

Stalprofil

Odbicie na rynku stali... jeszcze nie teraz

Podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj, ale obniżamy 12-miesięczną cenę docelową do 9.46 PLN za akcję (potencjał wzrostu 10.0%). Według naszych prognoz Stalprofil wyceniany jest obecnie na średnim wskaźniku C/Z w wysokości 9.2/6.0x na lata 2025/26e.

EUROFER zaktualizował swoją prognozę zużycia stali w Europie na rok 2025e, prognozując spadek zużycia stali o 0.9% r/r, co jest znaczną korektą do wcześniejszej prognozy +2.2% r/r (a jeszcze wcześniej zakładany wzrost był na poziomie +3.8% r/r). Jeśli prognoza spadku zużycia stali w EU się zrealizuje to 2025e będzie czwartym z rzędu spadkowym rokiem.

W 2024 Stalprofil poradził sobie znacznie lepiej niż rynek, ponieważ sprzedał więcej o 33% r/r wyrobów hutniczych. W tym czasie zużycie stali w Polsce wzrosło o ok. 10% r/r (ale wzrost był na bardzo niskiej bazie porównawczej). Zakładamy, że w 2025e STF sprzeda o 2.9% r/r mniej stali, ale w 2026e spodziewamy się odbicia o 5.3% vs. 2024. Zakładamy, że 2026e przyniesie pewne odbicie w popycie na stal, gdyż będzie to wspierane niższymi stopami procentowymi (EBC obniżył stopy o 200bps od czerwca'24), a to powinno wspierać większe budowy infrastrukturalne czy mieszkaniowe. W kolejnych kwartałach większe wydatki na obronność, energetykę czy mniejsza niepewność związana z cłami, również powinna wspierać popyt. Od początku 2025 (YTD) europejska stal jest dalej tańsza o 1.2-7.2% niż średnia cena z 2024. W 2025e zakładamy spadek średniej ceny na tonę o 1.7% r/r (wcześniej zakładaliśmy wzrost o 0.1% r/r) oraz zakładamy wzrost o 4.9% r/r w 2026e.

Od 2024 nastąpiło mocne odbicie w segmencie infrastruktury, Grupa podpisała umowy z Gaz-System i PSG o łącznej wartości ok. PLN 1.1mld netto (kontrakty jedynie raportowane w ESPI), które będą realizowane głównie w 2025-26e. Na segmencie infrastruktury zakładamy wzrost przychodów o 69% i 81% w 2025/26e vs. 2024. Natomiast, przez dużą konkurencję (wliczając zagranicę), zakładamy, że pozyskane umowy są na stosunkowo niskich marżach, a dodatkowo wynik będą uszczuplały wyższe koszty SG&A (zakładamy wzrost 14.3mn zł r/r w 2025e) oraz wyższy koszt finansowy (zakładamy +5.4mn zł r/r w 2025e) przez wzrost zadłużenia związany z powiększeniem stanu zapasów.

Stalprofil, kluczowe dane finansowe, PLN mln

PLN mln	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	2215.6	1533.8	1704.0	2148.0	2382.4	2153.0	1989.7
EBITDA	125.5	54.6	47.0	54.0	63.7	66.6	70.5
Zysk netto	78.7	15.6	14.5	16.4	25.2	29.3	31.1
EPS	4.5	0.9	0.8	0.9	1.4	1.7	1.8
DPS	1.2	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Stopa dywidendy	13.2%	8.6%	3.5%	3.5%	3.6%	5.0%	5.8%
C/Z	2.0	9.6	10.4	9.2	6.0	5.1	5.1
EV/EBITDA	2.5	4.2	6.7	6.6	5.6	4.5	3.4

Uwaga: mnożniki historyczne oparte na średnich cenach Źródło: Spółka, BM Pekao

Trzymaj (poprzednio trzymaj)

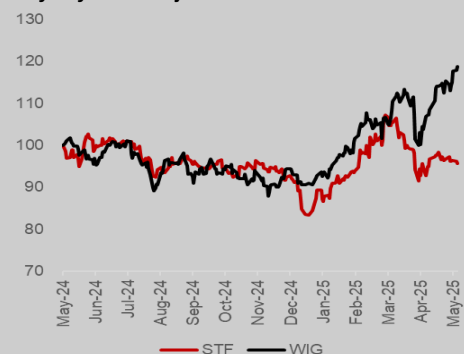
Cena docelowa **PLN 9.46**

Potencjał wzrostu **10.0%**
Cena akcji (05.06.2025) **PLN 8.60**

ESG rating **B**

Ocena końcowa ESG **1.03**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NADCHODZĄCE WYDARZENIA

2Q'25

02 września

INFORMACJE O AKCJACH

Bloomberg	STF PW
Free float (%)	44.1
Kapitalizacja (PLN mln)	150
Liczba akcji (mn)	17.5

Akcjonariat	ArcelorMittal Poland 31.5%
	MZZ - Dąbrowa Górnicza 16.9%
	MOZ NSZZ Solidarność 7.5%

