu w 15 krajach starej Unii i szybkiego wzrostu w nowych krajach członkowskich. Niepokoić może wysoki stan zapasów w UE-15 (2,8 miesiąca realnej konsumpcji, a więc tyle, co pod koniec 2004 r.), ale szczęśliwie zapasy w UE-10 nie są aż tak przepełnione (2,5 miesiąca realnej konsumpcji wobec 3,3 pod koniec 2004 r.). Zapasy w centrach serwisowych UE są na umiarkowanym poziomie (1,69 mln t w październiku wobec 1,41 na koniec 2005 r. i 1,85 na koniec 2004 r.), spadły za to wyraźnie zapasy u producentów (4,42 mln t w listopadzie 2006 r. wobec odpowiednio 4,89 mln t i 4,56 mln t na koniec 2005 i 2004 r.). Zdaniem Eurometalu wzrost rzeczywistej konsumpcji w I kw. 2007 r. spadnie z wcześniejszych 3,5% do 2,1%, a spożycie jawne zanotuje nawet spadek o 0,5% (w III kw. miało wzrosnąć o 10%, a w IV kw. o 5%).

Eurofer, europejska organizacja producentów wyrobów stalowych, prognozuje, że w I poł. 2007 r. najszybciej będzie rosła produkcja rur (4,0% w I kw. i 3,2% w II kw.), stali dla budownictwa (odpowiednio + 3,8% i +2,4%) oraz stali dla AGD (+2,8% i +2,5%). Spadek oczekiwany jest w segmencie stali dla motoryzacji (odpowiednio -0,9% i -0,4%).

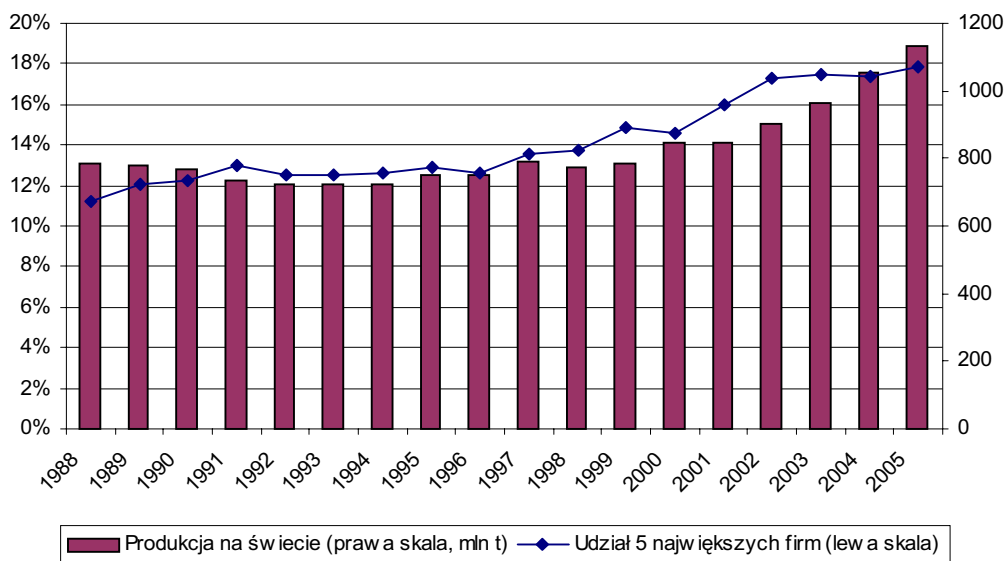
Produkcja stali w Chinach ma osiągnąć w tym roku, według Narodowej Komisji Rozwoju i Reform, 460 mln t i wzrosnąć o 18,5% wobec 2005 r. Wzrost popytu szacowany jest na 10%. Chiny z importera stają się stopniowo coraz bardziej znaczącym eksporterem stali, zagrażającym innym producentom (jednak nadwyżkę mają tylko dzięki eksportowi wyrobów niskoprzetworzonych, takich jak pręty żebrowane). W ubiegłym roku 11 państw prowadziło 27 dochodzeń wobec Chin w sprawie antydumpingu. Nie można też zapominać o Indiach, które w najbliższych latach planują podwojenie konsumpcji.

Na popyt na stal w największym stopniu wpływa tempo wzrostu gospodarczego, ale także zmiany cen innych surowców i zmiany technologiczne. W zależności od poziomu cen, lepsze gatunkowo i lżejsze gatunki stali mogą zastępować aluminium, albo odwrotnie. Globalne zużycie stali nierdzewnej wzrosło trzykrotnie w okresie ostatnich 25 lat, a w 2006 r. światowa produkcja wyniosła 26 mln t. W zeszłym roku, w ślad za rosnącymi cenami metali dodawanych przy produkcji tej stali (zawartość niklu w najbardziej popularnych gatunkach wynosi 8%) ceny stali nierdzewnej wzrosły dwukrotnie.

Według MEPS, tradycyjne cykle na rynku towarowym, trwające zwykle kilka lat, są zastępowane przez dłuższe okresy wzrostu. Eksperti oczekują utrzymania się cen poziomie wyższym od historycznych i zapowiadają dobrą koniunkturę przez co najmniej 10 lat. Problemem dla hut są rosnące koszty większości surowców, a ze względu na poczynione inwestycje, z wolną podaż tych surowców dogania popyt. Prognozy zakładają, że światowe zapotrzebowanie na stal w ciągu następnych 10 lat będzie rosło o 3,1% - 4,5% rocznie. Według szacunków światowa produkcja stali w 2015 r. wyniesie 1,8 mld t.

Pesymiści obawiają się jednak, że wzrastające inwestycje w sektorze mogą w okresie 2-3 lat doprowadzić do nadwyżki mocy produkcyjnych (planowane jest uruchomienie 700 mln t nowych mocy produkcyjnych, według ekspertów moce produkcyjne surowców stali wzrosną netto o 335-415 mln t). Ponieważ podaż (1,6-1,7 mld t w 2010 r.) może przewyższyć popyt (1,2-1,3 mld t) pojawić się może presja na obniżkę cen. Poziom koncentracji jest zbyt mały, aby zapobiec temu przez samoograniczenie się producentów. Oczekiwana jest normalizacja na rynku surowców: eksperci McKinsey&Company spodziewają się, że ceny rud żelaza i węgla koksowniczego trochę spadną, powinny jednak utrzymywać się powyżej historycznych poziomów. Oczekuje się, że światowy popyt na węgiel koksowniczy będzie rosł o 3-4% rocznie, głównie za sprawą Chin, ale ze względu na wzrost mocy wydobywczych nie przełoży się to na wzrost cen.

Produkcja stali i udział 5 największych producentów



Źródło: spółka, DM PKO BP S.A.

Mimo rosnącej w szybkim tempie konsolidacji, koncentracja w sektorze jest niska (udział 5 największych producentów wzrósł z 11% w 1988 r. do 18% w 2005 r. i ok. 20% w 2006 r.), zwłaszcza w porównaniu z dostawcami surowców (trzy największe podmioty kontrolują np. ponad 85% światowej produkcji rudy żelaza).

Wydarzeniem zeszłego roku była warta 25 mld zł fuzja Mittala z Arcelorem. Ale fuzje i przejęcia trwają cały czas. Arcelor - Mittal kontynuując ekspansję przejął Kriworizstal i zabezpieczył w ten sposób zaplecze surowcowe dla polskich hut. Dzięki ostatnio ogłoszonemu przejęciu brytyjsko-holenderskiego Corusa za 10 mld euro indyjska spółka Tata Steel awansowała na piątego na świecie producenta stali. Obserwatorzy zwracają uwagę na wysoką cenę, zapłaconą przez inwestora (Cena/Zysk na poziomie 15).

W regionie największymi producentami stali są spółki rosyjskie i ukraińskie: kontrolowany przez Romana Abramowicza Evraz (13,9 mln t rocznie), Siewierstal (13,6), Margitogorsk (11,4) oraz Związek Przemysłowy Donbasu (Industrialny Sojuz Donbasa, ISD - 9,0) i Gazmetall (6,0). Niedawno pojawiły się informacje pogłębieniu współpracy pomiędzy tymi dwoma ostatnimi spółkami. Ukraiński ISD mówi o porozumieniu dotyczącym dostaw rud żelaza, rosyjski Gazmetall o fuzji, a de facto przejęciu ukraińskiego koncernu. Zdaniem prasy po połączeniu spółki mogłyby szybko zwiększyć produkcję z 15 mln t do 20 mln t, zostać zdecydowanym liderem w regionie i wejść do dziesiątki największych światowych producentów stali. Wcześniej głośno było o ambitnych planach Siewierstalu, pragnącego osiągnąć produkcję na poziomie 100 mln t rocznie.

Rosyjskie huty produkują najtańszą stal na świecie, tańszą nawet od chińskiej, ale rynek europejski jest dla nich zamknięty z powodu zarzutów o dumping cenowy. Ewentualna współpraca w partnerami europejskimi mogłaby odblokować dla nich ten rynek. Przykładem jest współpraca mniejszych firm rosyjskich (Aleksiej Iwanuszkin i Mechel) z Chorwatami i Rumunami oraz Władimira Lisina i jego NLMK z duńską DanSteel.



IV. Rynek stalowy w Polsce

1. *Polski rynek produkcji stali*

Wartość rynku stali w Polsce szacuje się na ponad 11 mld zł, przy czym 60-70% produkcji przechodzi przez dystrybutorów.

W 2005 r., mimo wzrostu światowej produkcji, produkcja polskich hut spadła o 21% i wyniosła 8,4 mln t. W I półroczu 2006 r. polskie huty częściowo odrobiły ten spadek, zwiększając produkcję o 14% do 4,9 mln t. W tym okresie polskie huty wytworzyły o 28% więcej wyrobów walcowanych na gorąco (gł. wyrobów płaskich - wzrost o 31% i długich - wzrost o 26%). Produkcja rur stalowych bez szwu wzrosła o 3%, blach i taśm ocynkowanych o 28%, a kształtowników giętych na zimno o 52%. Produkcja w kolejnych miesiącach jeszcze przyspieszyła i po 8 miesiącach wzrost wyniósł 21%.

Krajowe zużycie spadło w 2005 r. o 3%, do 8,2 mln t, a w okresie pierwszych pięciu miesięcy 2006 r. wzrosło o 27%. Ponad połowę potrzeb zaspokaja import (50,3%), który rośnie (+24%) szybciej niż eksport (+7%). Do końca maja ujemne saldo w handlu zagranicznym wyniosło 740 tys. t (wartościowo ok. 735 mln euro).

Według szacunków PUDS w I półroczu 2006 r. polskie spółki handlujące stalą sprowadziły z zagranicy 2,8 mln t stali i wyeksportowały 2 mln t, a więc Polska była importerem netto. Najwięcej stali sprowadzono z Niemiec (23%), Ukrainy (12%), Słowacji (11%) i Czech (9%). Sprowadza się wyroby tańsze niż w Polsce albo nie produkowane u nas w dostatecznej ilości. W I półroczu sprowadzono do Polski 28,3 tys. kształtowników o grubości ścianki powyżej 2 mm i 6,0 tys. o grubości ścianki poniżej 2 mm, rur okrągłych o średnicy poniżej 168,3 mm sprowadzono 16,5 tys. t, a rur o średnicach pomiędzy 168,3 mm i 406,4 mm - 2,3 tys. t. Porównanie średnich cen pokazuje, że producenci z Ukrainy i Rosji oferują najniższe ceny.

Wartość realizowanych w polskim hutnictwie inwestycji przekracza 700 mln euro, z czego prawie 500 mln euro przypada na Mittal Steel Poland. Dzięki temu struktura produkcji zmieni się na korzyść wyrobów wysoko przetworzonych, co może zmienić proporcje eksportu i importu. Zmniejszyła się też uciążliwość hut dla środowiska. Motorem dalszych inwestycji jest wygaśnięcie w 2006 r. ograniczeń w produkcji, wynikających z wymogów UE i umów prywatyzacyjnych.

W 2005 r. udział stali wytopionej w procesie konwertorowym stanowił 58,7 % (4,9 mln ton), pozostałe 41,3 % (3,4 mln ton) to stal elektryczna. Produkcja półwyrobów z COS (ciągle odlewane stali) stanowiła 84 %. Ok. 95,3 % ogólnej ilości wytopionej w Polsce stali surowej stanowią stale niestopowe, około 0,05 % - stale odporne na korozję i 4,7 % - inne stale stopowe.

Struktura odbiorców wyrobów hutniczych w Polsce jest zupełnie inna niż w większości krajów europejskich. U nas wśród odbiorców dominują podmioty z sektora budowlanego, podczas gdy w Niemczech udział tej grupy odbiorców w popycie wynosi tylko 15%, a dominuje przemysł (głównie samochodowy i elektromaszynowy). Ostatnio, wraz z rosnącymi inwestycjami (przede wszystkim firm z branży AGD oraz motoryzacyjnych), rośnie popyt ze strony przemysłu, ale w dalszym ciągu większość klientów związanych jest z szeroko rozumianym budownictwem (wraz z konstrukcjami stalowymi), co m.in. owocuje wyraźną sezonowością.

Produkcja polskich hut	2001	2002	2003	2004	2005
Koks	9	8,8	10,1	10,2	8,5
Surówka	5,4	5,3	5,6	6,4	4,5
Stal surowa	8,8	8,4	9,1	10,6	8,3
Wyroby walcowane na gorąco	6,4	6,3	6,8	7,5	6,2
Wyroby przetwarzane na zimno:	1,9	1,9	2,0	2,3	1,9
Blachy walcowane na zimno	0,756	0,864	0,915	1,044	0,812
Taśmy walcowane na zimno	0,055	0,050	0,047	0,055	0,041
Blachy ocynkowane	0,329	0,387	0,461	0,519	0,459
Kształtowniki gięte na zimno	0,284	0,259	0,317	0,283	0,258
Rury stalowe	0,440	0,310	0,308	0,375	0,380
ze szwem	0,193	0,142	0,126	0,147	0,168
bez szwu	0,247	0,167	0,182	0,228	0,212

Źródło: HIPH, DM PKO BP S.A.



