

piątek, 5 marca 2021 | raport analityczny

## Stalprodukt: kupuj (podtrzymana)

STP PW; STP.WA | Przemysł metalowy, Polska

### Dobre perspektywy na 1H'21

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

### Nisko wyceniany recykling

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

### mWIG40 na horyzoncie

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

### Wyniki 4Q'20

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

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

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

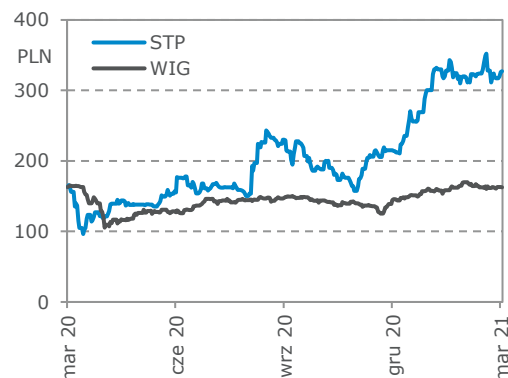
### Struktura akcjonariatu

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

### Profil spółki

Stalprodukt jest producentem blach transformatorowych (moce 150 tys. ton) oraz producentem cynku (dwie huty o łącznych mocach 180 tys. ton). Dodatkowo działalność obejmuje produkcję profili stalowych, barier drogowych i serwis blach. W skład Grupy wchodzi dwie kopalnie, z czego jedna z nich (Olkusz-Pomorzany) zakończyła działalność w 2020 roku. W to miejsce Stalprodukt będzie pozyskiwał wsad z zewnątrz i uruchomionych w 2019 roku instalacji recyklingu cynku (150 tys. ton pyłów rocznie).

### Kurs akcji STP na tle WIG



| Spółka      | Cena docelowa |        | Rekomendacja |       |
|-------------|---------------|--------|--------------|-------|
|             | nowa          | stara  | nowa         | stara |
| Stalprodukt | 397,79        | 370,99 | kupuj        | kupuj |

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

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

### Analitik:

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**
**Stalprodukt**

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

**mBank S.A.**

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

**Departament Analiz**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

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

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

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)