Michał Hanc
michal.hanc@pekao.com.pl



Spis treści

TEZA INWESTYCYJNA.....	3
WYCENA.....	6
AKTUALIZACJA PROGNOZ	9
OSTATNIE WYDARZENIA.....	9
CZYNNIKI RYZYKA.....	10
KLUCZOWE DANE FINANSOWE.....	11
DISCLAIMER.....	13



Teza inwestycyjna

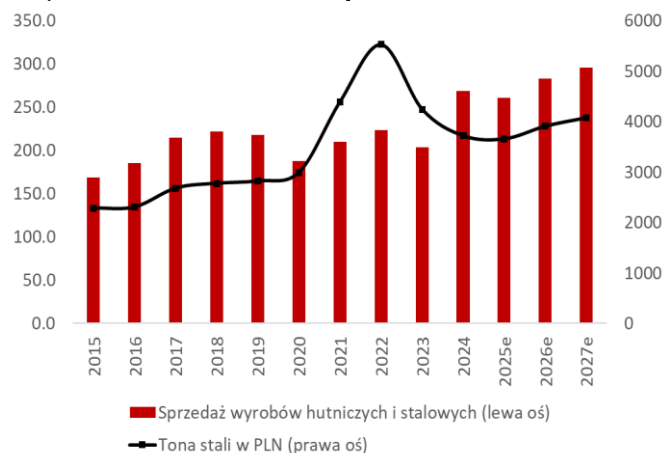
W Polsce i Europie od 2H'22 utrzymuje się negatywny trend zużycia stali, początkowo wywołany przez wybuch wojny na Ukrainie, później przez wzrost cen surowców, a następnie przez wyższe stopy procentowe i mniejsze nakłady na inwestycje infrastrukturalne. EUROFER zaktualizował swoją prognozę zużycia stali w Europie na rok 2025e. Obecnie **EUROFER prognozuje spadek zużycia stali o 0.9% r/r, co jest znaczną korektą do wcześniejszej prognozy wzrostu o 2.2% r/r (jeszcze wcześniej EUROFER spodziewał się wzrostów o 3.8% r/r)**. EUROFER zmianę prognoz argumentuje dużą niepewnością wywołaną wpływem amerykańskich cel oraz zakłócenie w handlu. Jeśli prognoza spadku zużycia stali w EU się zrealizuje to 2025e będzie czwartym spadkowym rokiem z rzędu.

W Polsce w 2024 zużycie jawne stali wzrosło o 10.2% r/r, natomiast baza w 2023 była bardzo niska przez późniejsze otrzymanie środków z KPO. Stalprofil w 2024 sprzedał więcej wyrobów hutniczych o 32.6% r/r – pokazuje to, że Grupa dobrze sobie radzi na trudnym rynku. Niemniej jednak obniżamy naszą prognozę na wolumen sprzedaży w 2025e o 2.9% r/r oraz zakładamy wzrost o 5.3% w 2026e vs. 2024. W 2024 średnia cena stali była niższa o 12.4% r/r, co przełożyło się na obniżenie marży zysku brutto na segmencie o 0.7pp. y/y. W 2025e zakładamy spadek średniej ceny o 1.7% r/r (wcześniej zakładaliśmy wzrost o 0.1% r/r) oraz zakładamy wzrost średniej ceny stali o 4.9% r/r w 2026e. Odbicie w popycie na stal w 2026e powinno być wspierane przez niższe stopy procentowe, większe budowy infrastrukturalne, mieszkaniowe, większe wydatki na obronność, energetykę czy mniejszą niepewność co do nowych inwestycji wywołana clami. Od początku 2025 (YTD) europejska stal jest dalej tańsza o 1.2-7.2% niż średnia cena z 2024.

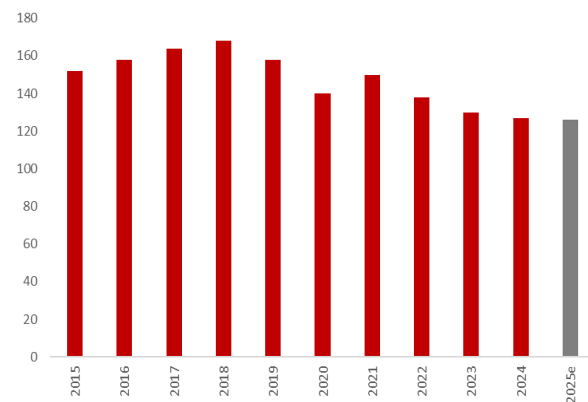
W przypadku dystrybutorów stali, dla samej marży ważniejszym aspektem od ceny stali jest jej zmienność. Dobrze widać to na poniższym wykresie, gdzie marża zysku brutto ze sprzedaży jest niższa pomimo wyższej ceny stali, ale również wyższej zmienności i przede wszystkim trajektorii spadkowej ceny, niż w okresie kiedy ceny tego surowca są niższe ale stabilniejsze. Natomiast, w ostatnich miesiącach ceny stali ustabilizowały się, a same wahania są znacznie mniejsze niż jeszcze kilka kwartałów temu, co powinno przełożyć się pozytywnie na stabilizację marż. Segment stalowy w latach 2017-19 wygenerował średnią marżę zysku brutto ze sprzedaży na poziomie 8.0%, a więc wyższą o 2.2 pp. niż w 1Q'25.