W 2005 r. 37% konsumpcji stali w Polsce przypadło na blachy gorącowalcowane, 19% na blachy zimnowalcowane, 14% na blachy powlekane, 6% na walcówkę i 4% na rury. Około 37% konsumpcji przypadło na wyroby długie, 52% na płaskie i 10% na rury i kształtowniki gięte zamknięte na zimno. Wbrew tej strukturze w ofercie polskich hut dominowały wyroby długie (ponad 63% produkcji w 2005 r.) i w wyniku tego Polska eksportuje wyroby długie (stanowią 49% eksportu) i importuje wyroby płaskie (58% importu). Wśród wyrobów długich walcowanych na gorąco przeważają pręty (37%) i kształtowniki ciężkie (35%), a wśród wyrobów płaskich blachy taśmowe (67%). Ostatnie inwestycje, zwłaszcza Mittal Steel Poland, zmieniły ten obraz i znacznie poszerzyły ofertę polskich hut. Do tej pory polskie huty Mittala specjalizowały się w produkcji wyrobów długich. Uruchomienie krakowskiej walcowni, która ma dostarczać blachy dla AGD i dla motoryzacji, sprawi, że Polska stanie się znaczącym producentem wyrobów płaskich i zaostreży się konkurencja z US Steel, który ma hutę na Słowacji.

Inwestor	Huta	Lokalizacja	Produkcja
Mittal Steel	oddział Katowice (dawna Huta Katowice)	Dąbrowa Górnicza	procesy surowcowe + wyroby długie
Mittal Steel	oddział w Krakowie (dawna Huta im. T. Sendzimira)	Kraków	procesy surowcowe + wyroby płaskie + przetwórstwo
Mittal Steel	Huta Cedler	Sosnowiec	wyroby długie + przetwórstwo
Mittal Steel	Huta Florian	Świętochłowice	wyroby płaskie + przetwórstwo
CMC	CMC Zawiercie	Zawiercie	procesy surowcowe + wyroby długie
Celsa	Celsa Huta Ostrowiec	Ostrowiec Świętokrzyski	procesy surowcowe + wyroby długie
ZPD	Huta Stali Częstochowa	Częstochowa	procesy surowcowe + wyroby płaskie
Alchemia	Huta Bankowa	Dąbrowa Górnicza	wyroby długie + przetwórstwo
Alchemia	Huta Batory	Chorzów	rury bez szwów
Spółka giełdowa	Huta Ferrum	Katowice	rury ze szwem
Arcelor	Huta L.W	Warszawa	procesy surowcowe + wyroby długie + płaskie + przetwórstwo
GK COLLOSEUM	Huta Pokój	Ruda Śląska	przetwórstwo
Skarb Państwa	Huta Łabędy	Gliwice	wyroby długie
Złomrex	Ferrostal Łabędy	Gliwice	procesy surowcowe + wyroby długie
Złomrex	Huta Stali Jakościowej	Stalowa Wola	produkcja stali jakościowej w oparciu o złom.
Skarb Państwa	Walcowania Rur Andrzej	Zawadzkie	produkcja rur gorącowalcowanych bez szwu
Gemi Sp z o.o.	Huta Łaziska	Łaziska Górne	produkcja żelazostopów
GFR	Huta Buczek	Sosnowiec	produkcja walców hutniczych
Holding Yiotorini	Huta Szczecin	Szczecin	procesy surowcowe + przetwórstwo
TF Silesia	Walcownia Rur Jedność	Siemianowice Śląskie	planowana produkcja rur bez szwów
B.d.	Zakład Walcowniczy PROFIL	Kraków	wyroby walcowane na gorąco, m.in. kątowników oraz prętów kwadratowych, płaskich i okrągłych (gładkie i żebrowane)
Huta Kościuszko (SP)	Huta Królewska	Chorzów	produkcja prętów, kształtowników gorąco walcowane oraz szyn i akcesoriów kolejowych
Mittal Steel	Huta Katowice- Walcownia Blach Grubych Batory	Chorzów	produkcja blach i elementów wypalanych
B.d.	Przedsiębiorstwo Walcownia Rur Rurexpol	Częstochowa	produkcja rur bez szwu

Źródło: spółki, DM PKO BP S.A.



W Polsce jest 6 hut zajmujących się procesami surowcowymi, czyli wytopianiem surowki w piecach konwertowo-tlenowych lub wykorzystujących łuk elektryczny (są to huty Mittala w Dąbrowie Górniczej, Krakowie oraz Warszawie, huta CMC w Zawierciu, Celsy w Ostrowcu i ZPD w Częstochowie). Pozostałych kilkanaście hut produkuje wyroby długie i płaskie z wsadu obcego oraz zajmuje się przetwórstwem.

Mittal Steel kontroluje prawie 80% polskiego rynku stali. W skład grupy wchodzi **dawna Huta Katowice i dawna Huta im. T. Sendzimira, Huta Cedler i Huta Florian** (w 2005 r. ich zdolności wytwórcze wynosiły 7,6 mln t stali surowej i 6,6 mln t wyrobów walcowanych) oraz należąca wcześniej do Arcelora **Huta Warszawa**.

W maju 2004 r. LNM Holding zobowiązał się do realizacji (do końca 2006 r.) czterech projektów inwestycyjnych:

- modernizacji walcowni gorącej blach w dawnej Hucie im. T. Sendzimira,
- wybudowania trzeciej linii ciągłego odlewania w dawnej Hucie Katowice w Dąbrowie Górniczej,
- modernizacji walcowni walcówki jakościowej w Hucie Cedler w Sosnowcu (131 mln zł, wydajność pieca 160 t na godzinę zamiast planowanych 120 t na godzinę) oraz
- budowy linii powlekania blach w Hucie Florian w Świętochłowicach (114 mln zł, zdolność produkcyjna 100 tys. t, główni odbiorcy to branża budowlana i AGD).

W terminie zrealizowano dwie ostatnie inwestycje. W Dąbrowie Górniczej na razie zrealizowano inwestycję dodatkową - kosztem 256 mln zł wyremontowano i zmodernizowano wielki piec nr 2. Także w krakowskiej hucie inwestycję rozszerzono (po uzyskaniu zgody KE) o zbudowanie nowej walcowni. Zakończenie budowy trzeciej linii ciągłego odlewania w Dąbrowie Górniczej (pierwotnie zakładano osiągnięcie zdolności produkcyjnej 1,5 mln t kosztem 420 mln zł, ostatecznie zdolności produkcyjne mają osiągnąć 3 mln t) planowane jest na I kw. 2007 r., a budowa nowej walcowni gorącej w Krakowie (modernizacja istniejącej walcowni transformatorów na 2,4 mln t miała kosztować 800 mln zł, ostatecznie kosztem 1 240 mln zł zbudowano nową walcownię o tej samej wydajności, ale z możliwością podwojenia) zakładana jest na II kw. Mittal Steel realizował także inwestycje w Zakładach Koksowniczych Zdzeszowice.

W 2003 r. amerykańska spółka Commercial Metals Company (**CMC**) przejęła 71% **Huty Zawiercie**, trzeciego co do wielkości producenta stali w Polsce. W zakończonym 31 sierpnia 2006 r. roku obrotowym CMC Zawiercie miała 38 mln USD zysku operacyjnego (rok wcześniej 2 mln USD), a produkcja wzrosła z 1,09 mln t do 1,20 mln t. W wyniku wymiany transformatorów na jednostki większej mocy skrócono czas wytopu stali, a także polepszo strukturę złomu poprzez instalację strzępiarki. Ostatnio CMZ Zawiercie kupiło od Morgan Construction za 40 mln USD nową linię walcowniczą o szacowanej wydajności 150 tys. t. Inwestycje mają służyć dostosowaniu oferty do popytu i rozszerzeniu oferty, zwłaszcza o wyroby przeznaczone dla budownictwa.

Amerykański koncern ma w Polsce drugą spółkę: CMC Poland Zajmuje się ona cięciem i gięciem prętów (zbrojarnia) oraz czyszczeniem złomu (strzępiarka). Pracuje w niej 69 osób. W lipcu CMC Poland uruchomiła pierwszy zakład zbrojeń prefabrykowanych w Zawierciu. W skład zbrojarni (5 tys. m²) wchodzi m.in. dwie linie do cięcia stali, cztery giętarki, automat do dwukierunkowego i obustronnego gięcia oraz maszyny do produkcji łuków oraz automaty do strzemion. Drugi, kosztem 5-7 mln zł, ma powstać w Żyrardowie na wiosnę lub latem i obsługiwać rynek warszawski oraz łódzki. Planowane jest zbudowanie dalszych 2-4 zbrojarni.

Hiszpański koncern **Celsa** zainwestował w I. 2004-2006 w **Hucie Ostrowiec** ok. 300 mln zł, modernizując piece łukowe i zwiększając prędkość odlewania na linii ciągłego odlewania stali. Na 2007 r. planowana jest budowa nowej walcowni.

Huta Częstochowa (obecnie ISD Huta Częstochowa) została przejęta przez Związek Przemysłowców Donbasu, którzy zainwestowali w zeszłym roku w spółkę 110 mln zł (zobowiązania inwestycyjne wynosiły 44 mln zł), a w 2007 r. planują wydać kolejne 370 mln zł. W 2006 r. spółka wyprodukowała 600 tys. t stali. Planem inwestora jest zwiększenie mocy produkcyjnych w 2008 r. do 1,2 mln t, a ponad 40% produkcji mają stanowić blachy grube. Planowane jest wytwarzanie 100 tys. t rur bez szwu i co najmniej 100 tys. konstrukcji stalowych. Huta m.in. wytwarza blachę K-60, wykorzystywaną do produkcji specjalistycznych rur stosowanych w budowie rurociągów gazowych i ropociągów wysokociśnieniowych.

Polscy prywatni inwestorzy stworzyli dwie grupy kapitałowe konsolidujące spółki z sektora stalowego. **Pierwszą jest grupa stworzona przez Złomrex**, podmiot dominujący wobec Centrostalu Gdańsk. Złomrex posiada dwie inne spółki dystrybucyjne, które ma sprzedać Centrostalowi Gdańsk - jest to Centrostal Górnośląski i Centrostal Opole. Te akwizycje (oraz przejęcie Huty Stali Jakościowych i Walcowni Blach od Grupy Stalowa Wola według prasy kosztowały spółkę 100 mln USD (inwestycje w spółki z grupy Stalowej Woli sięgną 100 mln zł). W skład części produkcyjnej grupy wchodzi też Ferrostal Łabędy (zajmujący się procesami surowcowymi i produkcją wyrobów długich) i wspomniana Huta Stali Jakościowej w Stalowej Woli (produkująca stal jakościową w oparciu o złom) oraz ZW Walcownia Bruzdowa. Złomrex stara się o kupno handlowej części Stalexportu

Złomrex w połowie marca przejmie Voestalpine Stahlhandel, czyli handlowe ramie austriackiego koncernu stalowego Voestalpine. Według szacunków kupno 74,9% akcji będzie go kosztować 87 mln euro (wcześniej mówiono o kwocie w okolicach 100 mln euro). Aby sfinansować transakcje, spółka wyemitowała siedmioletnie obligacje o wartości 170 mln euro. Pozostałe 71 mln zł zostanie przeznaczone na spłatę zadłużenia bankowego grupy, koszty emisji pochłoną 8,5 mln euro, a w gotówce pozostanie niecałe 4 mln euro. Emisję papierów, które mają być notowane na giełdzie w Luksemburgu, zorganizował Deutsche Bank.

Złomrex nie rezygnuje z wejścia na giełdę, ale decyzję uzależnia od posiadania katalogu namacalnych i dobrych obiektów przejąć. Według prasy spółka wyrażała zainteresowanie objęciem udziałów w Stoczni Szczecińskiej Nowa.

Drugą grupę stworzył **Roman Karkosik**. Kontrolowana przez niego giełdowa **Alchemia** posiada Hutę Batory (największy w Polsce producent rur bez szwów ze wszystkich rodzajów stali), kupioną od Mittala za 67 mln euro Hutę Bankowa (produkuje wyroby długie, m.in. pręty do wytwarzania rur i zajmuje się przetwórstwem) oraz Kuźnię Batory (jeden w Polsce producent osi kolejowych kutych na kowarcie i wlewków przetapianych elektrożuźlowo). Alchemia planuje zainwestować 30 mln zł w 2007 r. i 40 mln zł w 2008 w Hutę Batory, aby podwyższyć sprzedaż rur o 10-15% oraz zwiększyć stopień ich przetworzenia, a w konsekwencji zwiększyć marżę. Zmodernizowana zostanie stalownia, urządzenie do obróbki wtórnej stali, produkcja wlewków i piece. Huta Bankowa jest jedynym krajowym producentem kęsisk do kucia, kształtowników łebkowych, kątowników, prętów okrągłych, obręczy oraz pierścieni. Huta ma 2,2% udziału w produkcji wyrobów walcowanych długich i 90% w produkcji wyrobów kuto-walcowanych. Ponad 50% sprzedaży trafia na export. Na modernizację planowane jest wydanie 20 mln zł w 2007 r. i 20 mln euro w 2008 r. Sprzedaż huty przez Mittal Steel Poland była jednym z warunków KE na przejęcie przez indyjskiego potentata Arcelora. O Bankową ubiegały się 4 podmioty, w tym Złomrex. Alchemia planuje pozyskać 219 mln zł poprzez emisję 168,7 mln akcji z prawem poboru i wykorzystać te środki m.in. na refinansowanie wcześniejszych akwizycji.