Na polskim rynku stali dalej utrzymuje się znacząca nadwyżka importu nad eksportem, około 80% stali w Polsce pochodzi z importu. Producenci stali w Europie muszą konkurować z krajami takimi jak Turcja czy Indie, gdzie koszt produkcji stali jest niższy. Dlatego, nawet jeśli popyt na stal zwiększy się dzięki uruchomieniu inwestycji publicznych i prywatnych, istnieje ryzyko, że zostanie on zaspokojony wyrobami hutniczymi pochodzącymi z zagranicy.

Stalprofil - Sprzedaż wyrobów hutniczych / stalowych (tys. ton) oraz średnia cena za tonę w PLN, 2015-27e

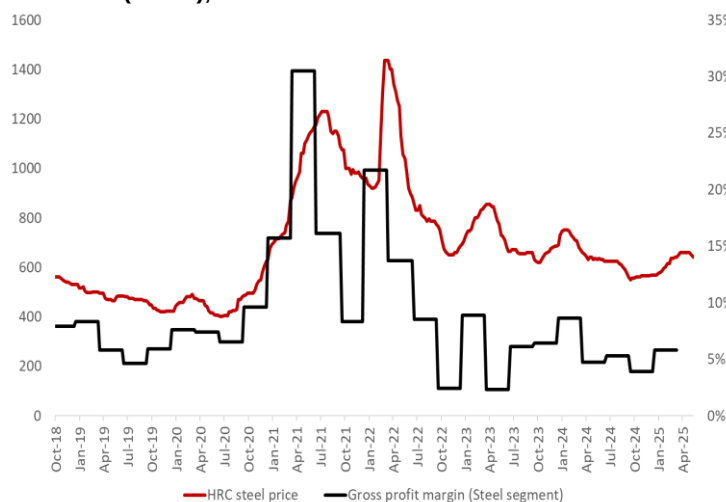


Zużycie wyrobów stalowych w UE, 2015-25e

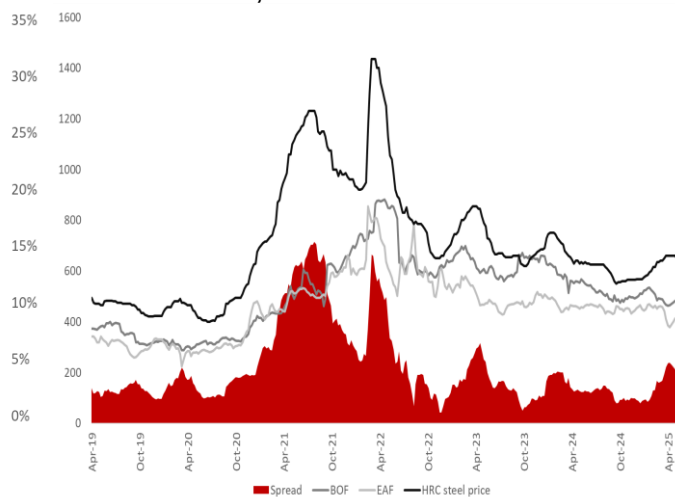


Źródło: Spółka, Eurofer, Biuro Maklerskie Pekao

Kwartałna marża zysku brutto segmentu stali (%) oraz cena stali HRC (EUR/t), 2018-25

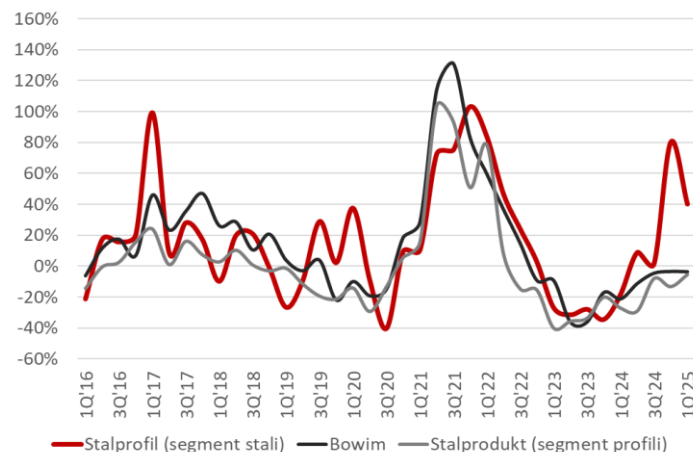


Spread pomiędzy ceną stali a średnim kosztem wsadu BOF&EAF, 2019-25

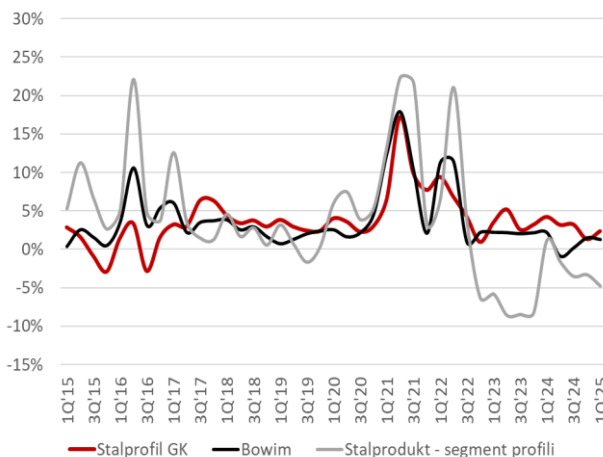


Źródło: Spółka, World Steel Association, Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

Dynamika przychodów r/r, interwał kwartalny 2016-25



Marża EBITDA, interwał kwartalny 2015-25



Źródło: Spółki, Biuro Maklerskie Pekao

Ograniczona liczba przetargów na dostawę rur i wykonawstwo gazociągów w 2022-23 przełożyły się na słabsze wyniki segmentu infrastruktury w 2024. Przychody w segmencie infrastruktury były co prawda wyższe o 5.1% r/r, ale porównując do 2022 były niższe o 27.9%. Kluczowy wpływ na wyniki segmentu infrastruktury ma rozwój rynku sieci przesyłowych gazu oraz planowane inwestycje głównie przez Gaz-System. Od 2024 na rynku rur przesyłowych widoczne jest znaczne ożywienie, a Grupa od tego okresu podpisała umowy z Gaz-System i PSG o łącznej wartości na ok. PLN 1.1mld netto (kontrakty jedynie raportowane w ESPI), które będą realizowane głównie w 2025-26e. Na segmencie infrastruktury zakładamy wzrost przychodów o 69% i 81% w 2025/26e vs. 2024. Natomiast, przez dużą konkurencję (wliczając zagranicę), zakładamy, że pozyskane umowy są na stosunkowo niskich marżach, a dodatkowo wynik będą uszczuplały wyższe koszty SG&A (zakładamy +14.3mn r/r w 2025e) oraz wyższy koszt finansowy (zakładamy +5.4mn r/r w 2025e) przez wzrost zadłużenia związany z realizacją kontaktów.

Zestawienie umów raportowanych przez Stalprofil w ESPI, 2018-25

Typ	Data zawarcia umowy (ESPI)	Przedmiot	Średnica	Termin realizacji	Wartość netto (mln zł)	Długość gazociągu (km)	Kwota gazociągu (km/mln PLN)	Zawarcie umowy
Zawarcie umowy częściowej	01.02.2018	Gazociąg Strachocina - Pogórska Wola	DN1000	01.06.2018-31.08.2018	75.2	40	1.9	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	01.02.2018	Gazociąg Tworóg - Tworzeń	DN1000	01.06.2018-28.02.2019	93.8	55	1.7	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	28.03.2018	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.09.2018-31.01.2019	70.9	41	1.7	Gaz-System
Umowa ramowa	20.02.2018	Umowa ramowa z PGNiG			80.5			PGNiG
Zawarcie umowy częściowej	30.07.2018	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.01.2019-30.07.2019	116.1	65	1.8	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	13.02.2019	Gazociąg Polska - Słowacja	DN1000	01.06.2019-30.09.2019	33.1	19	1.7	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	14.03.2019	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.09.2019-31.01.2020	121.2	64	1.9	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	20.03.2019	Gazociąg Polska - Litwa zam. 2	DN700	01.01.2020-31.07.2020	65.4	72	0.9	Gaz-System
Zawarcie umowy	25.07.2019	Budowa gazowego połączenia międzysystemowego Polska-Litwa (GIPL) na terytorium Litwy	DN700	do 31.12.2021	112.5	170	0.7	AB Amber Grid
Umowa ramowa	16.08.2019	Umowa ramowa z Gaz-System			2793.2	1707		Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	30.04.2020	Gazociąg Baltic Pipe	DN1000	01.11.2020-30.04.2021	97.1	55	1.8	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	17.06.2020	Gazociąg Polska - Litwa nr. 3	DN700	01.10.2020-30.04.2021	45.9	63	0.7	Gaz-System
Zawarcie umowy	14.07.2020	Rurociąg Boronów - Trzebinia	DN250, DN500 i DN700	do 31.03.2021	24.3			PERN
Zawarcie umowy częściowej	24.07.2020	Gazociąg Polska - Litwa nr. 1	DN700	15.10.2020-15.03.2021	35.5	37	1.0	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	08.06.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów	DN1000	15.10.2021-30.04.2022	169.7	75	2.3	Gaz-System
Zawarcie umowy	30.07.2021	Sieci przesyłowe EC Czechnica - w m. Siechnice	DN500 (5km) i DN300 (7km)	do 18 tygodni	13.9	12	1.2	
Aneks	23.11.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów oraz Dolna Odra nr. 2	DN1000	15.05.2022 - 31.10.2022	218.6	79	2.8	Gaz-System
Zawarcie umowy	23.11.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów oraz Dolna Odra nr. 2	DN700	01.04.2022-31.08.2022	51.1	37	1.4	Gaz-System
Zawarcie umowy	13.06.2022	Skoczów-Komorowice-Oświęcim-Tworzeń	DN700	01.01.2023-30.06.2023	94.3	40	2.4	Gaz-System
Umowa ramowa	24.08.2022	Umowa ramowa z Gaz-System			1778.7	791		Gaz-System
Zawarcie umowy	22.02.2023	Gazociąg relacji Lubienia - Masłów	DN400	11 miesięcy od zawarcia umowy	31	8.8	3.6	PSG
Zawarcie umowy	25.08.2023	Kruszwica - Inowrocław	DN350	12 miesięcy od zawarcia umowy	33.3	11	3.0	PSG
Zawarcie umowy	05.03.2024	Gazociąg Węzów - Przewóz	DN700 (dostawa izol. rur)	od sier'24 do gru'24	31.9	16	2.0	Gaz-System
Zawarcie umowy	05.08.2024	Gazociąg Węzów - Przewóz	DN700 (budowa gazociągu)	18 miesięcy od zawarcia umowy	163.9	44	3.7	Gaz-System
Zawarcie umowy	17.07.2024	Projekt FSRU postępowanie 1, dla części: 1,3 oraz 5	DN1000-DN1400 (dostawa izol. rur)	01.01.2025-31.08.2025	109.8	36	3.1	Gaz-System
Zawarcie umowy	26.07.2024	Projekt FSRU postępowanie 2, dla części: 1 oraz 3	DN1000 (dostawa izol. rur)	01.02.2025-31.08.2025	97.5	34	2.9	Gaz-System
Zawarcie umowy	26.07.2024	Projekt FSRU postępowanie 3, dla części: 1	DN1000 (dostawa izol. rur)	01.02.2025-30.04.2025	41.9	11	3.8	Gaz-System
Zawarcie umowy	26.07.2024	Projekt FSRU postępowanie 4, dla części: 1 oraz 3	DN1000 (dostawa izol. rur)	01.02.2025-31.08.2025	90.0	33	2.7	Gaz-System
Zawarcie umowy	08.11.2024	Gazociąg Gustrzyn - Wicko, POM 2 odc. (Gardeja-Kolnik)	DN1000 (budowa gazociągu)	25 miesięcy od dnia podpisania	233.4	88	2.7	Gaz-System
Zawarcie umowy	29.11.2025	Przebudowa sieci gazowej - obwodnica w Łodzi	DN MOP 500 (przebudowa)	do 05.2029	109.4	26	4.2	PSG
Zawarcie umowy	29.11.2025	Budowa gazociągu Kalisz-Sieradz	DN 500 (budowa gazociągu)	25 miesięcy od dnia podpisania	177.4	62.1	2.9	PSG
Zawarcie umowy	14.02.2025	Budowa gaz. Oświęcim-Szopinice-Tworzeń	DN 500 (budowa gazociągu)	24 miesiące od dnia podpisania	22.1	3	7.4	Gaz-System
Najkorzystniejsza oferta	02.06.2025	Wykonanie przewierć na rurociągach pod Wisłą		38 tygodni od daty podpisania	13.9			PERN

Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao



ESG rating

Nasz rating ESG opiera się na ocenie szeregu kryteriów związanych z E-S-G z odpowiednio 50/25/25% wagą w całkowitej ocenie. Nasza metodologia implikuje ostateczny wynik ESG dla Stalprofil na poziomie 1.03 i rating ESG "B". Zgodnie z naszą metodologią rating "B" przekłada się na -7.5% dyskonta w premii za ryzyko kapitałowe w naszych obliczeniach kosztu kapitału własnego.

	E	S	G
Wynik	0.92	1.20	1.08
Waga sektora	50%	25%	25%
Wynik ESG	1.03		
ESG Rating	B		

	od	do	Rating	Wpływ w premii za ryzyko
ESG Score	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Wycena

Nasza wycena implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 9.46 PLN za akcję, co stanowi 10.0% potencjalnego wzrostu. Wycena została oparta jedynie o metodę DCF, a wycena porównawcza jest przedstawiona jedynie w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letnią wycenę DCF dla Stalprofil w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności firmy do 2030r. Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.4% od 2025-30e i 4% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 5.8% od 2025-30e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta w wysokości 1.0
- Dodatkowe dyskonto ESG do kosztu kapitału własnego równe -0.4% od 2025-30e i -0.3% w okresie rezydualnym (7.5% stopy wolnej od ryzyka) w oparciu o rating ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 2%.
- Stopa podatku w okresie rezydualnym w wysokości 19%.
- Marża EBIT na poziomie 2.2% w okresie rezydualnym
- Udziały niekontrolujące w Izostal na bazie wyceny rynkowej.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 1%.