W skład grupy Karkosika wchodzi też Impexmetal, zajmujący się handlem oraz produkcją wyrobów z metali nieżelaznych i kontrolujący spółkę Hutmen. Grupa Hutmena, w skład której wchodzi m.in. Walcownia Metali Dziedzice i Huta Metali Nieżelaznych Szopienice, wytwarza wyroby walcowane i wyciskane z miedzi. Roman Karkosik jest też (bezpośrednio lub pośrednio) akcjonariuszem giełdowej spółki Ferrum (niecały 1%), wytwarzającej rury ze szwem i akcjonariuszem Walcowni Rur Andrzej (10%), powstałej w 2002 r. na bazie upadłej Huty Andrzej. Inwestor starał się o przejęcie kontroli nad oboma spółkami, ale jak na razie bez powodzenia (ostatnio poinformował o zmniejszeniu pośredniego zaangażowania w Ferrum z 5,1% do 0,6% głosów). Akcje Ferrum posiada także dystrybutor wyrobów stalowych BSK Return (21,78% akcji) oraz spółka Nystal, mająca 28,2% akcji.

Głównym akcjonariuszem **Walcowni Rur Andrzej (WRA)**, posiadającym ok. 69% jest Towarzystwo Finansowe Silesia, a pozostałe 21% ma niemiecki Max Aicher. Ostatnio powstał spór o dokapitalizowanie WRA, pomiędzy TF Silesia pragnącym skonwertować na kapitał swoje wierzytelności wobec spółki, a pozostałymi akcjonariuszami, przymuszanymi w ten sposób do wniesienia gotówki do spółki, nad którą nie sprawują kontroli. Jednak rozbieżności trwają nie od dziś. Max Aicher silnie podkreśla konieczność inwestowania (chce zainwestować 10 mln euro jednorazowo, a następnie po 3 mln euro rocznie) i przygotowania spółki do czasu dekonstrukcji, oskarżając pozostałych akcjonariuszy o bardziej krótkoterminowe podejście. Według prasy, Roman Karkosik chciałby dostarczać wsad do WRA poprzez należącą do Alchemii Hutę Batory. TF Silesia przygotowuje plan prywatyzacji WRA i czeka na decyzje Skarbu Państwa co do dalszych losów spółki.

TF Silesia kontroluje także **Walcownie Rur Jedność** w Siemianowicach Śląskich. Ostatnio prasa donosiła, że TF Silesia przymierza się do wznowienia tej niedokończonych inwestycji w hutę produkującą rury bez szwów. Co jakiś czas powraca temat potencjalnego inwestora, ostatnio



ponownie mówiło się o rosyjskiej firmie TMK, która już w 2005 r. była bliska przejęcia majątku WRJ, ale sąd odrzucił wnioski o upadłość WRJ i nie doszło do sprzedaży samych aktywów, bez zobowiązań kredytowych (ok. 340 mln zł wobec 9 banków). Zdaniem cytowanego przez prasę Aleksandra Libierowa, przejęcie WRJ ma kosztować 30 mln USD, a uruchomienie produkcji dalsze 50 mln USD. Ostatnio banki - wierzyciele spółki wysłały zapytania ofertowe do firm zainteresowanych jej przejęciem, a 22 stycznia miał termin składania ofert. Ofertę złożyło m.in. TF Silesia. Prasa wśród innych zainteresowanych wymieniała Deutsche Bank, Alchemię, Max Aicher oraz Eugeniusza Majze, właściciela spółki Enpol. W zeszłym roku banki podpisały z Silesią i Sinarą Trading porozumienie, na mocy którego ta rosyjska spółka miała stać się inwestorem w WRJ, ale na początku października 2006 r. TF Silesia wypowiedziała umowę. W związku z tym powrotu do negocjacji oczekuje Max Aicher (jak wspomniano, akcjonariusz Walcowni Rur Andrzej).

Skarb Państwa kontroluje także **Hutę Łabędy** (produkująca wyroby długie, głównie dla przemysłu wydobywczego) i **Hutę Kościuszkę** (firma okołohutnicza nie wytwarzająca wyrobów stalowych, posiadająca Hutę Królewską, zajmująca się wyrobem prętów, kształtowników gorąco walcowanych oraz szyn i akcesoriów kolejowych). Ostatnio pojawiły się plany wprowadzenia Huty Łabędy na giełdę, co zostało skrytykowane przez niektórych ekspertów opowiadających się za pozyskaniem inwestora strategicznego. Uważa się, że spółka powinna rozwijać się w kierunku niszowych, ale zyskowych produktów typu płaskowniki czy niektóre asortymenty kształtowników. W okresie ostatnich dwóch lat Huta Łabędy osiągnęła zysk netto rzędu 60 mln zł.

Skarb Państwa posiada też 25,5% akcji **Huty Pokój**, kontrolowanej przez podmioty związane z GK Koloseum. Huta Pokój produkuje kształtowniki, blachy oraz konstrukcje stalowe i chce umocnić pozycję w segmencie profili formowanych na zimno. W 2005 r. miała 42 mln zł zysku, a w 2006 r. w okresie 7 miesięcy, przy przychodach 663 mln zł, 29 mln zł zysku.

Spółka Gemi kontroluje Hutę Łaziska, a Holding Yitorini natomiast Hutę Szczecin. W trakcie postępowania upadłościowego jest spółka Technologie Buczek, główny akcjonariusz wytwarzającej walce hutnicze Huty Buczek.

Wracając na moment do firm produkujących rury, to liderem jest w tej grupie Huta Batory (zdolności produkcyjne 75 tys. t), kolejne miejsca należą do spółki Rurexpol (60 tys. t) oraz Walcowni Rur Andrzej (45 tys. t).

2. *Polski rynek dystrybucji stali*

Pod względem wyników rok 2006 jest oceniany jako dobry, przynoszący stabilny wzrost rentowności. Uważano, że huty utrzymywały moce produkcyjne na poziomie, który pozostawiał pewien niedosyt po stronie popytu zgłaszanego przez odbiorców. Zgodnie ze światowymi trendami, w Polsce w 2006 r. blachy gorącowalcowane zdrożały o 32%, a pręty i profile o 20%.

Sprzedaż notowanych na giełdzie dystrybutorów wyrobów hutniczych wzrosła w 2006 r. o 30%, a w samym IV. kw. o 35%. Zwykle sprzedaż w ostatnim kwartale jest stosunkowo niska, ale w zeszłym roku wyjątkowo ciepła zima w połączeniu z rosnącymi inwestycjami zaowocowała zwiększonym popytem na wyroby stalowe.

Wzrost sprzedaży	w 2006 r.	w IV kw.
Centrostal	18%	45%
Stalprodukt	43%	27%
Stalprofil	10%	29%
Drozapol	81%	143%
Stalexport	19%	39%
Razem	30%	35%

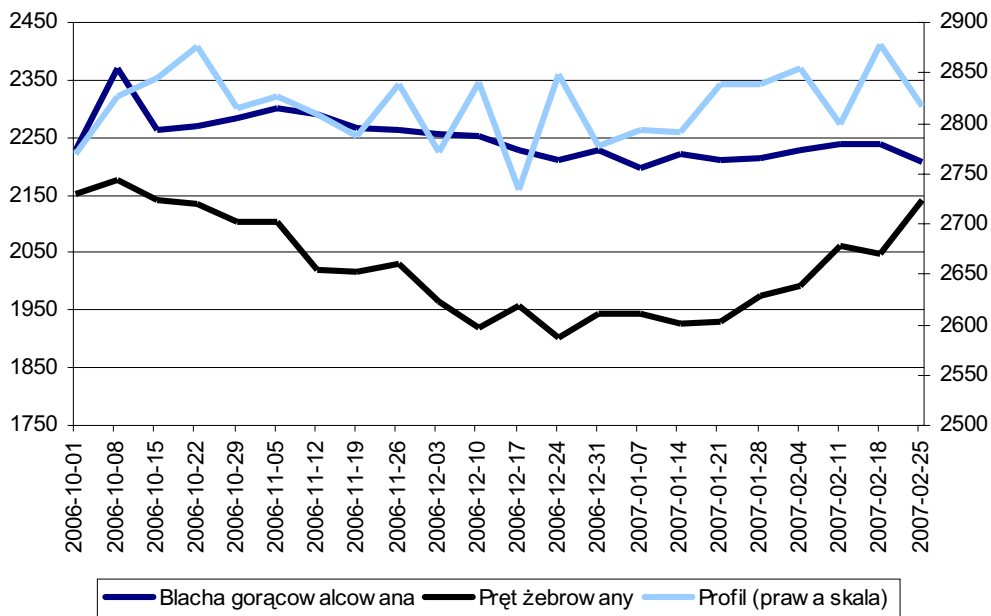
Źródło: spółki, DM PKO BP S.A.

Po słabym I kw. 2006 r. (surowa zima), częściowo z powodu odroczonego popytu, nastąpił dynamiczny wzrost zakupów klientów, który osiągnął maksimum w III kw. Przełożyło się to na ceny, a z kolei ich wzrost zachęcił klientów do zakupów na magazyn i do odejścia od formuły "just-in-time", co jeszcze bardziej zwiększało popyt. Spółki dystrybucyjne rekordowe wyniki osiągnęły w III kw. dzięki sprzedaży po wyższych cenach wyrobów kupionych wcześniej.



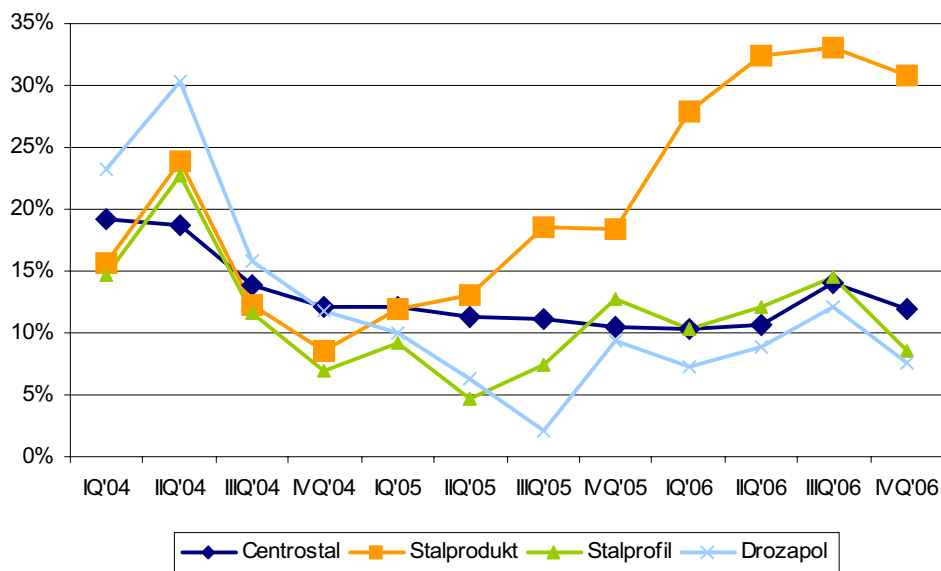
W IV kw. miała miejsce stabilizacja cen na poziomie niższym niż szczytowy. Miało to negatywne przełożenie na wyniki spółek handlowych: Stalprodukt zanotował w IV. kw. stratę w segmencie towarów, a Stalprofil obniżył rentowności, m.in. z powodu konieczności dokonania wyceny zapasów kupionych w szczycie cenowym.

Ceny produktów stalowych (średnie)



Źródło: PUDS, DM PKO BP S.A.

Marże brutto na sprzedaży kwartalnie



Źródło: spółki, DM PKO BP S.A.

Dystrybutorom sprzyja ciepła zima, która powoduje, że klienci z sektora budowlanego kupują więcej niż zwykle o tej porze roku. Drozapol informował o rekordowej sprzedaży w styczniu (23 mln zł, co stanowiło o 18% więcej niż w całym 2006 r.). Od początku stycznia ceny stali w Polsce powoli rosną, co ilustruje powyższy wykres.



Oczekiwanie wzrostu cen zachęca niektóre spółki do zwiększania stanów magazynowych - przykładem tego może być Drozapol. Warto podkreślić, że rok temu większość spółek, po bolesnych doświadczeniach z początku 2005 r., podchodziła do tej kwestii dużo ostrożniej i utrzymywała niskie zapasy, stawiając raczej na działalność handlową, a nie na spekulowanie pod wzrost cen.

	Zapasy			Rotacja w dniach		
	IVQ'06	IVQ'05	Zmiana	IVQ'06	IVQ'05	Zmiana
Centrostal	19.3	18.7	3%	47	54	-13%
Stalprodukt	189.9	103.8	83%	53	41	28%
Stalprofil	100.0	102.2	-2%	69	77	-11%
Drozapol	49.1	10.4	374%	120	46	161%
Stalexport	57.6	43.8	31%	40	36	10%

Źródło: spółka, DM PKO BP S.A.

Na rynku funkcjonują **różne modele sprzedaży**. Pierwszym jest sprzedaż bezpośrednia: huta sprzedaje bezpośrednio ostatecznemu odbiorcy (w ten sposób zaopatrują się najwięksi odbiorcy, gł. firmy budowlane i konstrukcyjne). Drugi model oparty jest na sprzedawaniu wyrobów huty przez tradera mającego wyłączność na sprzedaż produkcji danej huty. Trzeci model to sprzedaż poprzez dystrybutorów. W tej grupie są hurtownie duże, średnie i małe, dystrybutorzy lokalni i globalni). Obecnie lokalni dystrybutorzy (tacy jak Drozapol lub Centrostal) chcą stać się ogólnokrajowymi graczami. Duży dystrybutorzy są podstawowymi odbiorcami polskich hut. Na rynku wyrobów długich dominują każdorazowo negocjowane kontrakty (kontrakty spot).

Czynnikami ryzyka są nieznane w tym momencie plany rozwoju dużych producentów.

Niektórzy dystrybutorzy chcą poczekać z inwestycjami na wyklarowanie się sytuacji, inni uważają, że nie należy czekać, tylko wykorzystać okres bardzo dobrej koniunktury na konsolidację i poszerzenie oferty.