Wycena DCF

Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Okres rezydualny
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.0%
Premia za ryzyko	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.0%
ESG dyskonto/premia	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	8.7%
Koszt długu	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	6.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.9%
Waga kapitału własnego	44%	47%	57%	73%	82%	89%	100%
WACC	8.1%	8.2%	8.7%	9.5%	9.9%	10.2%	8.7%

Wycena DCF

(PLN mln)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Okres rezydualny
Przychody	2,148	2,382	2,153	1,990	1,960	1,998	2,018.4
EBIT	34.5	44.2	47.3	51.4	36.4	36.5	44.4
Podatek od EBIT	-6.6	-8.4	-9.0	-9.8	-6.9	-6.9	-8.4
NOPAT	28.0	35.8	38.3	41.6	29.5	29.6	36.0
Amortyzacja	19.5	19.5	19.3	19.1	18.9	18.8	18.8
Zmiana KON	-72.5	-17.6	23.2	36.7	4.2	-4.2	-6.7
CAPEX	-21.0	-18.0	-15.0	-17.0	-16.0	-17.0	-20.0
FCFF	-46.1	19.6	65.8	80.4	36.6	27.2	28.1
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym							1.0%
Wartość rezydualna							368.0
Współczynnik dyskontowy	0.92	0.85	0.79	0.72	0.65	0.59	0.54
Zdyskontowane przepływy - 31.12.2024	-42.6	16.8	51.7	57.7	23.9	16.1	215.8
Enterprise value - 31.12.2024	339.3						
Udziały niekontrolujące w I zostal (wycena rynkowa)	33.8						
Dług netto	162.4						
Inne korekty	0.0						
Wartość akcji - 31.12.2024	143.0						
Liczba akcji (mln)	17.5						
12M cena docelowa na akcję (PLN)	9.46						
Obecna cena akcji (PLN) na 5 czerwca	8.60						
Potencjał do wzrostu/spadku	10.0%						

Wzrost przychodów	11%	11%	-10%	-8%	-1%	2%	1.0%
marża EBIT	1.6%	1.9%	2.2%	2.6%	1.9%	1.8%	2.2%
Podatek	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	1.0%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%
Capex/amortyzacja	107.9%	92.5%	77.8%	89.0%	84.5%	90.5%	106.4%

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na wzrost wartości rezydualnej i WACC

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym/WACC	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
7.7%	8.59	9.46	10.45	11.59	12.91	14.46	16.32
8.2%	7.82	8.59	9.46	10.45	11.59	12.91	14.46
8.7%	7.13	7.82	8.59	9.46	10.45	11.59	12.91
9.2%	6.52	7.13	7.82	8.59	9.46	10.45	11.59
9.7%	5.96	6.52	7.13	7.82	8.59	9.46	10.45

Wrażliwość 12-miesięcznej ceny docelowej na akcję na kluczowe czynniki wpływające na wyniki spółki

marża EBIT/CAPEX w okresie rezydualnym	1.45%	1.70%	1.95%	2.20%	2.45%	2.70%	2.95%
-25.0	0.68	2.76	4.84	6.92	8.99	11.07	13.15
-22.5	1.95	4.03	6.11	8.19	10.27	12.34	14.42
-20.0	3.22	5.30	7.38	9.46	11.54	13.61	15.69
-17.5	4.49	6.57	8.65	10.73	12.81	14.89	16.96
-15.0	5.76	7.84	9.92	12.00	14.08	16.16	18.24

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

Wycena mnożnikowa

	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Dystrybucja stali, rury oraz inne							
Jacquet Metals	JCQ FP	21.2	8.3	7.2	7.2	5.6	4.7
Klöckner & Co	KCO GY	21.2	9.1	6.3	6.5	5.4	4.6
Tubacex	TUB SM	12.6	8.9	7.8	5.8	5.0	4.7
Tenaris	TEN IM	10.2	10.4	9.9	6.1	6.1	5.9
Stalprodukt	STP PW				1.8	1.5	1.5
Produkcja stali							
ArcelorMittal	MT NA	7.3	5.9	5.5	4.8	4.2	4.0
SSAB	SSABA SS	9.5	8.1	8.3	3.8	3.3	3.3
thyssenkrupp	TKA GY	15.9	9.0	6.8	1.6	1.4	1.3
voestalpine	VOE AV	14.1	10.3	7.6	4.8	4.1	3.7
Salzgitter	SZG GR	29.5	5.5	4.6	3.9	2.7	2.5
Cognor	COG PW		55.4	20.9	15.8	11.5	9.2
Mediana - Dystrybucja stali, rury oraz inne		16.9	9.0	7.5	6.1	5.4	4.7
Waga (%)		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Mediana - Produkcja stali		14.1	8.6	7.2	4.4	3.7	3.5
Waga (%)		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stalprofil		10.4	9.2	6.0	6.7	6.6	5.6
Premia/dyskonto vs. mediana		-38%	2%	-20%	9%	22%	19%
Implikowana cena (PLN/akcja)		15.8	12.9	12.5	6.9	7.8	9.3
Implikowana cena (PLN/akcja)		10.9					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

Aktualizacja naszych prognoz

Poniżej przedstawiamy aktualizację naszych prognoz w porównaniu z poprzednim raportem:

	2025e			2026e			2027e		
	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.	Poprzednio	Obecnie	Róż.
Przychody	2,209.9	2,148.0	-3%	2419.8	2,382.4	-2%	2210.2	2,153.0	-3%
EBITDA	55.4	54.0	-3%	64.1	63.7	-1%	68.6	66.6	-3%
EBIT	36.0	34.5	-4%	44.6	44.2	-1%	49.3	47.3	-4%
Zysk netto	17.4	16.4	-6%	25.6	25.2	-2%	30.2	29.3	-3%

Źródło: BM Pekao

Ostatnie wydarzenia

- **Wybór najkorzystniejszej oferty** – Stalprofil poinformował, że jego oferta została wybrana jako najkorzystniejsza na „Wykonanie przewiertów metodą HDD na rurociągach produktów finalnych pod rzeką Wisła”. Wartość złożonej oferty wynosi 13.9mn zł netto, a organizatorem jest PERN. Realizacja zamówienia przez wykonawcę powinna nastąpić w terminie 38 tygodni od daty podpisania umowy.
- **Nabycie akcji przez osoby posiadające informacje poufne** - dnia 28.05.2025 spółka poinformowała, że osoby posiadające informacje poufne nabyły akcje o wartości około 2.5 mln PLN.

Osoba	Funkcja	Wolumen	Cena	Wartość
Henryk Orczykowski	CEO	150,000	7.6	1,140,000
Sylwia Potocka-Lewicka	CFO	60,000	7.6	456,000
Stefan Dzienniak	Przewodniczący RN	20,000	7.6	152,000
Zenon Jędrocha	Członek zarządu	100,000	7.6	760,000

- **Wyniki za 1Q'25** – dnia 23.05.2025 Stalprofil opublikował finalne wyniki za 1Q'25 (omówienie wyników przez BM Pekao zostało opublikowane dnia 23.05.2025)
- **Dywidenda za 2024** – ZWZ Stalprofilu zdecydowało, że spółka przeznaczy 5,25 mln zł na dywidendę, co daje DPS w wysokości 0,3 zł. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 20 sierpnia, a dzień wypłaty dywidendy ustalono na 10 września.

Czynniki ryzyka

Segment stalowy

- **Ryzyko związane ze spadkiem popytu na stal.** Popyt na stal jest mocno zależny od inwestycji, dlatego stan gospodarki w Polsce oraz UE ma kluczowe znaczenie na wynik segmentu. Spadek popytu na stal, powoduje mniejszą sprzedaż ilościowo, ale również przekłada się to na spadek ceny stali.
- **Ryzyko ograniczenia produkcji stali.** Ograniczenie lub wstrzymanie produkcji przez producentów odbija się negatywnie na dystrybucji stali.
- **Ryzyko związane z wahaniami cen stali.** Wyniki spółki są mocno podatne na zmiany cen stali. Wraz ze spadkiem stali spada średnia cena za tonę, a dodatkowo występuje negatywny efekt FIFO, który ma wpływ na rentowność.
- **Ryzyko wzrostu importu tańszych wyrobów hutniczych na rynek krajowy i europejski.** Brak działań antydumpingowych przez UE, może mieć przełożenie na nadmierną podaż tańszych produktów z Chin czy Turcji. Takie działania, mogą zdestabilizować europejski rynek stali oraz przełożyć się na spadek cen.
- **Ryzyko zmiany polityki handlowej hut.** Stalprofil jest dystrybutorem, a więc pełni rolę pośrednika pomiędzy hutami a odbiorcami końcowymi, przejście np. na dostawy bezpośrednie do odbiorców końcowych, lub zmiana polityki cenowej może negatywnie odbić się na wynikach spółki.
- **Ryzyko uzależnienia się od głównych producentów.** Kluczowym dostawcą GK jest ArcelorMittal.
- **Ryzyko wpływu dekarbonizacji na poziom produkcji hutniczej.** Plany dekarbonizacji w Europie (odchodzenie od BOF na rzecz EAF w oparciu o złom stalowy, HBI czy wodór) mogą wpłynąć na mniejszą dostępność stali.

Segment infrastruktury

- **Ryzyko ograniczenia przez sektor gazowy zamówień na dostawy rur i wykonawstwo gazociągów.** Kluczowy wpływ na wyniki spółki ma rozwój rynku sieci przesyłowych gazu oraz planowane inwestycje, finansowane głównie przez Gaz-System.
- **Ryzyko związane z uzależnieniem się od odbiorców.** Ze względu na strukturalne cechy polskiego rynku, istnieje pośrednie uzależnienie od zakresu inwestycji realizowanych przez Gaz-System.
- **Ryzyko związane z zapewnieniem jakości oferowanych produktów.** Niedotrzymanie wymogów jakościowych wiąże się z ryzykiem ponoszenia kar.
- **Ryzyko zmian cen czynników produkcji.** Rentowność izolacji antykorozyjnej uzależniona jest od cen komponentów chemicznych, głównie polietylenu i polipropylenu. Na wyniki spółki wpływ ma również cena rur stalowych. W krótkim terminie spółka zabezpiecza ceny, a w długim spółce sprzyjają wysokie ceny rur.