O planach Mittala przebudowy sieci sprzedaży mówi się od dawna. W październiku 2005 r. holding ogłosił plany zbudowania w Polsce dwóch centrów serwisowych i zapowiadał konsolidację 9 posiadanych spółek dystrybucyjnych. Spekulowano, że spółka odkupi od związków zawodowych i przejmie pełną kontrolę nad Stalprofilem. W 2006 r. plany przebudowy sieci sprzedaży przez Mittala stały się tym bardziej aktualne, że swoją spółkę dystrybucyjną ma w Polsce także przejęty przez Mittala Arcelor. Ostatnio pojawiają się informacje, że Arcelor Mittal zamierza zbudować centrum serwisowe, które będzie dostarczało wyroby dla motoryzacji czy AGD (a więc nie będzie to konkurencja dla dystrybutorów, obsługujących mniejszych odbiorców).

Jak dotychczas Mittal Steel traktuje równo wszystkich swoich dystrybutorów, ewentualne rabaty stosując jako warunek umowy lojalnościowej. Uważa się, że spółka jest zbyt dużym producentem na polskim rynku, aby opłacało się jej sprzedawać przez własną sieć i tworzyć ją na potrzeby tej strategii. Naszym zdaniem nie można jednak wykluczać, że konsolidacja pionowa dojdzie także na poziom krajowych dystrybutorów. Jedynym ograniczeniem może być potencjalne veto ze strony władz antymonopolowych, które mogą być przeciwne tworzeniu dużej sieci dystrybucji przed producenta dominującego na krajowym rynku, a przede wszystkim przeciw dyskryminowaniu niezależnych sprzedawców (przykładem podejścia do tej kwestii ze strony UE jest nakazanie firmom motoryzacyjnym odejścia od modelu wyłącznego dealera). Tak czy owak, przewagę będą mieć duże podmioty, które wymuszą dobre traktowanie ze strony Mittala albo uzyskają atrakcyjne warunki u zagranicznych producentów.

Dominuje przekonanie, że docelowo **ukształtuje się system mieszany** i producenci będą współpracować nie tylko z firmami powiązanymi kapitałowo. W UE dystrybutorzy i centra serwisowe sprzedają 67% wyrobów stalowych. U nas ten udział dystrybutorów wynosi według jednych autorów ok. 70%, a według innych relacja jest odwrotna i 70% przypada na bezpośredni handel hut z odbiorcami. Pewne wzmocnienie udziału w rynku dystrybucji samych producentów jest możliwe, ale nie zagrazi ono silniejszym dystrybutorom. Atutem dystrybutorów jest to, że działają jak składownicy i mają w ofercie zawsze szeroką gamę towarów. Z natury rzeczy mają więc lokalny zasięg działania (premia lądowa), a więc stworzenie własnej sieci przez producentów wymagałoby od nich stworzenia (przejęcia) dużej liczby lokalnych składów, co byłoby czaso- i kapitałochłonne. Dystrybutorzy pozostaną silni zwłaszcza w tych segmentach rynku, gdzie działa duża liczba klientów i występuje duża sezonowość, ale konsolidacja będzie postępować, w ślad za koncentracją wśród klientów (np. spółek budowlanych). Mocną stroną małych dystrybutorów jest elastyczność, wysoka jakość obsługi i umiejętność budowania relacji z klientami. Zaostrzać się będzie konkurencja, tak ze strony podmiotów krajowych jak i zagranicznych.



Inni producenci także mają własne lub powiązane sieci sprzedaży. Wyroby **Związku Przemysłowego Donbasu** (ZPD - Industrialny Sojuz Donbasu) sprzedaje w Polsce spółka ISD Steel (na świecie ZPD współpracuje ze szwajcarską spółką Duferco - ich łączna sprzedaż wynosi 15 mln t). CMC Zawiercie sprzedaje swoje wyroby za pośrednictwem sieci należącej do strategicznego inwestora, Commercial Metals Company.

Jak na razie polscy dystrybutorzy nie widzą zagrożenia we wchodzeniu na polski rynek rosyjskich i ukraińskich producentów, ponieważ firmy te nie dostarczają wyrobów bezpośrednio małym i średnim odbiorcom, będącym podstawowymi klientami firm dystrybucyjnych. Warto jednak zwrócić uwagę na zainwestowanie przez spółkę handlową z grupy Siewierstali, Siewierstal-Invest, 200 mln USD w budowę nowego centrum serwisowego zlokalizowanego z europejskiej części Rosji.

Niektórzy dystrybutorzy sprzedają przede wszystkim wyroby krajowych producentów, inni stawiają na **import**. Częściowo import jest koniecznością, bo nie wszystkie asortymenty są produkowane w Polsce. Inną zaletą importu jest dywersyfikacja dostaw, często możliwe do uzyskania są niższe ceny. Z kolei zaletą sprzedawania wyrobów krajowych są kwestie logistyczne, a niekiedy i lepsze warunki handlowe. Import stanowi 70% sprzedaży Drozapolu, 30% Stalprofilu (w IV kw. już 42%), 10-15% Stalproduktu i 4% w przypadku Stalexportu. Przy okazji dodajmy, że notowane na giełdzie spółki handlujące wyrobami stalowymi są nie tylko dystrybutorami lokalnymi, ale także eksporterami. Eksportuje przede wszystkim Stalprodukt (głównie swoje wyroby, czyli blachy transformatorowe, export stanowi 73% ich sprzedaży) i Stalexport (jak z samej nazwy spółki wynika, dawny monopolista w eksporcie polskiej stali, export w jego sprzedaży wynosi wyrobów stalowych stanowi ok. połowy całej sprzedaży segmentu handlowego), rośnie udział eksportu w sprzedaży Stalprofilu (wynosi 20-30%).

Uważa się, że **konsolidacja dystrybutorów** jest nieunikniona. Jak wspomnieliśmy, jest odpowiedzią na konsolidację klientów, ale także reakcją na konsolidację producentów i próbą uniezależnienia się od nich lub przynajmniej zmniejszenia ich dominacji. Spółki muszą się wzmacniać, także po to, aby móc sprostać wymaganiom (szeroki asortyment, inwestycje w specjalistyczne wyposażenie). Konsolidację wymusza też brak dostępu niektórych dystrybutorów do źródeł zaopatrzenia lub niewystarczający kapitał obrotowy.

Fuzje nie przebiegają jednak tak szybko, jak mogłyby, bo z jednej strony mało jest firm dysponujących odpowiednim kapitałem, aby przejmować, a z drugiej strony nie ma wielu atrakcyjnych celów przejęć, bo właściciele wielu krajowych firm wolą pozostać samodzielnymi. W dodatku stosowany system rabatów dąży do rozdrobnienia systemu dystrybucji wyrobów hutniczych.

W innych krajach rynek jest znacznie bardziej skoncentrowany. We Francji pięciu największych dystrybutorów ma 70% udziału w rynku, w Niemczech największy dystrybutorzy opanowali 50% rynku, w Hiszpanii 45%, a w Polsce niecałe 20%. Jak wyglądała ewolucja rynku pokazuje przykład Niemiec: w 1970 r. było tam ok. 1400 firm dystrybucyjnych, w chwili obecnej pozostało ok. 300, a specjaliści szacują, że pozostanie docelowo 200.

Jednym ze sposobów obrony niezależnych dystrybutorów jest tworzenie grup zakupowo-sprzedażowych. W porównaniu z powiązaniami kapitałowymi, takie więzy jednak często okazują się nietrwałe. Według prasy niewielka była efektywność grupy firmowanej przez Grupę Polska Stal.

Uważa się, że najlepsze perspektywy mają dystrybutorzy, którzy **znaleźli swoją niszę, mają wyraźną przewagę konkurencyjną lub tworzą znaczącą wartość dodaną**.

Klienci potrzebują usług polegających na **kompletowaniu asortymentu, przycinaniu, a nawet prostej obróbce wyrobów hutniczych**. W związku z tym dystrybutorzy rozwijają się dwutorowo. Po pierwsze skupiają się na działalności handlowej. **Powiększają sieć handlową, inwestują w logistykę i poszerzają asortyment**. Wielu buduje kryte magazyny, ponieważ coraz bardziej powszechną tendencją obowiązującą na rynku krajowym jak i na rynkach europejskich jest składowanie wyrobów hutniczych w magazynach zamkniętych, co pozwala na zachowanie wysokich parametrów jakościowych stali. Po drugie, **stawiają na przetwórstwo**. Rozbudowują centra serwisowe, świadczące usługi konfekcjonowania i kompletowania asortymentu, przycinania na żądany wymiar, malowania. Czasami oferowane są nawet bardziej zaawansowane usługi obróbki jak perforacja czy spawanie. Ogólnie mówiąc, dystrybutorzy rozwijają się w segmentach, które nie interesują dużych hut. Większość producentów rezygnuje z instalacji urządzeń do wstępnego przetwarzania stali, przierzucając prefabrykację (wstępne przetwórstwo materiału) do dystrybutorów



Dystrybutorzy rozbudowują też grupy kapitałowe o spółki działające w branżach pokrewnych lub samodzielnie wchodzą w nowe obszary biznesu. Przykładem integracji pionowej jest nabycie przez Stalprofil spółki Izostal (zajmującej się antykorozyjnym izolowaniem rur stalowych, produkcją rur polietylenowych oraz handlem rurami stalowymi) oraz spółki ZRUG Zabrze (specjalizującej się w budowie sieci gazowych, ciepłowniczych, wodnych i kanalizacyjnych). Olbrzymi sukces finansowy odniósł Stalprodukt dzięki rozwinięciu produkcji blach transformatorowych. Także strategia Drozapolu przewiduje konsolidację pionową i nabywanie producentów konstrukcji stalowych, maszyn i urządzeń.

Zdaniem prezesa Stemcora Ralpha Oppenheimera sukces odniosą **wirtualni dystrybutorzy**, którzy nie będą posiadali własnej sieci magazynów, ale będą je wynajmowali. Jednak wielu ekspertów nie zgadza się z tą opinią i uważa, że wirtualny dystrybutor co prawda operuje ilościami hurtowymi, ale nie może zaoferować klientowi usług przetwarzania stali. Wirtualna dystrybucja mogłaby się sprawdzić tylko przy dużych i jednorodnych zamówieniach i tylko w takim zakresie eksperymentowano z nią w USA.

3. Główni dystrybutorzy stali

Według rankingu Miesięcznika Gospodarczego Nowy Przemysł, największym dystrybutorem jest **ThyssenKrupp Energostal**, który ponad dwukrotnie wyprzedza pod względem tonażu kolejnych hurtowników. W ofercie spółki znajdują się produkty ze stali węglowej, stali nierdzewnej, metali nieżelaznych, oraz tworzyw sztucznych głównie dla sektorów takich jak: reklama, przemysł i budownictwo. Spółka dysponuje powierzchnią magazynową 90 000 m². Główne centra logistyczne firmy znajdują się w Warszawie, Poznaniu i Dąbrowie Górniczej (jest to największe w branży centrum magazynowo-serwisowe w Europie Środkowo-Wschodniej). Dzięki temu spółka może utrzymywać szeroki wybór materiałów oraz jednocześnie oferować korzystne warunki zakupu. Energostal działa przede wszystkim na rynku polskim. Eksport stanowi zaledwie 5 proc. obrotów. Większość wyrobów Energostal sprowadza z zagranicy, głównie z Europy Zachodniej. Z polskich hut pochodzi około 40 proc. zaopatrzenia.

Niedawno spółka uruchomiła zbrojarnię w Rogoźnie koło Poznania (pow. 2,5 tys. m kw., m.in. automat do gięcia prętów, automat i stół giętarski do strzemiom zbrojeniowych oraz linia do podwójnego gięcia), której możliwości produkcyjne wynoszą 2 tys. t miesięcznie. Zbrojarnia dostarcza również półfabrykatów dla prac żelbetowych.

Na drugim miejscu Nowy Przemysł sklasyfikował giełdowy **Stalprodukt**. Spółka ta zajmuje się nie tylko handlem wyrobami stalowymi i przetwórstwem (cięciem blach i produkcją kształtowników na zimno), ale coraz bardziej koncentruje się na produkcji blach transformatorowych. W 2006 r. przychody z produkcji blach stanowiły 42% przychodów ogółem, ale dzięki rewelacyjnemu marżom (55%) dały 79% zysku. Przychody z samego handlu dałyby spółce miejsce pod koniec pierwszej dziesiątki dystrybutorów, ale doliczając cięcie i produkcję kształtowników, spółka zasługiwała na drugie miejsce.

	III kw. 2005	IV kw. 2005	I kw. 2006	II kw. 2006	III kw. 2006	IV kw. 2006
Przychody	233,9	276,5	264,6	292,8	360,5	331,6
Segment blach	88,0	81,7	114,9	124,9	140,3	139,7
Segment profili	112,1	104,3	102,3	101,2	195,5	131,5
Segment towarów	33,8	90,5	47,4	66,7	24,7	60,4
Wynik	37,3	49,1	67,1	92,3	110,7	92,0
Segment blach	28,5	35,8	59,8	71,8	75,5	78,5
Segment profili	9,1	7,8	4,9	12,9	27,7	15,9
Segment towarów	-0,4	5,5	2,3	7,7	7,5	-2,4
Marże	15,9%	17,8%	25,3%	31,5%	30,7%	27,8%
Segment blach	32,4%	43,8%	52,1%	57,4%	53,8%	56,2%
Segment profili	8,1%	7,4%	4,8%	12,7%	14,2%	12,1%
Segment towarów	-1,1%	6,1%	4,9%	11,6%	30,2%	-4,0%

Źródło: Stalprodukt, DM PKO BP S.A.

Strukturę sprzedaży ilustruje wykres zamieszczony na następnej stronie. Głównym dostawcą materiałów wsadowych (w I półroczu 2006 r. 19% przychodów) jest Mittal Steel (blachy gorącowalcowane w arkuszach oraz blachy i taśmy zimnowalcowane), będący także akcjonariuszem spółki (ma 34% akcji). Wyroby nie produkowane przez Mittala (np. pręty i



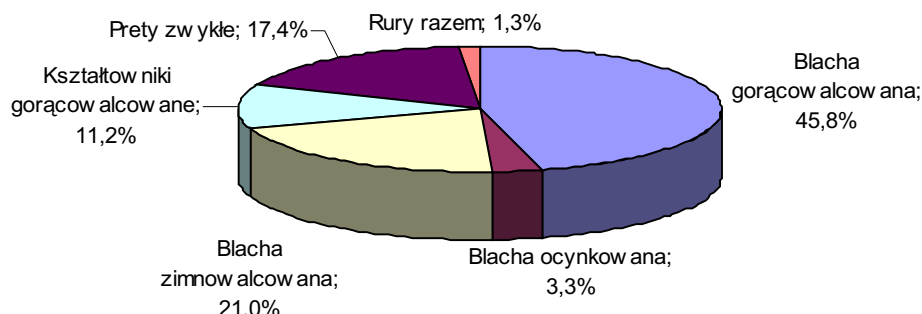
Lp.	Firma	Przychód ze sprzedaży netto (mln zł)	Zysk netto (mln zł)	Tonaż sprzedaży netto (tys ton)	Główni dostawcy
		za cały 2005 za I-II kw. 2006	za cały 2005 za I-II kw. 2006	za cały 2005 za I-II kw. 2006	
1.	THYSSENKRUPP ENERGOSTAL SA	1 207,7 664,2	43,1 brak danych	409 234	Mittal, Peiner, Celsa, Arcelor, Ruukki, Huta Pokój, Interpipe (Mohylev), TK Nirosta, Outokumpu, Ugine&ALZ, Corus, Cogne, Alcoa, Panda Tubi, Ugitech, Acerinox, Alcomet, Alcan, KME
2.	STALPRODUKT SA	916,8 580,2	81,6 114,0	brak danych brak danych	Mittal Steel Poland SA, US Steel Koszyce
3.	BOWIM SA	451,2 284,1	3,8 3,8	190 134	
4.	GRUPA KAPITAŁOWA SAMBUD-2 K. STĘPAK I WSPÓLNICY	485,6 282,5	6,0 5,0	227 108	
5.	GRUPA POLSKA STAL SP. Z O.O.	496,2 281,3	0,0 0,2	256 158	
6.	STALEXPORT SA	442,0 269,7	-145,1 3,4	184 119	Mittal Steel Poland SA
7.	BODEKO SP. Z O.O.	344,4 210,2	1,6 3,6	190 114	Celsa, Mittal Steel Poland, CMC Zawiercie
8.	STALPROFIL SA	447,5 199,0	19,2 9,0	208 96	Mittal Steel Poland, Huta Królewska, Huta Pokój Celsa, Huta Ostrowiec, Arcelor Sections Comercial (Luksemburg), Mittal Steel Ostrawa (Czechy), Stencor Europa (Wielka Brytania)
9.	NOVA TRADING SA	318,4 188,2	4,4 brak danych	30 18	
10.	SERWIS POLSKA STAL SP. Z O.O.	250,5 159,0	0,1 0,5	123 78	
11.	BSK RETURN SP. Z O.O.	252,4 157,5	4,4 3,3	216 118	CMC Zawiercie, Zlomex Poraj, Mittal Steel, Walcownia Blach Grubych Batory, EcoSteel Zawiercie
12.	MONTAN STAL SP. Z O.O.	246,3 139,7	1,6 2,2	107 68	US Steel Kosice s.r.o., Montan Voss GmbH, Mittal Steel Polska, Moravia Steel
13.	KONSORCJUM STALI SP. Z O.O.	226,7 132,1	2,4 2,2	brak danych brak danych	
14.	BOBREK PRZEDSIĘBIORSTWO REMONTOWO-HANDLOWE	155,8 93,3	4,9 3,9	73 43	Mittal Steel Polska, Huta Pokój, Arcelor
15.	MOSTOSTAL KRAKÓW FIRMA HANDLOWA SA	159,5 86,3	0,1 0,2	86 48	Mittal Steel Poland, Huta Królewska, IDS Częstochowa, Celsa Ostrowiec, Zlomrex
16.	HTS STAL HANDEL SP. Z O.O.	194,7 78,3	5,3 brak danych	105 42	Mittal Steel Poland
17.	P.B.P.P. PIECBUD SP. Z O.O.	97,7 66,2	-2,6 2,7	24 17	Mittal Steel Poland, CMC Zawiercie, Polmet, Wlochy, Niemcy, Chiny
18.	CENTROSTAL SA	118,1 64,3	-0,9 -0,6	52 29	CMC Zawiercie, Huta Stali Częstochowa, Celsa Huta Ostrowiec, Zlomrex, Towarzystwo Finansowe Silesia, Stalprofil, Mittal Steel Poland O/Kraków, HW Pietrzak holding, HTS Stal Handel
19.	PROGRES SP. Z O.O.	60,8 60,5	0,2 0,4	22 35	Huta Królewska, ZW Profil, BMZ, Celsa Huta Ostrowiec, Huta CMC, Mittal Steel
20.	SCHMOLZ+BICKENBACH SP. Z O.O.	107,9 57,8	2,2 2,2	38 20	
21.	SLOVRUR SP. Z O.O.	137,0 57,0	6,0 brak danych	brak danych 18	Zeleeziarne Podbrezova (Słowacja)
22.	DROZAPOL-PROFIL SA	82,2 56,1	-1,0 2,2	brak danych brak danych	
23.	MAXSTAL SP. Z O.O.	95,8 51,1	3,5 2,1	51 31	Huty polskie, ukraińskie, czeskie, słowackie, serbskie, rumuńskie, bułgarskie
24.	PPHU ELEKTROMETAL SP. J.	122,1 49,6	1,2 brak danych	brak danych brak danych	Mittal Steel, US Steel Koszyce, Dunafer
25.	PW BISTAR SK	86,8 49,0	1,3 2,8	44 22	Rosja, Ukraina, Łotwa, Niemcy

Źródło: Nowy Przemysł, DM PKO BP S.A.

walcówka) kupowane są u innych, krajowych lub zagranicznych, producentów. Drugim istotnym dostawcą jest US Steel Koszyce (16% dostaw w I półroczu). Sprzedaż krajowa prowadzona jest przez spółki zależne, m.in. Stalprodukt-Centrostal Kraków, Stalprodukt Warszawa i Stalprodukt Zamość. Ostatnio Stalprodukt za 11,9 mln zł kupił od syndyka przedsiębiorstwo Mostostal - Poznań.

Zgodnie ze zmodyfikowaną strategią, ogłoszoną 28 lutego, Stalprodukt kosztem 230 mln zł zwiększy moce wytwórcze z 58 tys. t do 100 tys. ton, a następnie poszerzy asortyment. W I. 2007-2008 rozwijane będą także centra serwisowe blach (uruchomiono już linię cięcia wzdłużnego blach gorącowalcowanych oraz linię cięcia poprzecznego blach zimnowalcowanych, do uruchomienia pozostała jeszcze linia cięcia poprzecznego blach gorącowalcowanych oraz linia

Struktura sprzedaży towarów w Stalprodukcie (I poł. 2006 r.)



Źródło: Stalprodukt, DM PKO BP S.A.

cięcia wzdłużnego blach zimnowalcowanych), a ich zdolności produkcyjne mają osiągnąć 250 tys. t. Spółka podpisała umowę na kupno 5 linii profilowania, w tym 3 do profili zamkniętych oraz 2 do profili otwartych oraz automatycznego urządzenia do układania kształtowników. Docelowo zdolności produkcyjne w segmencie kształtowników mają wynosić 400 tys. t. W ramach rozwoju sieci dystrybucji planowany jest zakup i uruchomienie dwóch dodatkowych składów handlowych. Inwestycje w okresie 2 lat w sumie wyniosą 450 mln zł, zatrudnienie wzrośnie o 360 osób, a przychody mają się podwoić (czyli wynieść w 2008 r. 2,6 mld zł).

Głównym przedmiotem działalności firmy **Bowim** jest handel wyrobami hutniczymi. Oferta obejmuje wyroby ze stali węglowej wytwarzane przez polskich producentów stali jak i produkty z importu. Ponadto spółka zajmuje się produkcją prefabrykatów zbrojeniowych, przewodników sztybowych dla górnictwa oraz świadczeniem usług cięcia wyrobów hutniczych (długich) o dużych przekrojach. Firma oferuje również montaż produkowanych prefabrykatów zbrojeniowych na placu budowy zlecniodawcy. Zbrojarnia spółki posiada możliwość produkcji elementów wszystkich kształtów zaprojektowanych przez projektantów zbrojenia budowlanego w zakresie średnic prętów od 6mm do 40mm w każdym gatunku stali. Moce produkcyjne zbrojarni wynoszą od 3500 ton do 4000 ton w skali miesiąca. W firmie zatrudnionych jest obecnie ok 250 osób. Siedziba główna znajduje się w Tarnowskich Górach, a sieć logistyczna firmy opiera się na 9 punktach dystrybucji.

Sambud-2, sklasyfikowany w rankingu na czwartym miejscu (przychody w I. półroczu na poziomie 281 mln zł) jest na sprzedaż. Memorandum ofertowe otrzymało 6 zainteresowanych. Do połowy marca mają oni zaproponować cenę, a pod koniec marca ma być wybrany jeden inwestor, z którym negocjowana będzie ostateczna umowa. Wśród potencjalnych inwestorów dominują podmioty zagraniczne, ale najprawdopodobniej wśród chętnych jest także Drozapol (traktuje to jako alternatywną dużą inwestycję, gdyby nie udało się kupić stalowej części Stalexportu) oraz Stalprofil. Nie jest zdecydowane, czy sprzedany zostanie pakiet 100% czy tylko kontrolny oraz czy zapłata będzie w gotówce, czy także w akcjach.

Sambud-2 jest nie tylko dostawcą wyrobów hutniczych (w ofercie firmy znajdują się: blachy, rury, kątowniki, pręty, profile zamknięte jak i stal zbrojeniowa), ale również ich producentem. Firma wytwarza gięte na zimno ceowniki i kątowniki, a już wkrótce uruchomi produkcję profili zamkniętych. Zajmuje się także cięciem wzdłużnym i poprzecznym blachy. Średnia sprzedaż roczna wynosi 400 - 500 tys. t. Firma dysponuje 15 000 m² (hale) powierzchni składowej zamkniętej oraz 20 ha powierzchni składowej otwartej (plac). Główni dostawcy wyrobów dla spółki to Mittal Steel Poland, Stalprodukt Bochnia S.A., CMC Zawiercie, oraz Zakład Walcowniczy Profil. Spółka kupiła niedawno krakowski Energomontaż, posiada więc w Krakowie kilkanaście hektarów gruntów, na których mogą być realizowane dalsze inwestycje związane z dystrybucją stali

Grupa Polska Stal jest grupą zakupową dążącą do uzyskiwania jak najlepszych warunków zakupu wyrobów hutniczych dla swoich członków. Sprzedaż wyrobów na poziomie 300 tysięcy ton rocznie o wartości przekraczającej 600 mln złotych. Grupa Polska Stal zrzesza aktualnie 10 firm dysponujących 42 składami wyrobów hutniczych i centrami serwisowymi w całej Polsce.

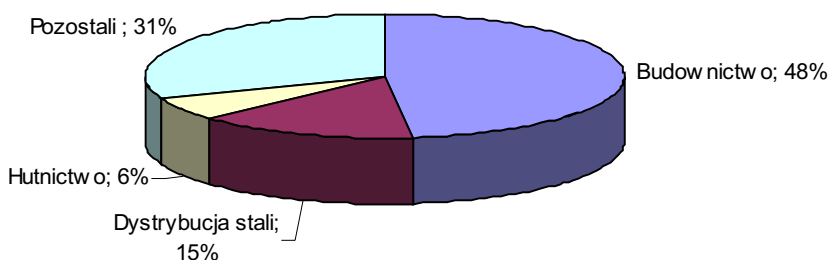


Zajmujący szóstą pozycję w rankingu **Stalexport** w związku z koncentrowaniem się na działalności autostradowej sprzedaje swoją część zajmującą się handlem wyrobami stalowymi (Stalexport Trade). O zakup starało się 5 firm (Drozapol, Złomrex, Mittal Steel Poland, Bowim i BSK Return), ostatecznie oferty nie złożył BSK Return. Do dalszych negocjacji wybrany został Złomrex, któremu udzielono wyłączności do połowy kwietnia. Stalexport planuje zawarcie wstępnej umowy sprzedaży do końca I półrocza.

Sieć dystrybucji Stalexportu składa się z 3 biur handlowych (Warszawa Częstochowa i Białystok - jest to dawny Stalexport Centrostal Warszawa), 8 składów handlowych (Gostyń, Gniezno, Piła, Bełchatów, Krzyż Wielkopolski, Koszalin, Kostrzyn i Koronów) i 4 punktów sprzedaży obsługiwanych przez spółki zależne (Stalexport Serwis Centrum posiada składy handlowe w Katowicach, Opolu i Wrocławiu, a Stalexport Centrostal w Lublinie). Spółka pośrednio zależna, Stalexport Serwis Centrum Bełchatów z siedzibą w Rogowcu, handluje wyrobami hutniczymi oraz pośredniczy w wykonawstwie i usługach zbrojarskich, a Invest-Centrostal świadczy usługi montażu zbrojeń na miejscu placu budowy oraz roboty ciesielskie. W oddziałach w Warszawie i w Katowicach spółka dysponuje zakładami produkcji zbrojeń.

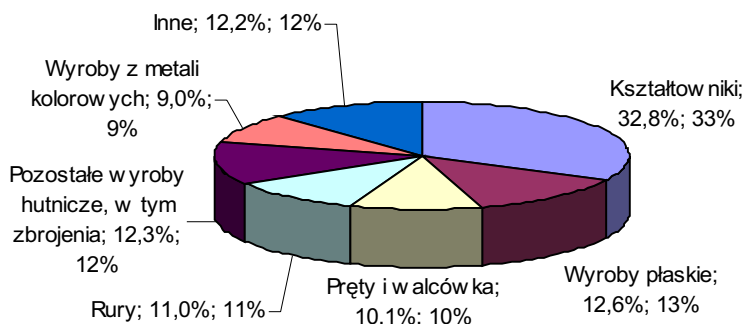
Stalexport zajmuje się nie tylko dystrybucją, ale i handlem hurtowym wyrobami stalowymi. Spółka importuje wyroby hutnicze ze stali zwykłych i jakościowych, rudy żelaza, żelazostopy, materiały ogniotrwałe, surowce metalurgiczne i mineralne oraz eksportuje kształtowniki walcowane na gorąco i zimnowalcowane, blachę gorącowalcowaną i zimnowalcowaną w kręgach i arkuszach, blachę ocynkowaną w kręgach i arkuszach, blachę uniwersalną, taśmy stalowe, pręty (okrągłe, kwadratowe, sześciokątne, płaskie i żebrowane), walcówkę gładką i żebrowaną, szyny i akcesoria szynowe, półwyroby hutnicze, materiały ogniotrwałe, surówkę, metale nieżelazne, stale jakościowe i rury stalowe.

Struktura sprzedaży krajowej segmentu handlowego Stalexportu (3 kw. 2006 r.)



Źródło: spółka, DM PKO BP S.A.

Asortyment Stalexportu (3 kw. 2006 r.)



Źródło: spółka, DM PKO BP S.A.



Bodeko należy do trzech osób fizycznych. Główne oddziały spółki znajdują się w Warszawie, Białymstoku, Poznaniu, oraz Sępólnie Krajeńskim. Spółka posiada magazyny o łącznej powierzchni 6000 m². Podstawowa działalność Bodeko to handel wyrobami hutniczymi. Główni dostawcy firmy to CELSA Huta Ostrowiec, Mittal Steel SA, CMC Huta Zawierci, Huta Pokój, ECOSTEEL oraz Złomrex. W ofercie firmy znajdują się: pręty żebrowane, kwadratowe i gładkie, walcówka, płaskowniki, kątowniki, profile zamknięte, rury, oraz blachy. W maju 2005 r. uruchomiony został profesjonalny zakład produkcji zbrojeń prefabrykowanych. Spółka dysponuje parkiem maszynowym o zdolności produkcyjnej 3500 ton miesięcznie. Głównymi odbiorcami zbrojeń firmy Bodeko są Budimex Dromex, Mostostal Warszawa, Warbud, Polimex Mostostal Siedlce oraz Hochtief Polska. Firma działa również w sektorze hotelarskim.

Ósmy w rankingu jest giełdowy **Stalprofil**, posiadający dwa składy handlowe (w Dąbrowie Górniczej i Katowicach, obecnie powstają tam dwie hale). Obsługuje tak pośredników jak i finalnych odbiorców (ma kilkudziesięciu odbiorców strategicznych, ale ogólnie ponad dwa tysiące klientów). W ramach centrum serwisowego oferuje usługi wstępnej obróbki wyrobów stalowych.

Ostatnio spółka inwestuje w modernizację składów, przede wszystkim zwiększając powierzchnie handlowe zamknięte i inwestując w urządzenia przeładunkowe. Głównym dostawcą spółki jest Mittal Steel Poland (60% w I półroczu 2006 r.), będący też akcjonariuszem spółki. Spółka sprzedaje też wyroby Huty Pokój, Celsa Ostrowiec oraz producentów zagranicznych (z Czech, Korei, Iranu i ze Wschodu). 26% sprzedaży spółki stanowi eksport, a rosnący import osiągnął w IV kw. już 42% zakupów. Spółka szacuje, że sprzedaje 40% produkowanych przez Mittala wyrobów długich i 10% wyrobów płaskich.

Ponad 80% skonsolidowanych przychodów Stalprofilu generuje handel wyrobami hutniczymi (81% w IV kw., 84% w całym roku), a niecałe 20% usługi związane z infrastrukturą sieci przesyłowych gazu i innych mediów (w skład grupy wchodzi Izostal, zajmujący się antykorozyjnym izolowaniem rur stalowych, produkcją rur polietylenowych i handlem rurami stalowymi oraz spółka ZRUG Zabrze, specjalizująca się w budowie sieci gazowych, ciepłowniczych, wodnych i kanalizacyjnych), ale na poziomie zysku brutto ze sprzedaży udział działalności handlowej jest niższy (62% w IV kw., 78% w całym roku).

Strategia Stalprofilu przewiduje zwiększanie udziału w rynku handlu wyrobami hutniczymi, rozwój segmentu sieci przesyłowych, minimalizację uzależnienia od głównych odbiorców i dostawców, zwiększenie udziału kapitału własnego w strukturze pasywów oraz rozszerzenie przedmiotu działalności poprzez akwizycje podmiotów w ramach branży.

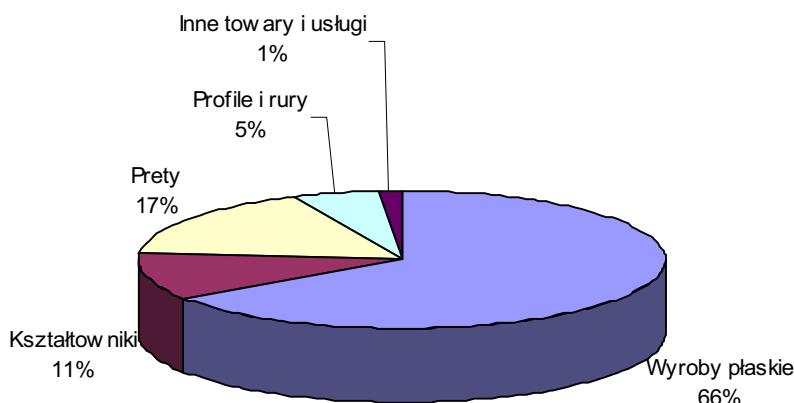
Dziewiąte miejsce zajmuje **Nova Trading** (spółka należy do dwóch osób fizycznych, jest największym w Polsce składem stali nierdzewnej), a dziesiąte **Serwis Polska Stal** (zadaniem spółki należącej do trzech podmiotów jest zakup stali pod potrzeby własnych centrów serwisowych oraz zakup wyrobów hutniczych dla krajowej sieci dystrybucji).

Warto zauważyć, że Mittal Steel jest akcjonariuszem kilku spółek zajmujących się dystrybucją stali: ma 38% akcji Stalproduktu, 31% akcji Stalprofilu i 100% udziałów spółki HTS Stal Handel. Dysponuje też siecią stworzoną przez Arcelora.

Drozapol-Profil powstał w 1993 r. w wyniku połączenia firm Drozapol i Profil. Spółka specjalizuje się w sprzedaży wyrobów płaskich i blach, ale model działania zakłada zaopatrywanie klientów we wszystkie wyroby hutnicze zużywane w ich procesie produkcyjnym. Drozapol ma 5 oddziałów (w Bydgoszczy, w Ujściu k. Piły, w Ostrowcu Świętokrzyskim oraz we Wrocławiu i w Siedlcach), a także 7 przedstawicielstw (planowane dalsze 2 w 2007 r.). W 2005 r. sprzedał 39 tys. t. stali o wartości 82 mln zł. Strukturę sprzedaży ilustruje wykres. Spośród giełdowych dystrybutorów spółkę wyróżnia to, że ponad 70% sprzedaży spółki pochodzi z importu (przede wszystkim od dwóch producentów ukraińskich i jednego czeskiego), wśród krajowych dostawców dominuje Mittal Steel Poland (3,2% sprzedaży w I półroczu 2006 r. wobec 13% w 2005 r. i 28% w 2004 r.) i Celsa Huta Ostrowiec.

Drozapol oferuje także wstępne przetwarzanie i usługi transportowe oraz (od lipca 2006 r.) produkcja zbrojeń budowlanych (zdolności produkcyjne 1,5 tys. t miesięcznie, wyposażenie zakładu pozwala na cięcie i gięcie prętów prostych o średnicy do 40 mm oraz prostowanie, gięcie i cięcie materiału w kręgach o średnicy do 16 mm). Spółka chce zbudować Serwis Centrum (planowane otwarcie II kw. 2007 r., inwestycja rzędu 12 mln zł) i zainstalować urządzenia do wstępnego przetwarzania stali (prostowanie i cięcie blach z kręgów). Do świadczonych już usług cięcia i palenia blach (cięcie kształtowników, prętów, rur i profili, cięcie blach, docinanie na wymiar, wiercenie, spawanie, doradztwo techniczne) dołączona zostanie oferta centrum dla wyrobów płaskich i długich. Drozapol inwestuje też we własny tabor samochodowy, aby ograniczyć zakupy obcych usług transportowych

Struktura sprzedaży Drozapolu



Źródło: spółka, DM PKO BP S.A.

Strategia Drozapolu przewiduje też konsolidację pionową i nabywanie producentów konstrukcji stalowych, maszyn i urządzeń. Ma to poprawić efektywność działania na poziomie grupy i zwiększyć bezpieczeństwo transakcji. Grupa chce dysponować dużym zapleczem logistycznym z bocznica kolejową (Kraków, Śląsk). W październiku 2006 r. informowała, że rozmawia z kilkoma firmami dystrybucyjnymi i dwiema produkcyjnymi. Spółka miała plany przejęcia Cynk-Malu (producent bednarki ocynkowanej i drutu odgromowego oraz profili zimnociętych) i była na liście ubiegających się o część handlową Stalexportu. Po odrzuceniu oferty na zakup części handlowej Stalexportu Drozapol ogłosił, że przygotuje i złoży ofertę zakupu 100% akcji jednego z dystrybutorów stali działających w Polsce. W marcu spółka będzie przeprowadzać due diligence u innego znaczącego dystrybutora i zdaniem władz spółki jedna z tych transakcji ma realne szanse powodzenia, a umowa kupna może zostać zatwierdzona na czerwcowym WZA.

W ciągu trzech lat Drozapol chce stworzyć grupę firm usługowo-handlowo-produkcyjnych z przychodami ogółem 400 mln zł i zyskiem netto 16 mln zł. Z emisji akcji serii E spółka pozyskała blisko 79 mln zł, a w ramach kapitału docelowego może jeszcze wyemitować do 10 mln akcji serii F. Zapowiedziane inwestycje wynieść mają ok. 100 mln zł (60-80 mln zł na akwizycje, a 20 mln zł na środki obrotowe). Po wykonaniu planu do roku 2008 r. chcą wejść do pierwszej siódemki dystrybutorów. Docelowa struktura sprzedaży ma być następująca: handel 60-70%, serwis i przetwórstwo 15-20%, konstrukcje stalowe 15-20%.

Fiński producent konstrukcji ze stali Rautaruukki zainwestuje w Polsce 19 mln euro. Planowane jest przeniesienie ośrodka serwisowego z Żyrardowa do Obornik i zatrudnienie dodatkowo 100 pracowników (w sumie zatrudnionych będzie w Polsce 1260 osób), z kolei Żyrardów ma zwiększyć produkcję elementów profilowanych.

Prasa pisała także o planach VoestAlpine zbudowania w Tychach centrum serwisowego blach za 70 mln zł, ale w związku z przejęciem części handlowej tej spółki przez Złomrex te plany nie są już aktualne.

2006 r.	Stalprodukt	Stalprofil	Drozapol	Część handlowa Stalexportu	Stalexport (j)	Centrostal Gdańsk
Wolumen sprzedanej stali (tys. t)						
Przychody	1 312,8	528,9	149,2	626,5	528,0	149,5
Zysk brutto na sprzedaży	409,2	61,1	13,9	b.d.	44,0	17,9
marża brutto na sprzedaży	31,2%	11,6%	9,3%	b.d.	8,3%	11,9%
EBITDA	358,3	34,2	6,2	b.d.	4,1	4,6
marża EBITDA	27,3%	6,5%	4,2%	b.d.	0,8%	3,1%
Zysk operacyjny	337,3	31,2	4,8	b.d.	1,7	2,8
marża operacyjna	25,7%	5,9%	3,2%	b.d.	0,3%	1,9%
Zysk netto	272,8	5,1	1,4	3,5	2,0	0,2
marża netto	20,8%	1,0%	0,9%	0,6%	0,4%	0,2%

Źródło: spółki, DM PKO BP S.A.

4. Trendy i perspektywy

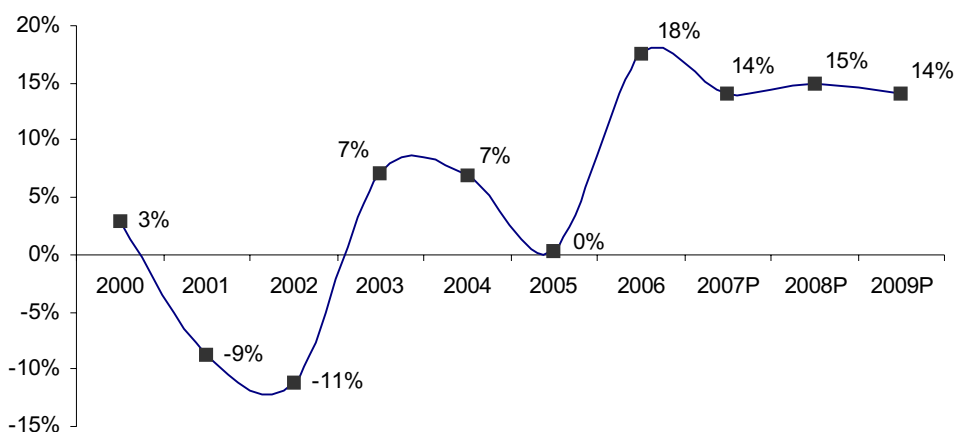
Bardzo dobrze zaczął się także rok 2007. Dzięki dobrym warunkom pogodowym i kontynuacji inwestycji, Drozapol-Profil poinformował, że jego sprzedaż w styczniu wyniosła 22,9 mln zł, czyli była o 18% wyższa niż w całym I kw. 2006 r. Jeszcze wyższa była sprzedaż lutowa, która wyniosła 24 mln zł.

Dominuje bardzo optymistyczna ocena perspektyw rynku stalowego. Uważa się, że potencjał polskiego rynku jest wysoki, ponieważ obecnie w porównaniu z innymi krajami UE zużycie stali w Polsce jest na niskim poziomie i prognozuje się wzrost zużycia stali. Zużycie stali na jednego mieszkańca wynosi w Polsce ok. 220 kg wobec 400 kg średnio w UE i 480 kg w Niemczech. Zauważa się też, że w Hiszpanii i Portugalii w okresie 15 lat (1986-2001) nastąpił trzykrotny wzrost zużycia stali.

Za scenariuszem wzrostu zużycia stali przemawia też oczekiwany wzrost inwestycji. Wskazuje się na ożywienie w budownictwie oraz na planowane inwestycje w drogi i inną infrastrukturę komunikacyjną (według Ministerstwa Transportu w okresie 2007-2013 na nowe drogi, lotniska i tory zostanie wydane 20 mld euro). Inwestycje pobudzić powinny środki unijne (oczekiwane 60 mld euro w l. 2007-2013). Dzięki poprawie sytuacji materialnej gospodarstw domowych i dynamicznemu wzrostowi akcji kredytowej rosnąć będzie popyt na mieszkania.

Zapotrzebowanie na płaskie blachy płynąć będzie ze strony licznych producentów samochodów, sprzętu AGD, itd., przenoszących produkcję do Polski.

Wzrost produkcji budowlano-montażowej



Źródło: GUS, P - prognozy PMR Publications, DM PKO BP S.A.



V. Charakterystyka Centrostatu Gdańsk i jego wyniki finansowe

Centrostat jest lokalnym dystrybutorem wyrobów hutniczych, działającym poprzez 4 oddziały zlokalizowane w Gdańsku, Elblągu, Olsztynie, Słupsku i Warszawie. Udział w rynku dystrybucji wyrobów hutniczych na Pomorzu przedstawiciele Złomrexu szacują na 50%. Poprzez akwizycję, a w miarę potrzeby także rozwój organiczny, spółka chce stać się dystrybutorem ogólnokrajowym, liderem krajowego obrotu wyrobami hutniczymi. Pomóc w tym ma przejęcie od głównego akcjonariusza, spółki Złomrex, dwóch spółek (Centrostat Górnośląski i Centrostat Opole) oraz stworzenie z handlową częścią Voestalpine (Voestalpine Stahlhandel), kupioną przez Złomrex, wspólnej grupy zakupowej.

1. Pozycja rynkowa Centrostatu Gdańsk

Centrostat jest lokalnym dystrybutorem wyrobów hutniczych, powstałym na bazie państwowego Przedsiębiorstwa Obrotu Wyrobami Hutniczymi w Gdańsku i zakupionych oddziałów (Elbląg - 1991 r., Słupsk - 1994 r., Gdynia - 1996 r., Olsztyn - 1997 r., Kwidzyn (2000 r.) oraz przedstawicielstwa w Warszawie (otwartego w 2002 r. i specjalizującego się sprzedaży zbrojeń budowlanych).

Udział w rynku dystrybucji wyrobów hutniczych na Pomorzu spółka szacuje na 50%. Spółka oferuje pełną gamę usług przyhurtowych związanych z konfekcjonowaniem wyrobów, w tym m.in.

- cięcie blach zimnowalcowanych z kręgów na określone wymiary (od 1993 r.),
- produkcję kształtowników zimnogiętych (od 1996 r.),
- produkcję zbrojeń budowlanych (od 2001 r.) oraz
- cięcie blach i kształtowników gorącownicowanych (od 2005 r.).

We wrześniu 2006 r. poszerzono ofertę o usługi termicznego cięcia blach (cięcie tlenowe blach do 300 mm i plazmowe do 20 mm).

Strukturę sprzedaży prezentuje poniższa tabela. Głównym produktem są pręty okrągłe i zbrojeniowe (w tym elementy do zbrojenia betonu), na które przypada 36% sprzedaży oraz blachy gorącownicowane (24%). Ponad 5% udziału w sprzedaży mają także kształtowniki zimnogięte (w tym zamknięte), kształtowniki gorącownicowane oraz rury zwykłe ocynkowane i przewodowe.

	Przychody (mln zł)			Zmiana 2005 / I poł. 2006	Struktura	
	I poł. 2006	I poł. 2005	2005		I poł. 2006	I poł. 2005
pręty okrągłe, w tym zbrojeniowe	22 908	22 440	41 581	2,1%	36,2%	39,4%
blachy gorąco-walcowane	15 699	15 849	30 512	-0,9%	24,8%	27,8%
ceowniki, kątowniki, teowniki gorącownicowane	5 660	3 999	9 640	41,5%	8,9%	7,0%
kształtowniki zimnogięte, w tym zamknięte	6 230	3 607	8 500	72,7%	9,8%	6,3%
pręty płaskie, bednarki i taśmy	2 806	2 851	5 233	-1,6%	4,4%	5,0%
blachy zimnowalcowane	2 544	2 232	4 919	14,0%	4,0%	3,9%
rury zwykłe, ocynkowane i przewodowe	4 338	3 205	7 106	35,4%	6,9%	5,6%
blachy ocynkowa i ocynowane	2 350	1 580	3 562	48,7%	3,7%	2,8%
metale kolorowe i kwasoodporne	762	1 172	1 848	-35,0%	1,2%	2,1%
Przychody razem	63 296	56 934	112 901	11,2%	100,0%	100,0%

Źródło: spółki, DM PKO BP S.A.

Obecnie na sieć sprzedaży spółki składają się 4 oddziały zlokalizowane w Gdańsku, Słupsku, Olsztynie i Warszawie. Około 63% sprzedaży przypada na oddział w Gdańsku, ale rośnie udział oddziałów w Słupsku (obecnie 9% sprzedaży spółki) i Olsztynie (obecnie 14%).

Głównymi dostawcami dla spółki są krajowe huty, w I półroczu 2006 r. najwięcej zakupów przypadło na:

- CMC Zawiercie (dostarczył wartościowo 14,6% towarów),
- Celsa Huta Ostrowiec (10,7% towarów),
- Hutę Katowice - Walcownię Blach Grubych Batory (10,2%),
- Mittal Steel Poland (6,2%).



CMC jest tradycyjnie dużym dostawcą Centrostalu (w 2005 r. dostarczył 17,6% towarów). W przeszłości dużym dostawcą była także Huta Częstochowa (9,4% w 2005 r.) i Żłomrex (7,8% w 2005 r.). Łącznie u czterech największych kontrahentów spółka kupuje ok. 40% towarów.

Centrostal ma zawartą umowę o stałej współpracy z Mittal Steel Poland oraz ze spółką ISD Trade, będącą dystrybutorem wyrobów Huty Częstochowa (ta umowa reguluje m.in. cenę dostawy na pierwsze półrocze 2007, ilość i sposób dostawy, sposób składania reklamacji, oraz termin płatności). Warto podkreślić, że w małym stopniu spółka jest uzależniona od krajowego potentata, czyli Mittala.

Struktura dostawców jest inna niż pozostałych giełdowych dystrybutorów wyrobów stalowych: w Stalprofilu 60% towarów pochodzi z Mittal Steel Poland, a Drozapol 70% wyrobów importuje.

Głównymi odbiorcami Centrostalu są krajowi bezpośredni konsumenci stali (na eksport trafia śladowy procent sprzedaży). Podmioty zaopatrujące się w spółce należą przede wszystkim do sektora budowlanego, ale także stoczniowego i maszynowego. Klienci z sektora stoczniowego na ogół zaopatrują się bezpośrednio w hutach, poprzez dystrybutorów kupując wyroby uzupełniające ich potrzeby.

Sprzedaż realizowana jest na podstawie zarówno stałych umów na dostawy wyrobów hutniczych, jak i na podstawie jednostkowych umów sprzedaży, zamówień lub zleceń. Z niektórymi odbiorcami zawierane są umowy o stałej współpracy, które regulują m.in. terminy płatności, rabaty oraz sposób zabezpieczenia wzajemnych obrotów. Umowy takie nie precyzują jednak jakiego rodzaju wyroby hutnicze mają być dostarczane ani nie mają charakteru wyłącznego.

W okresie roku spółka dostarcza wyroby do ponad 6 tys. zarejestrowanych odbiorców krajowych (nie licząc detalicznych), przy czym ok. 600 klientów realizuje 80% sprzedaży w ujęciu wartościowym. Pokazuje to, że w portfelu spółki dominują umowy typu small-ticket. Gwarantuje to w miarę stabilny popyt na sprzedawane wyroby, oczywiście fluktuujący wraz z koniunkturą gospodarczą, ale mniej zmienny niż popyt ze strony dużych odbiorców.

Podobnie jak w przypadku innych dystrybutorów wyrobów stalowych, sprzedaż Centrostalu podlega pewnej sezonowości, wynikającej z jednej strony z sezonowości prac budowlanych, a z drugiej z przeprowadzania większości prac modernizacyjnych obiektów przemysłowych w okresie wiosennym, letnim i jesiennym. Przychody spółki są najniższe w I kw., potem rosną w II i III kw. i spadają w IV kw. W celu zniwelowania sezonowości, Centrostal stara się dywersyfikować sprzedaż, m.in. poprzez wykonywanie usług serwisowych i zapewnienie pełnej oferty wyrobów hutniczych.

Kredyty kupieckie udzielane przez spółkę są ubezpieczone w TU Euler Hermes. Zmniejsza to ryzyko związane z niespłaceniem należności (spółka zawsze otrzyma 90% należności), ale z drugiej strony generuje koszty.

2. Wyniki finansowe Centrostalu Gdańsk

Wyniki Centrostalu w 2006 r. charakteryzuje wyraźna poprawa względem poprzedniego roku. Znaczący wpływ na wyniki odegrała rosnąca w III i IV kw. koniunktura na wyroby hutnicze oraz podpisanie i realizacja szeregu umów na dostawy zbrojeń budowlanych. W 2006 spółka odnotowała zysk w wysokości 863 tys. zł (w 2005 r. poniosła stratę 887 tys.), przy przychodach rzędu 149,5 mln zł. Wzrost przychodów względem 2005 wyniósł 26%. Spółka odnotowała znaczną poprawę zysku operacyjnego, który wzrósł o 225% do wartości 2,77 mln. Istotny wpływ na tę poprawę miały rosnące ceny handlowe wyrobów hutniczych u producentów, które pozwoliły na zwiększenie marży handlowej do poziomu notowanego przez inne spółki z branży (w 2006 r. marża brutto Centrostalu wyniosła 12,0% wobec 10,5% w 2005 r.).

Wyniki obciążone są wysokimi kosztami transportu (spółka przyjęła zasadę, że dowozi towar klientom za darmo). Zdaniem przedstawiciela Żłomrexu możliwe jest znalezienie także innych oszczędności w kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu. Główny akcjonariusz liczy, że spółce uda się osiągnąć dalszy wzrost sprzedaży, a sprzyjać temu będą atrakcyjniejsze ceny (możliwe do zaoferowania klientom dzięki tańszemu cenom zakupu, wynikającym ze stworzenia grupy zakupowej), szerszy asortyment (dzięki poprawionej płynności) oraz bardziej agresywna polityka handlowa, w większym stopniu wykorzystująca bardzo mocną pozycję na rynku pomorskim (spółka szacuje swój udział w regionalnym rynku na 50%).

Nasza prognoza dla Centrostalu Gdańsk w wersji samodzielnego rozwoju zakłada osiągnięcie w 2008 r. 177 mln zł sprzedaży i 4,8% rentowności EBITDA, co dałoby 8,4 mln zł na poziomie EBITDA, a przy stabilnej amortyzacji 6,6 mln zł zysku operacyjnego.



3. Przejmowane spółki

POWH Centrostal w Opolu został sprywatyzowany jako spółka pracownicza. W ostatnich latach borykał się z kłopotami finansowymi, ze względu na brak kapitału obrotowego miał ograniczony dostęp do towaru (wielu producentów nie sprzedawało mu) i był zmuszony kupować od pośredników. Przymuszony okolicznościami sprzedawał produkty pobierając przedpłaty, co zmniejszało jego konkurencyjność na rynku. Złomrex przejmując spółkę kupił także jej zobowiązania i umorzył je. Historyczne wyniki spółki prezentuje tabela poniżej.

Centrostal Opole	2004	2005	2006
Sprzedaż	7,69	5,32	b.d.
zysk brutto na sprzedaży	0,05	-0,23	b.d.
marża	0,6%	-4,3%	b.d.
EBITDA	0,26	-0,06	b.d.
marża	3,4%	-1,2%	b.d.
EBIT	0,06	-0,17	b.d.
marża	0,8%	-3,1%	b.d.
Zysk netto	-0,18	-0,16	b.d.
marża	-2,3%	-3,0%	b.d.

Źródło: Złomrex, DM PKO BP S.A.

Po kupieniu spółki przez Złomrex, została do niej wniesiona handlowa część Złomrexu, zajmująca się handlem hurtowym. Według przedstawicieli Złomrexu, biuro handlowe tej spółki generowało 30-40 mln zł obrotu rocznie przy marży EBITDA na poziomie 5%. Planuje się, że spółka będzie sprzedawać rocznie 60 tys. t wyrobów hutniczych, z czego 50 tys. stanowić będzie hurt, a 10 tys. detal.

Złomrex nabył prywatyzowany Centrostal Górniośląski i wniósł go, jako zorganizowaną część przedsiębiorstwa, do nowozałożonej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Dystrybutor ma filie w Brzegu, w Strzelcach Opolskich, Warce i Żychlinie. W bardzo dobrym dla branży 2004 r. Centrostal Górniośląski miał 182 mln zł przychodów, 17,0 mln zł EBITDA, 16,2 mln zł zysków operacyjnych i 6,7 mln zysku netto. W zeszłym roku, po przekształceniach (w nowej formie działa od 7 marca 2006 r.) spółka zanotowała 142 mln zł przychodów i 2,7 mln zł zysków, realizując marżę EBITDA na poziomie 3,2%.

Centrostal Górniośląski	2004	2005	2006
Sprzedaż	181,91	b.d.	142,01
zysk brutto na sprzedaży	15,18	b.d.	17,57
marża	8,3%	b.d.	12,4%
EBITDA	17,02	b.d.	4,61
marża	9,4%	b.d.	3,2%
EBIT	16,15	b.d.	3,90
marża	8,9%	b.d.	2,7%
Zysk netto	6,74	b.d.	2,70
marża	3,7%	b.d.	1,9%

Źródło: Złomrex, DM PKO BP S.A.

Centrostal Gdańsk ma kupić Centrostal Górniośląski za ok. 35 mln zł, a POWH Centrostal w Opolu za ok. 3 mln zł, a więc po bardzo atrakcyjnych cenach.

Złomrex prowadzi negocjacje w sprawie zakupu części przedsiębiorstwa Stalexportu zajmującej się handlem i dystrybucją stałą (tzw. Stalexport Trade) i w przypadku zakupu przez Złomrex tego dystrybutora, Centrostal Gdańsk zwróci się do Złomrexu o odsprzedaż tego przedsiębiorstwa. W prospekcie stwierdzono, że z uwagi na fakt prowadzenia negocjacji nie można określić, jaka będzie cena nabycia przedsiębiorstwa, ani jaka część przedsiębiorstwa zostanie nabyta. Na cel ten przeznaczone jest od 60 mln zł do 154 mln zł.

Drozapol, który także starał się o kupno części handlowej Stalexportu i którego oferta została odrzucona z powodu niskiej zaoferowanej ceny, w komentarzu do tej informacji wytłumaczył niską ofertę czynnikami ryzyka związanymi z kupnem Stalexport Trade. Spółka zwróciła uwagę, że rozdzielenie części stalowej od Stalexportu ma jak dotychczas nieformalny i nie do końca klarowny charakter. Zdaniem Drozapolu, Stalexport Trade wymaga głębokiej restrukturyzacji

pod względem organizacyjnym, handlowym, prawnym i finansowym oraz znacznego wzmocnienia kadrowego. Po przejęciu potrzebne byłyby duże nakłady finansowe, a zyski byłyby możliwe dopiero w dalszej przyszłości. Ze względu na brak dokładnych danych finansowych wydzielonej części Stalexportu oraz na niepewność co do kupna tego podmiotu, w prognozach nie uwzględniamy wartości Stalexportu Trade. W aneksie przedstawiamy przybliżone szacunki wartości części handlowej Stalexportu.

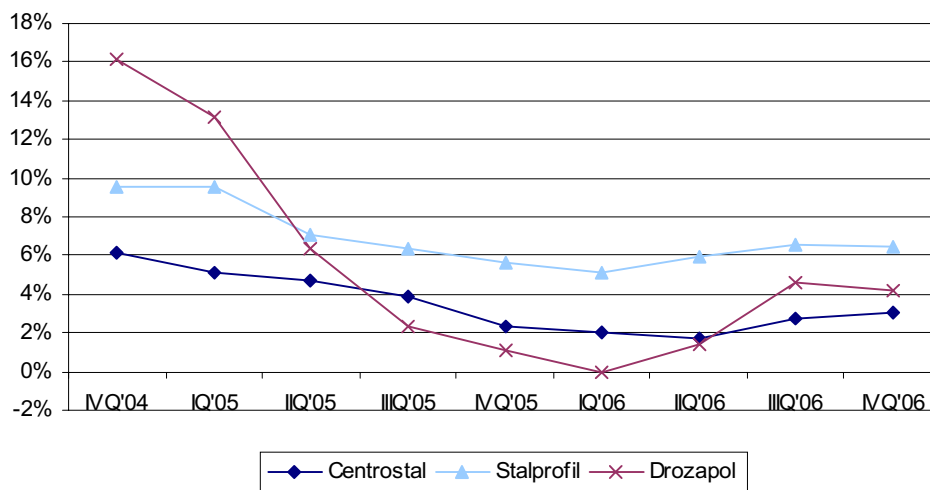
W przypadku zakupu części przedsiębiorstwa Stalexport S.A. za kwotę niższą niż 154 mln zł, Centrostal Gdańsk dokona innych akwizycji kapitałowych. Obecnie jest w trakcie negocjacji zakupu dwóch spółek dystrybucyjnych, których nazwy nie zostały ujawnione. Wartość ich sprzedaży zbliżona jest do przychodów Centrostalu Gdańsk. W prasowych wypowiedziach przedstawiciele spółki zapowiedzieli, że Centrostal Gdańsk kupi cztery Centrostale. Nazwy dwóch pozostałych spółek mają być ujawnione w przyszłości. Można się zastanawiać, czy wśród celów przejęć jest Centrostal Bydgoszcz (Grupa Centrostali Bydgoszcz).

4. Założenia co do przyszłych wyników grupy

W ramach Złomrexu, a nie Centrostalu, funkcjonować będzie handlowa część Voestalpine kupiona przez Złomrex. Voestalpine Stahlhandel nie będzie jednak konkurować z Centrostalem i nie będzie prowadził działalności w Polsce. Wspólnie spółki stworzą grupę zakupową, co powinno znacznie polepszyć pozycję negocjacyjną i obniżyć koszty zakupu o 1%-2% (zwiększając tym samym o tyle marżę spółki), ponieważ zamawiany tonaż wzrośnie dziesięciokrotnie (Voestalpine sprzedaje rocznie 500 tys. t stali, podczas gdy Centrostal Gdański ok. 60 tys., a Centrostal Górnośląski 70-80 tys. t stali). Planowane jest kupowanie coraz większej liczby wyrobów w Chinach.

Zdaniem przedstawicieli Złomrexu większość europejskich dystrybutorów osiąga marżę EBITDA na poziomie 4%, ale w Polsce, ze względu na stale rosnący popyt na wyroby hutnicze, w okresie koniunktury możliwe będzie uzyskanie marży na poziomie 5%. Celem grupy będzie osiągnięcie takiej rentowności w 2008 r. W 2006 r. Centrostal Gdańsk osiągnął marżę EBITDA na poziomie 3%, a Centrostal Górnośląski 3,2%. Zestawienie rentowności giełdowych dystrybutorów stali przedstawia tabela poniżej.

Marża EBITDA (cztery kwartały)



Źródło: spółki, DM PKO BP S.A.

Spółki grupy mają koncentrować się na handlu wyrobami hutniczymi i rozwijać centra serwisowe, oferujące usługi cięcia i gięcia stali. Działalność w zakresie produkcji zbrojeń (zbrojarnie) nie będzie koncentrowana w Centrostalu i pod tym względem pozostanie status quo: zbrojarnie posiadać będzie i Centrostal (zlokalizowana w Warszawie obsługuje przede wszystkim rynek stołeczny), jak i Złomrex. Powodem innego podejścia do zbrojarni jest specyfika działalności oraz posiadanej przez zakłady zbrojeń innej grupy klientów (firmy budowlane).

Przy ok. 450 mln zł sprzedaży w 2007 r. i marży EBITDA (na razie) na poziomie 4%, grupa trzech Centrostali powinna zarobić przed podatkiem i amortyzacją ok. 18 mln zł, a zysk operacyjny



powinien wynieść ok. 14 mln zł. Przy zwiększeniu w 2008 r. sprzedaży o 15% i osiągnięciu planowanej rentowności 5% na poziomie EBITDA, w 2008 r. można spodziewać się 26 mln zł EBITDA i 22 mln zł zysku operacyjnego. Prognoza ta nie uwzględnia efektów ewentualnych dalszych akwizycji ani rozwoju organicznego. Gdyby pozyskane z emisji pozostałe 179 mln zł ulokować w sposób przynoszący dochód równy przyjmowanej przez nas stopie wolnej od ryzyka (5,5%), to spółka zarobiłaby z tytułu przychodów finansowych 9,8 mln zł (netto 8,0 mln zł).

Trzy Centrostale	2007	2008
Przychody	450,0	517,5
EBITDA	18,0	25,9
EBIT	14,0	21,9
Zysk netto	17,5	23,9

Źródło: DM PKO BP S.A.



Aneks - szacunkowe wyceny handlowej części Stalexportu

Na podstawie historycznych wyników jednostkowych Stalexportu (bez korekt o wpływ zdarzeń jednorazowych) można wycenić wartość przedsiębiorstwa (EV) na bazie wycen polskich spółek na ok. 50 mln zł, a na bazie wycen spółek zagranicznych na 20 mln zł. Gdyby spółka osiągnęła rentowność EBITDA 4%, a EBIT 3%, byłoby to odpowiednio 220 mln i 100 mln zł.

Obroty spółek zależnych Stalexportu zajmujących się handlem stalem stanowią niecałe 20% obrotów samego Stalexportu, więc należałoby do powyższych kwot dodać 20%. Tak więc na dziś EV części stalowej Stalexportu to ok. 60 mln zł, docelowo po restrukturyzacji 1200-290 mln zł.

Aby obliczyć cenę zakupu (wartość kapitału) implikowaną wycenami rynkowymi trzeba od powyższej kwoty odjąć zadłużenie i dodać gotówkę.

Wycena handlowej części Stalexportu, bez spółek zależnych (EV)

Historyczne wyniki	Historyczny wynik	Wskaźniki wg spółek dystrybucyjnych		Wskaźniki wg Stalprofilu		Wskaźniki wg zagranicznych	
		Wskaźnik	Wycena	Wskaźnik	Wycena	Wskaźnik	Wycena
EV/Sales	528	0,3	173	0,7	363	0,9	496
EV/EBITDA	4	12	50	11	44	5	19
EV/EBIT	2	15	25	12	20	b.d.	b.d.
Potencjalne wyniki	Potencjalny wynik	Wskaźnik	Wycena	Wskaźnik	Wycena	Wskaźnik	Wycena
EV/EBITDA	21,1	10	214	11	225	5	95
EV/EBIT	15,8	14	224	12	185	b.d.	b.d.



Dane finansowe (Centrostal Gdańsk „solo”)

Bilans (mln zł)	2004	2005	2006	2007 P	2008 P	2009 P
Aktywa trwałe, w tym:	28,39	22,14	18,78	19,95	21,13	22,02
Rzeczowe aktywa trwałe	18,36	14,99	15,37	16,55	17,72	18,62
Aktywa obrotowe, w tym:	41,00	41,26	50,53	56,54	61,50	64,71
Zapasy	15,01	18,75	19,28	26,02	28,39	29,81
Należności z tytułu dostaw i usług	24,13	20,62	26,68	27,30	30,14	32,70
Gotówka	1,41	1,66	3,29	1,95	1,69	0,92
Aktywa razem	69,39	63,40	69,31	76,50	82,63	86,74
Kapitał własny	27,53	23,91	26,05	28,79	32,55	36,64
Zobowiązania, w tym:	41,85	39,49	43,27	47,70	50,08	50,09
Długoterminowe	9,27	14,46	15,65	18,62	18,62	17,62
Kredyty i pożyczki	9,27	14,46	15,03	18,00	18,00	17,00
Krótkoterminowe, w tym:	32,13	24,55	27,08	28,55	30,92	31,94
Kredyty i pożyczki	16,93	8,88	6,81	7,30	7,30	7,30
Z tytułu dostaw i usług	14,68	15,15	19,10	20,07	22,45	23,46
Pasywa razem	69,39	63,40	69,31	76,50	82,63	86,74

Rachunek zysków i strat (mln. zł)	2004	2005	2006	2007 P	2008 P	2009 P
Przychody netto ze sprzedaży	128,34	118,14	149,42	162,60	177,46	186,33
Zysk (strata) ze sprzedaży	20,38	13,31	17,85	19,91	22,06	23,05
<i>marża zysku brutto na sprzedaży</i>	<i>15,9%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>
Koszty sprzedaży	8,84	9,65	10,62	10,89	11,53	11,74
Koszty ogólnego zarządu	4,57	3,94	3,73	3,73	3,92	4,11
EBITDA	7,82	2,74	4,60	7,11	8,44	9,30
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,1%</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,0%</i>
EBIT	6,04	0,85	2,77	5,28	6,61	7,20
<i>marża EBIT</i>	<i>4,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,9%</i>
Zysk (strata) brutto	1,54	(1,12)	1,16	3,43	4,70	5,12
<i>marża zysku brutto</i>	<i>1,2%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>0,8%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,7%</i>
Zysk (strata) netto	0,73	(0,89)	0,86	2,75	3,76	4,09
<i>marża zysku netto</i>	<i>0,6%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>0,6%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,2%</i>

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2004	2005	2006	2007 P	2008 P	2009 P
Przepływy z działalności operacyjnej	4,10	1,63	1,58	(0,35)	4,26	4,91
Przepływy z działalności inwestycyjnej	(2,21)	5,84	1,45	(3,00)	(3,00)	(3,00)
Przepływy z działalności finansowej	(1,48)	(7,21)	(1,40)	2,01	(1,51)	(2,68)
Środki pieniężne na koniec okresu	1,41	1,66	3,29	1,95	1,69	0,92



Telefony kontaktowe	
Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego	
doradca inwestycyjny banki i finanse	Andrzej Powierża (022) 521 79 41 andrzej.powierza@pkobp.pl
telekomunikacja, media, hotelarstwo, przemysł spożywczy	Dorota Puchlew, CFA (022) 521 87 23 dorota.puchlew@pkobp.pl
informatyka, budownictwo i nieruchomości	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
przemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki produkcja i dystrybucja farmaceutyków	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
przemysł paliwowy, chemia, energetyka	Ludomir Zalewski (022) 521 79 17 ludomir.zalewski@pkobp.pl
analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Zespół Klientów Instytucjonalnych	
Krzysztof Kasiński	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kasinski@pkobp.pl
Michał Kołatkowski	(0-22) 521 91 39 michal.kolatkowski@pkobp.pl
Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl
Katarzyna Patora-Kopec	(0-22) 521 79 96 katarzyna.patora-kopec@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

DM pełni funkcję oferującego akcje Centrostalu Gdańsk. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.