Kluczowe dane finansowe

RZiS (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	2,216	1,534	1,704	2,148	2,382	2,153	1,990
Zysk brutto ze sprzedaży	218	132	132	153	180	170	175
EBITDA	126	55	47	54	64	67	70
EBIT	109	37	28	35	44	47	51
Zysk przed opodatkowaniem	109	26	24	25	38	45	48
Podatek dochodowy	21	5	5	5	7	9	9
Zysk netto	79	16	14	16	25	29	31
EPS (PLN)	4.50	0.89	0.83	0.94	1.44	1.67	1.78

Bilans (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	793	664	939	848	909	859	841
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29	57	45	38	47	50	95
Pozostałe aktywa obrotowe	764	607	894	809	862	809	746
Aktywa trwałe	330	353	359	360	359	355	353
Rzeczowe aktywa trwałe	281	304	314	315	314	310	308
Pozostałe aktywa trwałe	49	49	45	45	45	45	45
Aktywa	1,123	1,018	1,297	1,208	1,267	1,213	1,194
Kapitał własny	587	593	606	620	646	675	705
Zobowiązania długoterminowe	60	56	49	77	77	70	67
Zadłużenie długoterminowe	7	6	2	12	13	10	10
Pozostałe	52	50	47	65	63	60	57
Zobowiązania krótkoterminowe	476	368	643	510	545	468	421
Zadłużenie krótkoterminowe	172	130	205	234	242	191	168
Pozostałe	304	238	438	276	303	277	253
Pasywa	1,123	1,018	1,297	1,208	1,267	1,213	1,194
Dług netto	150	79	162	208	209	152	83

RPP (PLN mln)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk brutto	109	26	24	25	38	45	48
Amortyzacja	16	17	19	19	19	19	19
Pozostałe (włącz. KO)	-99	120	-133	-64	-35	15	28
Przepływy z działalności operacyjnej	26	163	-90	-19	23	79	95
CAPEX	-26	-38	-28	-21	-18	-15	-17
Pozostałe	2	-21	54	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-24	-59	26	-21	-18	-15	-17
Dywidendy	-23	-15	-6	-5	-5	-8	-9
Pozostałe	-2	-60	57	39	9	-54	-23
Przepływy z działalności finansowej	-24	-75	50	34	4	-61	-32
Zmiana środków pieniężnych	-22	29	-13	-7	9	3	46
Środki pieniężne na koniec okresu	29	57	45	38	47	50	95
DPS (PLN)	1.20	0.74	0.30	0.30	0.31	0.43	0.50

Wskaźniki wzrostu r/r							
Przychody	34%	-31%	11%	26%	11%	-10%	-8%
EBITDA	-23%	-57%	-14%	15%	18%	5%	6%
EBIT	-26%	-66%	-25%	24%	28%	7%	9%
Zysk netto	-32%	-80%	-7%	13%	54%	16%	6%
EPS	-32%	-80%	-7%	13%	54%	16%	6%

Marże							
EBITDA	5.7%	3.6%	2.8%	2.5%	2.7%	3.1%	3.5%
EBIT	4.9%	2.4%	1.6%	1.6%	1.9%	2.2%	2.6%
Zysk netto	3.6%	1.0%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%
ROE	13.4%	2.6%	2.4%	2.6%	3.9%	4.3%	4.4%

Wskaźniki bilansu							
BVPS (PLN)	33.6	33.9	34.6	35.5	36.9	38.6	40.3
Dług netto/EBITDA	1.2	1.4	3.5	3.9	3.3	2.3	1.2
Zadłużenie/ Kapitał własny	30.5%	23.0%	34.2%	39.7%	39.5%	29.9%	25.3%

Uwaga: mnożniki historyczne oparte na średnich cenach Źródło: Spółka, BM Pekao

Podsumowanie kluczowych danych finansowych

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EPS, GAAP	4.50	0.89	0.83	0.94	1.44	1.67	1.78	1.32	1.33
Revenues	2,216	1,534	1,704	2,148	2,382	2,153	1,990	1,960	1,998
Gross Margin %	9.8%	8.6%	7.7%	7.1%	7.6%	7.9%	8.8%	8.1%	8.0%
EBIT	109	37	28	35	44	47	51	36	37
EBITDA	126	55	47	54	64	67	70	55	55
Net income, GAAP	79	16	14	16	25	29	31	23	23
Net Debt	150	79	162	208	209	152	83	57	36
BPS	33.57	33.91	34.61	35.45	36.92	38.58	40.30	41.42	42.74
DPS	1.20	0.74	0.37	0.30	0.31	0.43	0.50	0.53	0.40
Return on Equity %	13.4%	2.6%	2.4%	2.6%	3.9%	4.3%	4.4%	3.2%	3.1%
Return on Assets %	7.0%	1.5%	1.1%	1.4%	2.0%	2.4%	2.6%	1.9%	2.0%
Depreciation	15.9	15.8	18.1	18.5	18.5	18.3	18.1	18.0	17.9
Amortization	0.2	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
Free Cash Flow	0	125	-117	-40	5	64	78	36	28
CAPEX	26	38	28	21	18	15	17	16	17

Source: Pekao Equity Research



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 06 CZERWCA 2025 R. O GODZINIE 07:30 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 06 CZERWCA 2025 R. O GODZINIE 07:50 CET.
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3; WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datą jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Michał Hanc	Analityk	Stalprofil	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązanych z nim osób prawnych są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i

Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

Modele dyskontowe charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

Analiza porównawcza oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

Metody oparte o wyceny wartości aktywów mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszane. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy