



Dom Maklerski BDM S.A.

STALPRODUKT

RAPORT ANALITYCZNY

Wznowiamy wydawanie rekomendacji dla Stalprodukt od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 461 PLN/akcję, czyli 31% powyżej obecnej ceny rynkowej. Spółka ma za sobą rekordowy 2021 rok, a udane negocjacje cenowe w segmencie blach transformatorowych i ponad 50% wzrost cen stali od wybuchu wojny pozwalają oczekiwać mocnych wyników w 1H'22 w obszarze blach i profili. Z kolei wzrost marż przerobowych w segmencie cynku daje większy optymizm na 2H'22. Tym samym Stalprodukt stał na poprawę ubiegłorocznych wyników, choć jeszcze 2-3 miesiące temu wydawało się to mało prawdopodobne. Doceniamy transformację spółki w kierunku recyklera cynku, co powinno prowadzić do stopniowego reratingu wskaźników. Na dziś rynek wycenia spółkę jak kopalnię na ok. 2- krotność EBITDA.

Ponad 50% wzrost cen stali i powrót świetnych wyników w s. profili. Po znaczących wzrostach cen stali w 1Q'22 (ok. 50% od wybuchu wojny na Ukrainie) liczymy na rekordowe wyniki segmentu profili na poziomie 70-80 mln PLN EBITDA vs 24 mln PLN przed rokiem. Spółka nie powinna mieć problemów z przebicciem 200 mln PLN EBITDA.

Benchmark TC dla cynku na 2022 rok uzgodniony na 230 USD/t. Wg Bloomberg Teck, Korea Zinc i Glencore uzgodniły roczny TC (marżę przerobową) na poziomie 230 USD/t vs 159 USD/t rok temu i powyżej oczekiwań ze stycznia/lutego. Benchmark odnosi się też do innych hut cynku i przekłada się bezpośrednio na zysk brutto kluczowego segmentu. Szacujemy, że każde 50 USD/t zmiany TC to co najmniej 50 mln PLN EBITDA spółki ceteris paribus (ok. 10%). Wyniki spółki wspierają też rekordowe ceny cynku powyżej 4300 USD/t (nierównowaga popyt-podaż, niskie zapasy) i premie ładowe za fizyczne dostarczenie towaru.

Znaczące wzrosty cen energii, ale inni mają jeszcze gorzej. Zwracamy uwagę, że od wybuchu kryzysu energetycznego w Europie ceny energii w Polsce wzrosły o blisko 100% do ok. 800 PLN/MWh, ale utrzymują się na poziomach ok. 100 PLN/MWh niższych niż w Niemczech czy Europie kontynentalnej, co podnosi konkurencyjność krajowego przemysłu. To duża zmiana, bo w ostatniej dekadzie energia była droższa.

Powrót koniunktury na rynku blach transformatorowych, beneficjent transformacji. W 2021 roku w segmencie blach spółka osiągnęła rekordowe 250 mln PLN EBITDA. W 2022 roku stać ją na poprawę tego rezultatu w związku ze wzrostem cen (udane negocjacje na 2H'21 ze wzrostem cen do ok. 12 tys. PLN/t) przy zabezpieczonym wsadzie. Przewagą spółki jest wieloletnia współpraca strategiczna z ArcelorMittal.

Spółka po dużym procesie inwestycyjnym, ze znaczną gotówką netto. Dwa duże okresy inwestycji w spółce miały miejsce w latach 2006-2009 (segment blach) i 2016-2020 (segment cynku). Obecnie spółka jest po programie inwestycyjnym i nakłady w 2021-2022 powinny być relatywnie niskie. Możliwe dodatkowe inwestycje w nowe źródła ciepła i projekty OZE na rekultywowanym terenie po kopalni Olkusz-Pomorzany.

2022 rok z szansami na poprawę rekordowego ubiegłego roku. W 2022 roku widzimy szansę do pozytywnego zaskoczenia w segmencie profili po znaczących wzrostach cen wyrobów stalowych i cynku, gdzie w wynikach kalkulujemy duży, negatywny wpływ hedgingu przy zachowaniu standardowej polityki (nawet -200 mln PLN vs -71 mln PLN w 2021). Efekt ten powinien odwracać się po 2023 roku, a poprawa wyników w cynku będzie również zasługą potencjalnego spadku kosztów gazu i koksu.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	3 816,8	3 321,1	4 674,1	7 096,2	6 698,7	6 130,3
EBITDA adj. [mln PLN]	404,4	388,7	749,8	745,9	465,4	373,5
EBITDA [mln PLN]	371,0	362,9	785,3	769,9	546,3	458,6
EBIT [mln PLN]	204,6	196,1	608,2	590,2	356,6	263,7
Wynik netto [mln PLN]	142,5	172,8	488,8	459,7	261,3	190,6
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
P/E	13,8	11,4	4,0	4,3	7,5	10,3
EV/EBITDA	4,6	4,5	2,0	2,2	2,8	2,9
EV/EBIT	8,4	8,4	2,6	2,8	4,3	5,0
DPS w okresie	5,0	0,0	6,0	8,8	16,5	14,0
DY	1,4%	0,0%	1,7%	2,5%	4,7%	4,0%

KUPUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 461 PLN

13 KWIETNIA 2022, 07:30 CEST

Wycena DCF [PLN]	455
Wycena porównawcza [PLN]	470
Wycena końcowa [PLN]	461
Potencjał do wzrostu / spadku	31,1%
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	351,5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 961,5
Ilość akcji [mln. szt.]	5,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	361,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	252,5
Stopa zwrotu za 3 mc	28,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	13,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-5,5%
Struktura akcjonariatu*:	
STP Investment S.A./F&R Finance	36,2%
FCASE	10,0%
Stalprodukt Profil	9,0%
ArcelorMittal	8,7%
Piotr Janeczek bezpośrednio	0,9%
Pozostali	35,1%

*- liczba głosów na WZA

Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

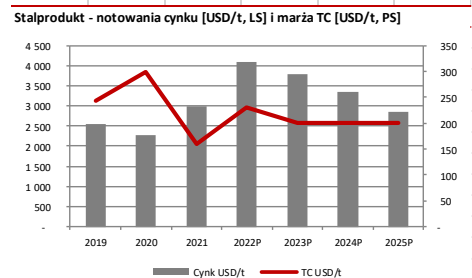
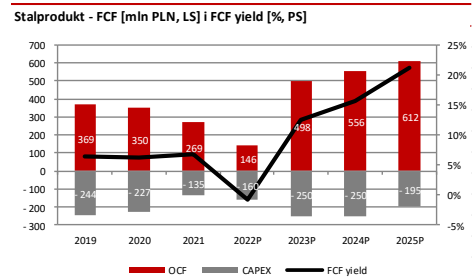
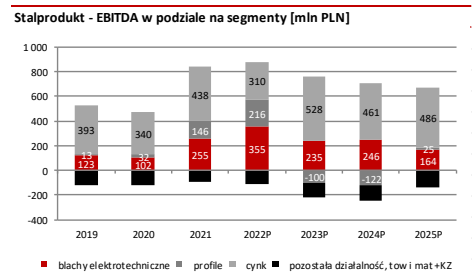
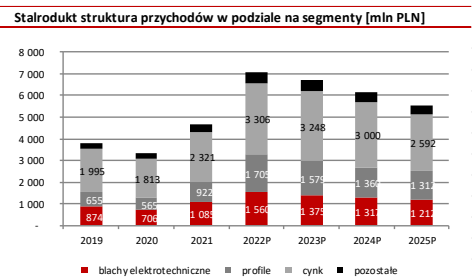
Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
PONAD 50% WZROST CEN STALI I POWRÓT ŚWIETNYCH WYNIKÓW W S. PROFILI	4
BENCHMARK TC DLA CYNKU NA 2022 ROK UZGODNIONY NA 230 USD/T	4
POWRÓT KONIUNKTURY NA RYNKU BLACH TRANSFORMATOROWYCH, BENEFICJENT TRANSFORMACJI	5
BARDZO NISKA WYCENA MNOŻNIKOWA	5
SPÓŁKA PO DUŻYM PROCESIE INWESTYCYJNYM, ZE ZNACZNĄ GOTÓWKĄ NETTO	6
POZYTYWNA EKSPOZYCJA NA WYSOKI KURS USD/PLN	6
2022 ROK Z SZANSAMI NA POPRAWĘ REKORDOWEGO UBIEGŁEGO ROKU	6
ZNACZĄCE WZROSTY CEN ENERGII, ALE INNI MAJĄ JESZCZE GORZEJ. PRODUKCJA CYNKU BARDZO ENERGOCHŁONNA	7
WPŁYW WOJNY NA UKRAINIE NA WYNIKI I POZYCJĘ KONKURENCYJNĄ STALPRODUKT	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	8
WYCENA DCF	9
WYCENA PORÓWNAWCZA	13
O SPÓŁCE	14
PRZYCHODY	15
KOSZTY	16
INWESTYCJE I M&A	17
SEGMENT CYNKU	18
SEGMENT BLACH ELEKTROTECHNICZNYCH	23
WYNIKI 4Q'21 I PERSPEKTYWA 2022 ROKU	24
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2022-2031	25
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	26

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	3 817	3 321	4 674	7 096	6 699	6 130	5 524
blachy elektrotechniczne	874	706	1 085	1 560	1 375	1 317	1 212
profile	655	565	922	1 705	1 579	1 360	1 312
cynk	1 995	1 813	2 321	3 306	3 248	3 000	2 592
COGS	3 334	2 899	3 854	6 209	6 105	5 640	4 965
w tym stal/wsad do cynku	1 147	1 075	2 021	3 321	2 770	2 380	2 256
w tym media/CO2**	590	546	767	1 158	1 133	1 242	1 130
Zysk brutto ze sprzedaży	482	422	820	887	594	491	559
Koszty SG&A	244	233	247	321	318	312	306
EBITDA raportowana	371	363	785	770	546	459	538
EBITDA adj. (bez PDO)	404	389	750	746	465	373	451
marża EBITDA adj.	11%	12%	16%	11%	7%	6%	8%
blachy elektrotechniczne	123	102	255	355	235	246	164
profile	13	32	146	216	-100	-122	25
cynk	393	340	438	310	528	461	486
pozostała działalność, tow i mat +KZ	-116	-119	-89	-111	-117	-127	-137
EBITDA skoryg. hedging	384	333	821	943	436	281	310
EBIT	205	196	608	590	357	264	341
Zysk brutto	202	224	592	580	349	257	335
podatek	47	40	91	110	66	49	64
mnijeszności	12	11	13	10	21	18	19
Zysk netto j. dom.	143	173	489	460	261	191	253
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	2 399	2 424	2 378	2 358	2 418	2 473	2 471
Rzeczowe aktywa trwałe	2 052	2 135	2 082	2 062	2 122	2 177	2 175
Wartości niematerialne	200	212	196	196	196	196	196
Inwestycje długoterminowe	37	29	20	20	20	20	20
Aktywa obrotowe	1 940	1 936	2 446	2 949	2 939	2 943	3 049
Zapasy	752	810	987	1 366	1 289	1 180	1 063
Należności	591	513	786	1 088	1 027	940	847
Środki pieniężne i ekwiwalenty	405	436	489	311	439	640	955
Aktywa razem	4 339	4 360	4 823	5 306	5 357	5 417	5 519
Kapitał własny	2 758	2 913	3 339	3 760	3 951	4 080	4 276
Zobowiązania długoterminowe	524	389	224	142	122	102	82
Oprocentowane	227	177	163	142	122	102	82
Zobowiązania krótkoterminowe	619	605	767	911	791	741	668
Oprocentowane	64	57	84	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	338	291	440	668	657	607	534
Rezerwy na zobowiązania	415	403	437	437	437	437	437
Pasywa razem	4 339	4 360	4 823	5 306	5 357	5 417	5 519
Cash Flow [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z dział. operacyjnej	369	350	269	146	498	556	612
Amortyzacja	166	167	177	180	190	195	197
Kapitał obrotowy	40	-6	-289	-452	126	146	137
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-236	-241	-123	-160	-250	-250	-195
CAPEX	-244	-227	-135	-160	-250	-250	-195
Przepływy z dział. finansowej	-201	-78	-94	-163	-120	-105	-102
zmiana zadłużenia	-154	-57	-36	-104	-20	-20	-20
Dywidenda	-36	-3	-36	-49	-92	-78	-76
Odsetki	-14	-10	-10	-10	-8	-7	-6
Zmiana środków pieniężnych	-68	32	52	-178	128	201	315
Środki pieniężne	405	436	489	311	439	640	955
Dynamiki (%)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	-4%	-13%	41%	52%	-6%	-8%	-10%
EBITDA	-17%	-2%	116%	-2%	-29%	-16%	17%
EBITDA adj.	-12%	-4%	93%	-1%	-38%	-20%	21%
Zysk netto	-28%	-13%	147%	15%	-54%	-36%	11%
Wybrane dane i wskaźniki*	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Liczba akcji (mln)	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
ROE	5%	6%	15%	13%	7%	5%	6%
ROA	3%	4%	10%	9%	5%	4%	5%
Wskaźnik wypłaty dywidendy (DPR)	20%	0%	7%	10%	20%	30%	40%
DPS w okresie (PLN)	5,0	0,0	6,0	8,8	16,5	14,0	13,7
Stopa dywidendy	1,4%	0,0%	1,7%	2,5%	4,7%	4,0%	3,9%
P/E (x)	13,8	11,4	4,0	4,3	7,5	10,3	7,8
P/BV (x)	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	4,6	4,5	2,0	2,2	2,8	2,9	1,8
EV/EBITDA adj. (x)	4,2	4,2	2,1	2,2	3,3	3,5	2,2



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1) Ryzyko wsadu w segmencie blach transformatorowych (Stalprodukt to jedyna spółka bez całego łańcuch dostaw, bez własnej blachy HRC. Dodatkowo wygaszenie wielkiego pieca w Krakowie przez ArcelorMittal w 2019 roku utrudnia dostęp do wysokiej jakości blach i może ograniczyć produkcję droższych blach HiB, które spółka wdraża od 2012 roku); 2) Ryzyko braku koncentratów cynku po zaprzestaniu wydobywania w Olkusz-Pomorzany (spółka musi zwiększyć zakupy zewnętrznych koncentratów i udział recyklingu); 3) wysokie ceny energii elektrycznej i CO2 (udział mediów w koszcie to nawet 15%, a samej energii elektrycznej, gł. w segmencie blach, aż 10%. Wzrost kosztów CO2 ma negatywny wpływ na rentowność HCM, który opiera produkcję na starszej technologii ISP); 4) ryzyko kolejnych roszczeń odszkodowawczych po likwidacji kopalni Olkusz-Pomorzany ponad 296 mln PLN zawiązanych rezerw.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 351,5 PLN. **- energia elektryczna, gaz, koks, węgiel energetyczny, CO2

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 455 PLN. Natomiast wycena porównawcza, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024 dała wartość 1 akcji na poziomie 470 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 60% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 40% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 461 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	60%	455
Wycena metodą porównawczą [PLN]	40%	470

Wycena spółki [PLN]

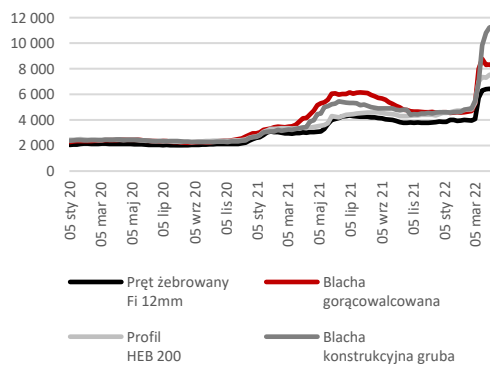
461

Źródło: BDM S.A.

Ponad 50% wzrost cen stali i powrót świetnych wyników w s. profili

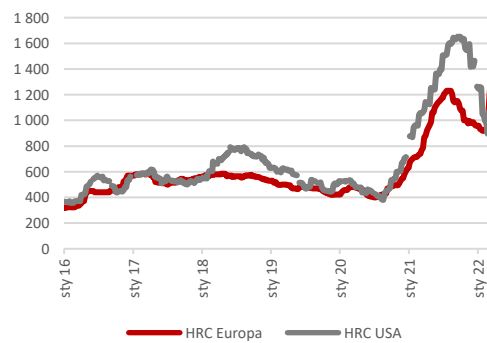
Po wybuchu wojny na Ukrainie ceny stali (blachy HRC) wzrosły o ok. 50% (blisko 60% w przypadku profili), co w relacji do ubiegłorocznych poziomów oznacza wzrost cen o ponad 3x ! Znaczący wzrost notowań profili będzie miał istotny wpływ na wyniki segmentu w 1Q'22, szczególnie że w 4Q'21 spółka zrealizowała niski wolumen sprzedaży (-20% r/r) i miała wypełniony magazyn. Liczymy więc na rekordowe wyniki segmentu na poziomie 70-80 mln PLN EBITDA vs 24 mln PLN przed rokiem. EBITDA grupy powinna przekroczyć 200 mln PLN.

Ceny wybranych asortymentów stalowych- PUDS [PLN/t]



Źródło: BDM, PUDS

Ceny stali HRC w Europie i USA [EUR/t]

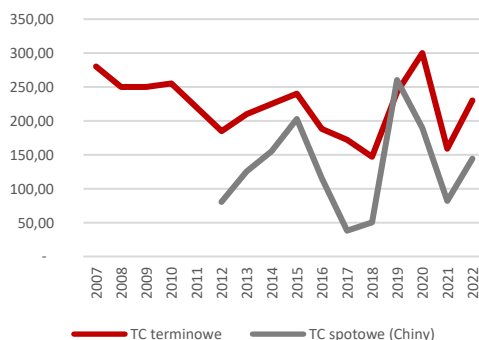


Źródło: BDM, Bloomberg

Benchmark TC dla cynku na 2022 rok uzgodniony na 230 USD/t

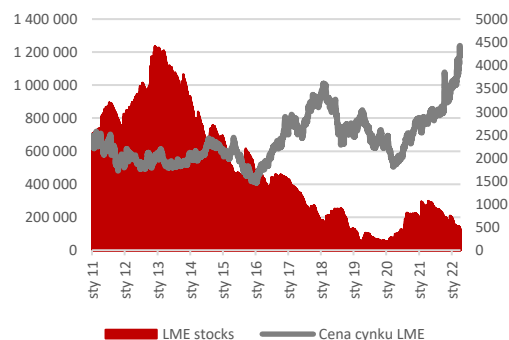
Wg Bloomberg Teck, Korea Zinc i Glencore uzgodniły roczny TC (marżę przerobową) na poziomie 230 USD/t vs 159 USD/t rok temu. Benchmark odnosi się też do innych hut cynku i przekłada się bezpośrednio na zysk brutto kluczowego segmentu (huty kupują koncentraty cynku po cenie 0,85*cynk LME-TC). Szacujemy, że każde 50 USD/t zmiany TC to ponad 50 mln PLN EBITDA spółki ceteris paribus (ok. 10%). Wyniki spółki wspierają też rekordowe ceny cynku (nierównowaga popyt-podaż, niskie zapasy) i premie ładowe (za fizyczne dostarczenie metali).

Poziom TC [USD/t] terminowe i spot



Źródło: BDM, Boliden, Nyrstar, Bloomberg

Zapasy cynku LME [LS, T] vs cena cynku [PS, USD/t]



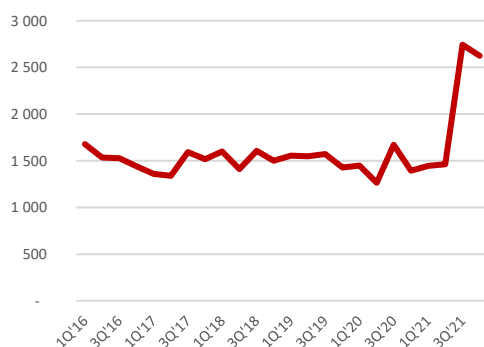
Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- zapasy LME, PS- cena cynku.

Powrót koniunktury na rynku blach transformatorowych, beneficjent transformacji

W 2021 roku w segmencie blach spółka osiągnęła rekordowe 250 mln PLN EBITDA. W 2022 roku stać ją na poprawę tego rezultatu w związku ze wzrostem cen (udane negocjacje na 2H'21 ze wzrostem cen do ok. 12 tys. PLN/t) przy zabezpieczonym wsadzie.

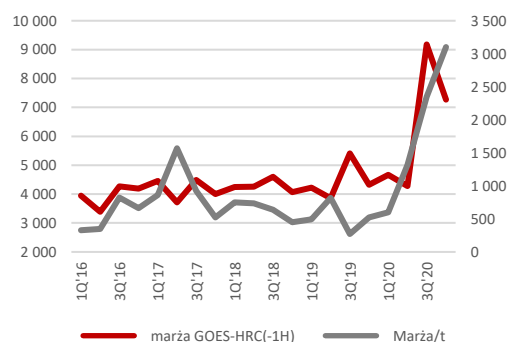
Blachy transformatorowe są ważnym materiałem w produkcji energooszczędnych transformatorów i dużych, wysokowydajnych generatorów. W formie laminowanych, nawijanych lub dziurkowanych arkuszy jest ona podstawowym materiałem rdzeniowym transformatorów rozdzielczych, transformatorów mocy i małych transformatorów. Rozwój nowych OZE (wiatru, fotowoltaiki) wymaga również nowych transformatorów.

Średnie ceny blach transformatorowych Stalprodukt [EUR/t]



Źródło: DM BDM., spółka

Marża GOES-HRC [LS, PLN/t] vs marża EBITDA/t [PS, PLN/t]



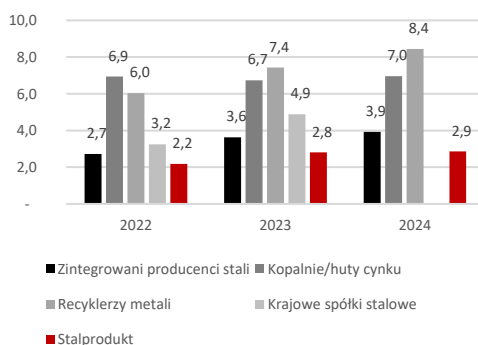
Źródło: DM BDM., spółka, szacunki własne. LS- marża blacha transformatorowa- koszty HRC sprzed 6m. PS- Marża/t w segmencie

Bardzo niska wycena mnożnikowa

Spółka wyceniana jest na niskich mnożnikach P/E i EV/EBITDA w okolicach odpowiednio 4-5x i 2,0x ze znacznym 40-60% dyskontem do spółek z grupy porównawczej.

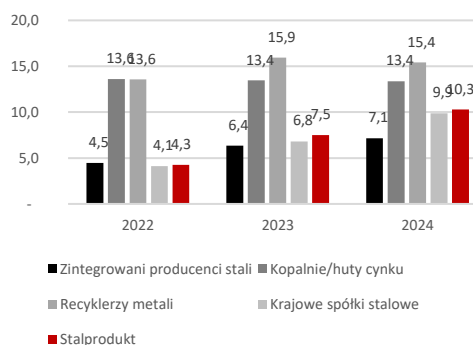
W 2022 roku YTD kurs akcji Stalprodukt zyskał +33% vs średnio +14% dla zintegrowanych producentów stali i +33% dla hut cynku. Średnia wycena EV/EBITDA dla zintegrowanych producentów stali na 2022 rok to ok. 2,7x, a dla hut cynku 6,9x (STP 2,2x). Zwracamy uwagę na znacznie wyższe wyceny recyklerów metali w tym cynku (odzysk m.in. z pyłów stalowniczych). W przypadku lidera Befesy mówimy o mnożnikach rzędu 11-12x EBITDA. Podkreślamy, że celem Stalprodukt jest wzrost udziału wsadów z własnego recykling z obecnych 30-40% do 50%.

Prognozowane mnożniki EV/EBITDA [x]



Źródło: DM BDM., Bloomberg, szacunki własne

Prognozowane mnożniki P/E [x]

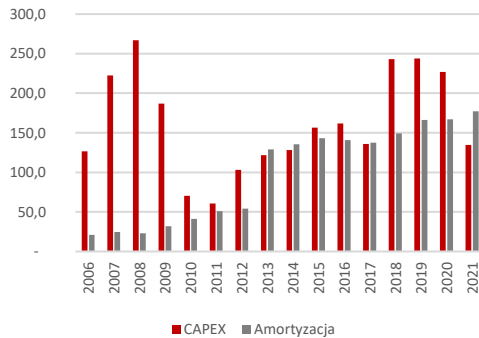


Źródło: DM BDM., Bloomberg, szacunki własne

Spółka po dużym procesie inwestycyjnym, ze znaczną gotówką netto

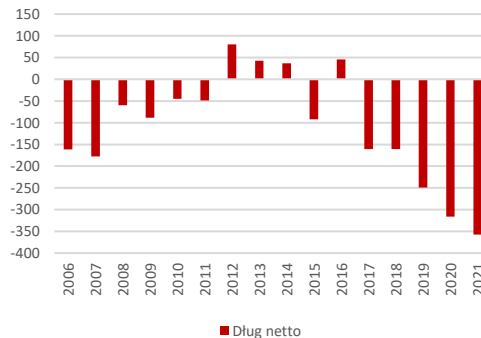
Dwa duże okresy inwestycji w spółce miały miejsce w latach 2006-2009 (segment blach) i 2016-2020 (segment cynku). Obecnie spółka jest po programie inwestycyjnym i nakłady w 2021-2022 powinny być relatywnie niskie. Możliwe dodatkowe inwestycje w nowe źródła ciepła i projekty OZE na rekultywowanym terenie po kopalni Olkusz-Pomorzany.

CAPEX i amortyzacja w latach 2006-2021 [mln PLN]



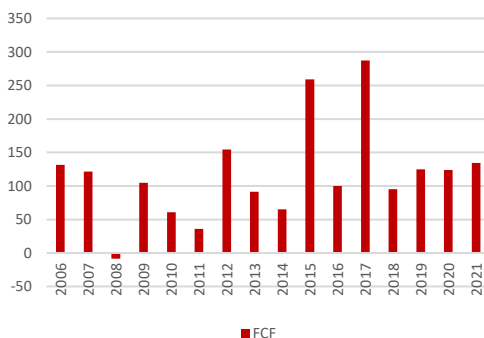
Źródło: DM BDM., spółka

Dług (gotówka) netto 2006-2021 [mln PLN]



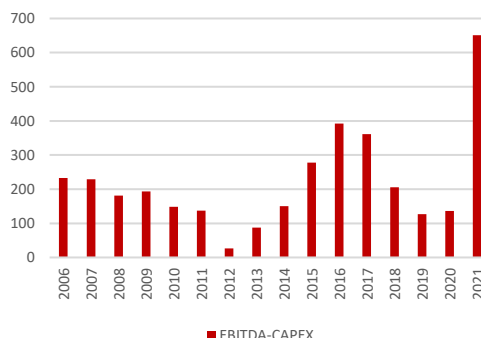
Źródło: DM BDM., spółka

Free cash flow* w latach 2006-2021 [mln PLN]



Źródło: DM BDM., spółka. *OCF-CAPEX

EBITDA-CAPEX 2006-2021 [mln PLN]



Źródło: DM BDM., spółka.

Pozytywna ekspozycja na wysoki kurs USD/PLN.

Szacujemy, że dolarowa nadwyżka operacyjna (przewaga przychodów nad kosztami) w całej GK Stalprodukt to nawet 280 mln USD, co oznacza, że każde 10 gr. osłabienia złotówki do dolara (wzrost USD/PLN) to 28 mln PLN EBIT w skali roku ceteris paribus.

2022 rok z szansami na poprawę rekordowego ubiegłego roku

W 2022 roku widzimy szanse do pozytywnego zaskoczenia w segmencie profili po znaczących wzrostach cen wyrobów stalowych i cynku, gdzie w wynikach kalkulujemy duży, negatywny wpływ hedgingu przy zachowaniu standardowej polityki (nawet -200 mln PLN vs -71 mln PLN w 2021). Efekt ten powinien odwracać się po 2023 roku, a poprawa wyników w cynku będzie również zasługą potencjalnego spadku kosztów gazu i koksu.

W 1Q'22 liczymy na ponad 200 mln PLN EBITDA, a szczególnie pozytywnych zaskoczeń upatrujemy w segmencie profili (ok. 60% wzrost cen stali od wybuchu wojny) i blach elektrotechnicznych (wysokie ceny z 4Q'21, zabezpieczenie wsadu z ArcelorMittal). Segment cynku ucierpi z powodu wzrostu kosztów i negatywnego wpływu hedgingu. Niemniej w tym obszarze oczekujemy poprawy wyników od 2Q'22, kiedy w wynikach będzie widoczny wzrost stawek przerobowych TC ze 149 USD/t do 230 USD/t. Z kolei segment profili i blach po mocnym 1H'22 powinny mieć słabsze 2H'22. Niemniej spółkę stać na powtórzenie, a nawet przebiecie ubiegłorocznych, rekordowych wyników. Część kosztów (energia, CO2) jest zabezpieczonych na relatywnie niskim poziomie. Ich wzrostu spodziewamy się w latach 2023-2024.

Znacznie trudniejsze dla Stalproduktu powinny być lata 2023-2024, kiedy w wynikach będą widoczne znaczące wzrosty cen energii i CO2. Z drugiej strony oczekiwany spadek cen cynku będzie wspierany polityką zabezpieczeń i wysokim USD/PLN, a także przychodami z programu wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych. Szansą dla spółki jest wprowadzenie podatku granicznego (CBAM), czego konserwatywnie nie zakładamy.

Znaczące wzrosty cen energii, ale inni mają jeszcze gorzej. Produkcja cynku bardzo energochłonna

W kosztach huty w Bukowni (ZGH) energia może nawet stanowić 50-60% kosztów (631 GWh). Wskazujemy, że po wyłączeniu pomp odwadniających likwidowaną kopalnię Olkusz-Pomorzany zużycie energii spadnie o ok. 100 GWh amortyzując nieco wzrost cen energii w latach 2022-2023P. Dużym konsumentem energii jest też wydział blach (160 GWh). W prognozach zakładamy wysokie ceny e.e. 800-700 PLN/MWh do 2025/2026 roku po czym spodziewamy się spadku do ok. 500 PLN/MWh w związku ze wzrostem generacji OZE.

Zwracamy uwagę, że od wybuchu kryzysu energetycznego w Europie ceny energii w Polsce wzrosły o blisko 100% (z ok. 400 do ok. 800 PLN/MWh), ale utrzymują się na poziomach ok. 100 PLN/MWh niższych niż w Niemczech czy Europie kontynentalnej, co podnosi konkurencyjność krajowego przemysłu. W ostatniej dekadzie krajowy przemysł płać za energię co najmniej 50 PLN/MWh więcej niż zachodni konkurenci. To duża zmiana, która po wybuchu wojny na Ukrainie i izolacji Rosji może być trwalsza.

Notowania cen energii FY_Base [PLN/MWh]



Źródło: DM BDM., TGE

Notowania gazu TTF [PLN/MWh]



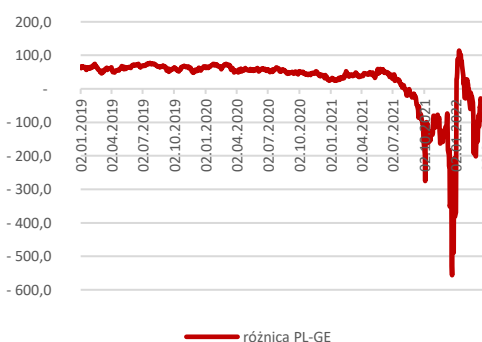
Źródło: DM BDM., Bloomberg

Notowania CO2 [PLN/t]



Źródło: DM BDM., Bloomberg

Różnica w cenach energii PL-GE* [PLN/MWh]



Źródło: DM BDM., Bloomberg. * - Notowania dla krajowych kontraktów FY_Base- niemiecki kontrakt FY_Base.

Wpływ wojny na Ukrainie na wyniki i pozycję konkurencyjną Stalprodukt

W związku z wybuchem wojny na Ukrainie 24.02.2022 widzimy dla spółki więcej szans niż zagrożeń przynajmniej w krótkim terminie. Od wybuchu wojny notowania spółki zyskały ok. +24% przy +1,7% WIG. Wskazujemy m.in. na:

- wzrosty cen stali o 50/60%, czego czystym beneficjentem jest segment profili;
 - długoterminową współpracę z ArcelorMittal i relatywnie dobrą dostępność materiału wsadowego do produkcji blach;
 - potencjalne sankcje na rosyjskiego producenta blach transformatorowych Novolipetsk (nr. 3 na europejskim rynku po Thyssen i Stalprodukt)- dotychczas brak decyzji;
 - potencjalne spowolnienie „zielonego ładu” w związku ze zmianą polityki energetycznej i odejściem od rosyjskiego gazu (spadki cen uprawnień CO2, które są znaczącym kosztem HCM);
 - znaczące osłabienie złotówki szczególnie do amerykańskiego dolara (o ponad 20 groszy, 5%);
- Ryzyka jakie widzimy to:
- odcięcie gazu dla odbiorców przemysłowych po wstrzymaniu tranzytu gazu (GK zużywa ok. 500 GWh gazu gł. w HCM i w segmencie blach);
 - znaczący wzrost cen energii w związku z odcięciem od rosyjskich surowców energetycznych;

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko wsadu w segmencie blach transformatorowych

Stalprodukt to jedyna spółka (nie huta) bez całego łańcucha dostaw w segmencie blach transformatorowych. Spółka nie jest producentem blach gorącowalcowanych (HRC) niezbędnych w procesie produkcyjnym blach transformatorowych. Co więcej, wzrostu udziału lepszych jakościowo blach (HiB) wymaga specjalnego wsadu, a blacha pochodzi wyłącznie z wielkopiecowej produkcji stali (BOF). Przy rosnącym znaczeniu technologii elektrycznej (EAF) kosztem BOF może to utrudnić pozyskanie strategicznego surowca.

Od 2012 roku spółka rozwijała technologię produkcji blach HiB w oparciu o docelowy wsad do produkcji z krakowskiej huty ArcelorMittal. Niestety decyzja o wygaszeniu wielkiego pieca i w konsekwencji walcowni w 2019 roku zaprzepaściła te plany. W rezultacie spółka jest skazana na import blach i może nie być w stanie pozyskać odpowiedniego surowca w odpowiedzi na rynkowe zapotrzebowanie. Obecnie udział blach HiB w strukturze sprzedaży to ponad 20%. Wąskim gardłem jest dostępność wsadu.

Zwracamy uwagę, że w komunikacie zarządu AMP po trwałym wygaszeniu pieca w Krakowie jest także mowa o inwestycjach w stalownię w Dąbrowie Górniczej, w tym w projekty umożliwiające wytworzenie takich gatunków stali, które będą używane w dalszej produkcji stali o ziarnie zorientowanym.

▪ Ryzyko braku koncentratów cynku i wysokich cen obniżających rentowność

Po zaprzestaniu wydobywania z kopalni Olkusz-Pomorzany spółka musi zwiększyć zakupy zewnętrznych koncentratów i udział recyklingu, gdzie kluczową kwestią będzie ograniczona podaż pyłów stalowniczych z procesu produkcji stali metoda elektryczną (technologia ta zyskuje na znaczeniu). Spółka już od 2016 roku pracuje nad zapewnieniem zdywersyfikowanych kierunków wsadu surowców cynkonośnych (piece przetawowe, odpady poflotacyjne, kontrakt na zakup rudy z Irlandii o wysokiej zawartości cynku).

▪ Wysokie ceny energii elektrycznej, gazu i CO₂

Udział mediów w koszcie to nawet 15%, a samej energii elektrycznej, gł. w segmencie blach, aż 10%. W przypadku huty w Bukowni energia może stanowić nawet 50-60% kosztów (631 GWh). Wskazujemy, że po wyłączeniu pomp odwadniających likwidowaną kopalnię Olkusz-Pomorzany zużycie energii spadnie o ok. 100 GWh amortyzując nieco wzrost cen energii w latach 2022-2023P. Dużym konsumentem energii jest też wydział blach (160 GWh), gdzie energia stanowi 30-40% kosztów.

W prognozach zakładamy wysokie ceny e.e. 800-700 PLN/MWh do 2025/2026 roku po czym spodziewamy się spadku do 500 PLN/MWh w związku ze wzrostem generacji OZE. Wzrost kosztów CO₂ ma negatywny wpływ na rentowność HCM, który opiera produkcję na starszej technologii ISP.

▪ Ryzyko kolejnych roszczeń odszkodowawczych po likwidacji kopalni Olkusz Pomorzany

Łączne ryzyka likwidacji kopalni Olkusz-Pomorzany zostały skwantyfikowane już w momencie nabycia podmiotu w 2013 roku na ok. 296 mln PLN (142 mln PLN likwidacja kopalni, 154 mln PLN rezerwy na szkody górnicze i ryzyka nieodzyskania środków z Gradir oraz sprawy sądowej z wodociągami w Olkuszu na 64 mln PLN), z czego szacujemy, że ok. 100 mln PLN zostało wydane do końca 2021 roku. Istnieje jednak ryzyko roszczeń odszkodowawczych i niewystarczających poziomów rezerw.

Ruchy na rezerwach w 4Q'21 (odpis udziałów w Gradir 30 mln PLN i pożyczek -17 mln PLN) to efekt zastrzeżeń biegłego, że rezerwy te nie powinny być tworzone w SSF a na bilansach jednostek zależnych (ZGH). Nie miały one wpływu na skonsolidowany wynik i nie będą miały wpływu do obrezerwowanej kwoty 296 mln PLN (tylko wypływ gotówki);

▪ Ryzyko zaangażowania się w nowe projekty górnicze

Po ogłoszeniu decyzji o likwidacji kopalni Olkusz-Pomorzany spółka odstąpiła od koncepcji realizacji projektu górniczego „Laski 1” z wykorzystaniem istniejącej podziemnej infrastruktury tej kopalni. Spółce przysługuje pierwszeństwo do uzyskania prawa użytkowania górniczego do 2022 roku. Zarząd podtrzymuje stanowisko, że ostateczna decyzja odnośnie do rozpoczęcia realizacji inwestycji na złożu „Laski 1” zostanie podjęta po szczegółowej analizie opłacalności tego przedsięwzięcia.

Spółka (ZGH) historycznie (już od 2008 roku) wyrażała zainteresowanie zagospodarowaniem złóż cynku w okolicach Zawiercia. Ostatecznie MKiŚ w 2010 roku wydało koncesję na poszukiwanie złoża irlandzkiej spółce Rathdowney (część kanadyjskiego koncernu Hunter Dickinson). Niemniej resort w 2020 roku wstrzymał decyzję o przedłużeniu jednej koncesji, by rok później ją wydłużyć. W obliczu wyraźnych protestów społecznych (stowarzyszenie „Nie dla kopalni cynku i ołowiu”) realizacja projektu wydaje się mało prawdopodobna, choć rekordowe ceny cynku mogą z powrotem przywrócić dyskusję na ten temat.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,2.

Główne zmiany w modelu (szczegóły zostały przedstawione na ostatnich stronach raportu):

▪ Segment cynku

Spodziewamy się systematycznego wzrostu wolumenów sprzedaży cynku i lepszej użycia nowej Hali Wanien w związku z rozwojem recyklingu. W przypadku cen przyjmujemy aktualne krzywe terminowe dla cynku, ołowiu i srebra, co dla cynku oznacza systematyczny spadek z rekordowych poziomów 4300 USD/t do 3600 USD/t na koniec 2023 roku i 2700 USD/t długoterminowo. Prognozy te są wyższe niż projekcje australijskiego Departamentu Przemysłu (<3000 USD/t już w 2Q'23). Uważamy, że wysokie ceny energii będą wspierać ceny cynku. W przypadku TC oczekujemy wzrostu do 230 USD/t w 2022 roku (ze 159 USD/t), 200 USD/t w latach 2023-2025 i 250 USD/t długoterminowo. Przyjmujemy, że premia regionalna spadnie do historycznego średniego poziomu 100 USD/t już w 2023 roku z ponad 400 USD/t obecnie. Hedging cynku będzie miał negatywny wpływ na wyniki 2021-2022, ale pozytywny w latach 2023-2026 na spadkowej krzywej metalu. Rentowność EBITDA na długim terminie na poziomie 18% vs 20% historycznie.

▪ Segment blach elektrotechnicznych

Oczekujemy systematycznego wzrostu wykorzystania zdolności produkcyjnych w segmencie blach i utrzymania udziału blach HiB na stałym poziomie ok. 20% ogółu, co jest założeniem konserwatywnym (w Bochni udział HiB może być na poziomie nawet 60%, ale obniży to nominalne zdolności produkcyjne). W przypadku cen spodziewamy się utrzymania wysokich poziomów z końca 4Q'21 ok. 2625 EUR/t i spadku w kolejnych latach do 2100 EUR/t (2023) i docelowo 1700 EUR/t (od 2025). Tym samym marża spadnie z rekordowego poziomu ponad 7000 PLN/t do średniej długoterminowej 4400 PLN/t. Rentowność EBITDA w długim terminie 18% vs 17% historycznie (23,5% w 2021).

▪ Segment profili

W segmencie profili oczekujemy znacznej poprawy wyników w 1H'22 w związku z 50-60% wzrostem cen stali po wybuchu wojny na Ukrainie. Efekt FIFO odwróci się w związku ze spadkami cen stali z ok. 1400-1500 EUR/t do ok. 900 EUR/t długoterminowo (od 2024 roku), co może wygenerować stratę w 2023-2024 roku po rekordowo wysokich wynikach segmentu w 2021-2022. Przyjmujemy niskie wykorzystanie zdolności produkcyjnych i docelową średnią rentowność na poziomie 6% EBITDA.

▪ Koszty surowców

Przyjmujemy, że ceny blach HRC utrzymają się na wysokich poziomach w 2-3Q'22 (1400-1500 EUR/t) i rozpoczną spadki od 4Q'22 w związku z normalizacją na rynku surowców (wychodzimy od strony kosztowej i historycznej marży dla producentów BOF- prognozy dla rudy żelaza/węgla koksującego zaczerpnęliśmy z najnowszego opracowania australijskiego Departamentu Przemysłu datowanego na marzec'22). Tym samym ceny stali nie powinny spaść istotnie poniżej 1000 EUR/t (przyjmujemy ok. 900 EUR/t od 2024 roku). Naszym zdaniem z uwagi na znacznie wyższą presję kosztową i deficyt stali ceny nie wrócą do historycznych poziomów 400-500 EUR/t.

W przypadku kosztów energii oczekujemy utrzymania wysokich cen ok. 800 PLN/MWh do 2024 i spadku do 500 PLN/MWh od 2026 roku w związku ze wzrostem udziału źródeł o zerowym koszcie zmiennym w miksie energetycznym.

Dla koksu kluczową zmienną prognostyczną są ceny węgla koksującego powiększone o historyczną marżę. Tym samym ceny koksu powinny spaść w 2023 roku z ok. 600 USD/t obecnie do 250 USD/t. Prognozy dla cen węgla koksującego zaczerpnęliśmy z australijskiego Departamentu Przemysłu.

Notowania gazu ziemnego opieramy o aktualną krzywą terminową, co oznacza utrzymanie wysokich cen >100 EUR/MWh do końca 2022 roku i nieznaczny spadek w 2023 roku (ok. 80 EUR/MWh). W kolejnych latach spodziewany jest spadek cen, ale poziom sprzed wybuchu kryzysu energetycznego (20-30 EUR/MWh) osiągniemy dopiero po 2027 roku.

W przypadku cen CO2 przyjmujemy bieżące poziomy notowań ok. 80 EUR/t. Roczny deficyt uprawnień to ok. 200 tys. ton (80 mln PLN kosztów). Po 2025 roku (ETSV) może się on zwiększyć. Nie zakładamy przy tym wejścia w życie podatku granicznego (CBAM), czego spółka byłaby beneficjentem (ograniczenie importu i wzrost cen na rynku unijnym). Częściowo koszty będzie rekompensować kontynuacja wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych. W 2021 roku spółka rozliczyła ok. 24 mln PLN wsparcia, a w 2022 może być to ponad 50 mln PLN (docelowo nawet 80 mln PLN).

- **Likwidacja kopalni**

W przypadku likwidacji kopalni Olkusz-Pomorzany uwzględniamy w wycenie 296 mln PLN wydatków gotówkowych na likwidację/rekultywację (100 mln PLN w długi netto 2021 i 196 mln PLN wydatków w latach 2022-2023), co na ten moment zabezpiecza wszystkie ryzyka spółki. W związku z utworzeniem rezerw, koszty likwidacji kopalni nie mają wpływu na wyniki spółki. Jeśli chodzi o wypływ gotówki to uwzględniamy go w cash flow (pozostałe korekty) w latach 2021-2023. Szacujemy, że do końca 2021 roku spółka wydatkowała ok. 100 mln PLN na likwidację kopalni. Reszta, 196 mln PLN zmniejsza nam poziom gotówki netto w latach 2022-2023.

- **CAPEX**

Spółka jest po dużym programie inwestycyjnym w segmencie cynku w latach 2016-2020. Oczekujemy, że w długim terminie wydatki będą zbliżone do amortyzacji (160-180 mln PLN rocznie). W latach 2023-2024 uwzględniamy podwyższony CAPEX ok. 250 mln PLN rocznie w związku z potencjalnymi inwestycjami w energetykę (źródło ciepła w ZGH i projekty OZE, ryzykiem potencjalne projekty górnicze).

- **Dywidenda**

Spółka historycznie wypłacała ok. 10% zysku netto w postaci dywidendy. Zakładamy, że tak będzie również w 2022 roku, co oznacza DPS w wysokości 8,8 PLN/akcję (2,5% DY). Spółka ma potencjał na wypłatę znacznie większych dywidend.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 19%;
- Do obliczeń przyjęliśmy 5 580,267 tys. akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCFE przyjmujemy na poziomie 0%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 13 kwietnia 2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 455 PLN.

Model DCF

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	4 674,1	7 096,2	6 698,7	6 130,3	5 524,2	5 359,6	5 405,0	5 421,6	5 438,1	5 454,5	5 470,9
EBIT [mln PLN]	608,2	590,2	356,6	263,7	340,9	369,8	411,9	401,1	390,0	378,7	367,0
Stopa podatkowa	15,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	93,1	112,1	67,8	50,1	64,8	70,3	78,3	76,2	74,1	71,9	69,7
NOPLAT [mln PLN]	515,2	478,0	288,8	213,6	276,1	299,5	333,7	324,9	315,9	306,7	297,2
Amortyzacja [mln PLN]	177,0	179,7	189,7	195,0	197,3	197,2	197,2	197,2	197,2	197,2	197,2
CAPEX [mln PLN]	-134,7	-160,0	-250,0	-250,0	-195,0	-197,3	-197,2	-197,2	-197,2	-197,2	-197,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-289,0	-452,2	126,2	146,5	137,1	35,7	-16,2	-3,6	-3,6	-3,5	-3,5
FCF [mln PLN]	268,5	45,6	354,8	305,0	415,6	335,2	317,5	321,3	312,4	303,2	293,8
DFCF [mln PLN]	-	41,9	290,4	222,1	269,2	193,1	162,7	146,4	126,5	109,1	94,0
Suma DFCF [mln PLN]		1 655,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 350,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		751,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 407,1									
Dług (gotówka) netto* [mln PLN]		-357,3									
Pozostałe koszty zamknięcia kopalni**		-196,1									
Udziały mniejszości (gł. ZGH)		-108,4									
Papiery wartościowe (20% dyskonta)***		76,9									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]		2 536,8									
Ilość akcji [tys.]		5,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		455									

Przychody zmiana r/r	51,8%	-5,6%	-8,5%	-9,9%	-3,0%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-3,0%	-39,6%	-26,0%	29,3%	8,5%	11,4%	-2,6%	-2,8%	-2,9%	-3,1%	-3,1%
FCF zmiana r/r	-83,0%	678,8%	-14,0%	36,2%	-19,4%	-5,3%	1,2%	-2,8%	-2,9%	-3,1%	-3,1%
Marża EBITDA	10,8%	8,2%	7,5%	9,7%	10,6%	11,3%	11,0%	10,8%	10,6%	10,3%	10,3%
Marża EBIT	8,3%	5,3%	4,3%	6,2%	6,9%	7,6%	7,4%	7,2%	6,9%	6,7%	6,7%
Marża NOPLAT	6,7%	4,3%	3,5%	5,0%	5,6%	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%	5,4%	5,4%
CAPEX / Przychody	2,3%	3,7%	4,1%	3,5%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	89,0%	131,8%	128,2%	98,8%	100,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	6,4%	-1,9%	-2,4%	-2,5%	-0,7%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,7%	31,8%	25,8%	22,6%	21,7%	35,6%	21,6%	21,5%	21,5%	21,4%	21,4%

Źródło: BDM S.A. * gotówka netto z 2021 roku (357,3 mln PLN), **- likwidacja Olkusz-Pomorzański (w cash flow „pozostałe korekty”), ***- fundusze obligacji korporacyjnych 62 mln PLN + fundusze obligacji skarbowych 34 mln PLN.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	97,3%	97,7%	98,1%	98,5%	98,9%	99,3%	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Udział kapitału obcego	2,7%	2,3%	1,9%	1,5%	1,1%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,3%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,9	472	484	497	513	533	556	586	624	674
	1,0	455	466	478	492	509	530	555	587	629
	1,1	440	449	460	473	487	505	527	555	590
	1,2	425	434	443	455	468	483	502	526	556
	1,3	412	419	428	438	450	463	480	500	526
	1,4	399	406	414	423	433	445	460	477	499
	1,5	387	393	400	408	418	428	441	457	475

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	505	519	536	557	582	613	652	705	778
	4,0%	462	473	485	500	518	540	567	601	646
	5,0%	425	434	443	455	468	483	502	526	556
	6,0%	394	401	408	417	427	438	452	469	489
	7,0%	367	372	378	385	392	401	411	424	438
	8,0%	343	348	352	358	363	370	378	387	398
	9,0%	323	326	330	334	339	344	350	357	365

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
	3%	628	609	590	573	557	541	527	513	500
	4%	579	557	537	518	500	484	469	455	441
	5%	537	513	492	473	455	438	423	408	395
	6%	500	476	455	435	417	400	385	371	358
	7%	469	444	423	403	385	368	353	340	327
	8%	441	417	395	375	358	341	327	313	301
	9%	417	392	371	351	334	318	304	291	279

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2022-2023 do wybranych zagranicznych i polskich spółek działających w obszarze produkcji wyrobów stalowych lub cynku. Podzieliliśmy ją na 4 zasadnicze grupy: zintegrowani producenci stali mający w ofercie m.in. blachy elektrotechniczne (Stalprodukt to jedyna spółka w branży bez całego procesu produkcyjnego), kopalnie i huty cynku, recyklerzy metali oraz krajowe spółki stalowe.

Wycena porównawcza jest średnią wycen dla zagranicznych i polskich podmiotów z branży chemicznej. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 40% z uwagi trudności w doborze spółek porównywalnych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 12 kwietnia 2022 roku.

Porównując wyniki Stalprodukt ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,6 mld PLN, co odpowiada 470 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 351,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) Stalprodukt handlowany jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów i krajowych spółek notowanych na GPW.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Zintegrowani producenci stali									
THYSSENKRUPP AG	4,3	5,7	6,1	0,1	-	0,0	0,1	-	0,0
VOESTALPINE AG	4,6	5,3	7,2	3,2	3,0	3,5	5,1	5,0	6,7
SALZGITTER AG	4,1	7,5	8,1	2,5	3,6	3,9	3,5	6,1	6,7
ARCELORMITTAL	2,7	5,0	6,3	1,6	2,4	2,7	2,0	3,4	4,0
SSAB AB-A SHARES	4,5	9,9	12,1	2,6	4,6	4,8	3,2	6,3	7,1
VALLOUREC SA	18,3	10,5	12,1	6,2	4,9	5,3	9,8	7,0	7,7
UNITED STATES STEEL CORP	3,1	8,9	10,6	1,9	3,4	2,5	2,2	5,2	6,8
CLEVELAND-CLIFFS INC	5,1	8,1	10,4	3,5	4,3	4,5	4,3	5,6	6,3
POSCO HOLDINGS INC	5,1	5,2	4,6	2,6	2,4	2,2	3,9	3,7	3,3
TATA STEEL LTD	4,4	7,0	7,1	3,5	4,6	4,4	4,0	5,6	5,6
NIPPON STEEL CORP	3,7	5,7	6,1	4,2	5,5	5,5	5,7	8,5	9,0
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	5,9	5,7	2,6	2,8	2,5	-	4,4	3,9	-
Kopalnie/huty cynku									
GLENCORE PLC	4,4	6,6	8,5	2,9	3,7	4,1	4,1	5,9	7,4
RIO TINTO PLC	5,6	7,7	9,2	3,0	3,8	4,3	3,6	5,0	6,0
NEWMONT CORP	25,8	25,8	24,8	10,2	9,7	9,6	16,5	13,2	13,2
BOLIDEN AB	10,6	12,8	13,7	5,9	6,7	7,0	8,1	9,9	10,8
HINDUSTAN ZINC LTD	14,1	13,4	13,4	7,8	7,5	7,5	9,0	8,2	8,2
ZIJIN MINING GROUP CO LTD-H	15,4	14,8	13,4	8,6	7,9	7,2	10,4	9,6	9,0
NYRSTAR NV	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KOREA ZINC CO LTD	13,6	13,7	13,3	6,9	6,7	6,1	8,8	8,8	7,9
Recyklerzy metali									
BEFESA SA	19,7	18,3	18,1	12,0	11,0	10,5	15,1	13,5	13,0
UMICORE	17,4	18,7	18,3	9,3	9,6	9,5	12,9	13,9	13,9
JOHNSON MATTHEY PLC	8,8	8,6	7,9	6,0	5,8	5,3	8,2	8,2	7,3
SCHNITZER STEEL INDS INC-A	6,5	7,1	6,5	4,3	3,9	-	5,3	5,0	-
AURUBIS AG	13,6	15,9	15,4	6,0	7,4	7,4	8,2	11,3	11,1
Krajowe spółki stalowe									
COGNOR SA	4,1	6,8	9,9	3,2	4,9	-	3,8	6,6	-
STALPROFIL SA	4,6	-	-	3,7	-	-	4,6	-	-
BOWIM SA	1,9	-	-	1,1	-	-	1,2	-	-
MEDIANA	5,1	8,1	9,9	3,5	4,7	5,1	4,6	6,4	7,4
STALPRODUKT	4,3	7,5	10,3	2,2	2,8	2,9	2,8	4,3	5,0
Premia/dyskonto do spółki	-16,2%	-7,2%	4,1%	-38,2%	-40,7%	-43,5%	-37,6%	-33,4%	-32,6%
Wycena wg wskaźnika	419	379	338	537	540	532	532	489	465
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		379			536			496	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	470								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 12.04.2022

O SPÓŁCE

Historia Stalprodukt sięga 1991 roku. Spółka powstała w procesie prywatyzacji Huty Sendzimira (obecnie oddział ArcelorMittal), w Bochni a na runku głównym GPW notowana jest od sierpnia 1997 roku z najwyższym kursem giełdowym 1480 PLN/akcję w 2007 roku.

Od samego początku istnienia spółka zajmuje się produkcją blach transformatorowych dla sektora energetycznego. Od 1997 roku jest także znaczącym producentem kształtowników zimnogiętych, konstrukcji stalowych, barier drogowych, a także zajmuje się handlem produktami stalowymi. Ważnym elementem rozwoju Stalproduktu były również akwizycje (w 2005 roku ELBUD czyli stalowe konstrukcje elektroenergetyczne, w 2008 roku Cynk-Mal). W 2012 roku spółka dokonała przełomowego zakupu 86,92% (obecnie 94,93%) ZGH „Bolesław” w Bukowni czyli kopalni i 2 hut cynku od MSP (segment cynku stał się największym obszarem biznesowym grupy), a w 2017 roku 100% akcji GO Steel Frydek Mistek od ArcelorMittal, co zwiększyło pozycję konkurencyjną w segmencie blach.

Obecnie spółkę kontroluje prezes zarządu p. Piotr Janeczek (pośrednio/bezpośrednio ponad 50% głosów). Ponad 8,7% głosów (19,1% akcji) posiada ArcelorMittal, który w 2004 roku przejął od MSP 60% udziałów należących do Polskich Hut Stali.

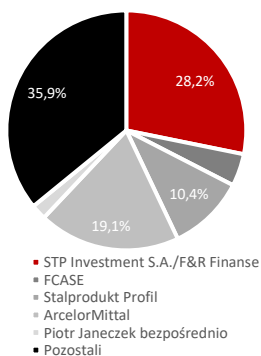
Stalprodukt wraz z 9 jednostkami zależnymi, tworzy Grupę Kapitałową. Stalprodukt posiada 100 % udziałów w spółkach zależnych, z wyjątkiem Zakładów Górniczo-Hutniczych „Bolesław” S.A., w której posiada 94,93 % akcji.

Struktura grupy kapitałowej Stalprodukt

segment	podmioty	przedmiot działalności
Blach Elektrotechnicznych	Stalprodukt SA	produkcja blach transformatorowych zwykłych i HIB (łącznie max 100 tys. ton), rdzenie toroidalne
	GO Steel Frydek Mistek	produkcja blach transformatorowych zwykłych (max. 50 tys. ton)
Profilu Giętych	Stalprodukt SA	produkcja kształtowników zimnogiętych, ochronnych barier drogowych, rdzeni toroidalnych, blach gorąco- i zimnowalcowanych w arkuszach i taśmach
Cynku	GK ZGH Bolesław (94,93% kapitału)	Kopalnia (ruda i koncentraty cynku do 2021 roku) i huta cynku Bukowno (cynk elektrolityczny, stopy cynku i kwas siarkowy)
	Huta Cynku "Miasteczko Śląskie" (91,09%)	huta cynku: produkcja i sprzedaż cynku, ołowiu i stopów tych metali, kwasu siarkowego, kadmu metalicznego, metalu Dore'a
	Boltech	produkcja kruszyw dolomitowych, wyrobów elastomerowych i wyrobów cynkowych
	Gradir Montenegro (99,47%)	usługi przewozowe na rynku krajowym i międzynarodowym
	Agencja ochrony "Karo"	rudy cynkowo ołowiane i produkcja koncentratu
Handel	PRD Olkusz	ochrona mienia i osób
	Stalprodukt Centrostal Kraków	budowa i remonty dróg (sp. zależna Boltech)
Pozostałe	Stalprodukt Zamość	dystybutor szerokiej gamy wyrobów hutniczych. Od 1997 roku w GK Stalprodukt w 2004 roku uruchomiono produkcję drzwi stalowych, w 2010 roku do oferty dołączono bramy garażowe, a w 2012 roku – konstrukcje aluminiowe.
	GO Steel Frydek Mistek	blachy zimnowalcowane
	Stalprodukt-Wamech	produkcja i regeneracja części zamiennych, instalacje, remonty, konserwacja maszyn
	STP Elbud, Stalprodukt-Wamech	produkcja konstrukcji stalowych
	STP Elbud, Cynk-Mal	usługi cynkowania, odgromowe bednarki i druty ocynkowane
	Stalprodukt Wamech	budowa, utrzymanie dróg i autostrad
	Stalprodukt Ochrona	ochrona mienia i osób
	Anew Institute	projektowanie urządzeń zw z wykorzystaniem OZE

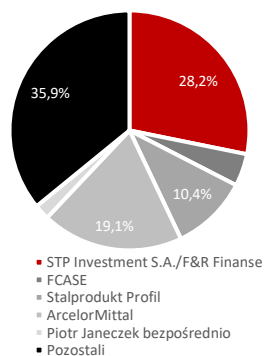
Źródło: BDM, spółka

Struktura akcjonariatu- akcje [%]



Źródło: BDM, spółka

Struktura akcjonariatu- głosy [%]

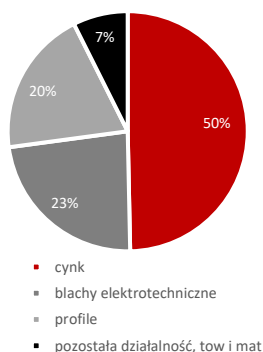


Źródło: BDM, spółka

Przychody

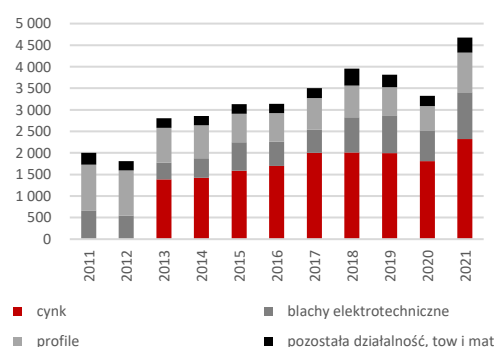
GK Stalprodukt 40-50% sprzedaży realizuje w segmencie cynku. Sam metal stanowi ok. 26% sprzedaży a stopy cynku ok. 20%. Udział pozostałych produktów powstających w procesie produkcji cynku (otów, galena, metal Dore'a) nie przekracza 3%. Drugim najważniejszym segmentem pod względem przychodów (ponad 20%) jest obszar blach transformatorowych do sektora energetycznego. Ponad 90% blach kierowane jest na eksport i tu niezwykle ważny jest kurs EUR/PLN. Segment profili (gł. kształtowniki zimnogięte 13% sprzedaży ogółem) to ok. 20% sprzedaży spółki.

Struktura segmentowa sprzedaży 2021 [%]



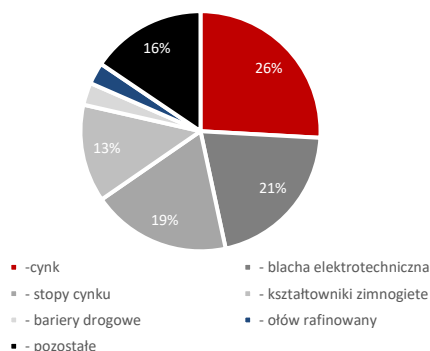
Źródło: BDM, spółka

Struktura segmentowa sprzedaży 2011-2021 [mln PLN]



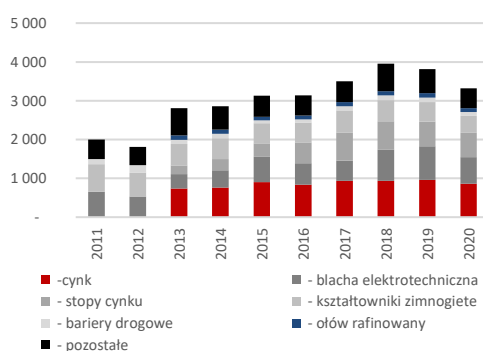
Źródło: BDM, spółka

Szczegółowa struktura sprzedaży 2020 [%]



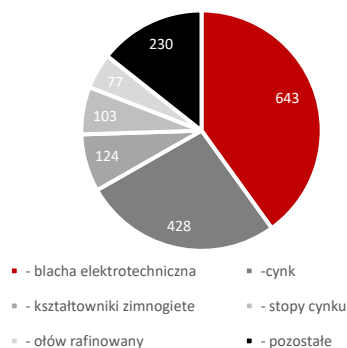
Źródło: BDM, spółka

Szczegółowa struktura sprzedaży 2011-2020 [mln PLN]



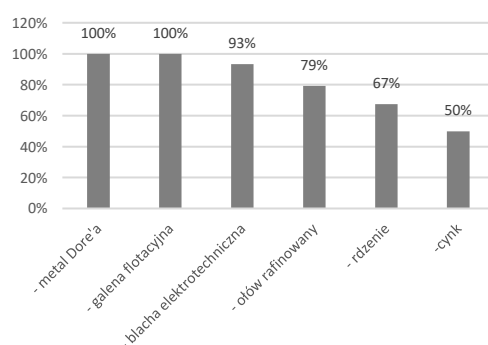
Źródło: BDM, spółka

Wartość eksportu poszczególnych produktów w 2020 [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

Produkty spółki z największym udziałem eksportu w 2020 [%]



Źródło: BDM, spółka

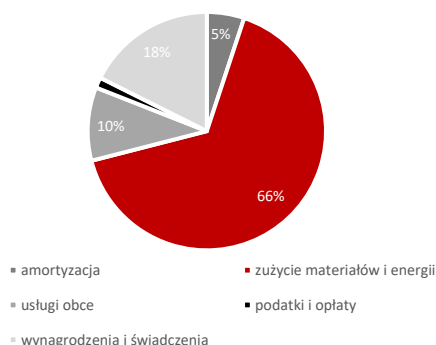
Koszty

W strukturze kosztów rodzajowych blisko 70% to koszty zużycia materiałów i energii, z czego szacujemy, że koszty podstawowych mediów (energia, gaz, koks/węgiel, CO₂) stanowiły ok. 16% ogółu z czego sama energia elektryczna 9%. W kosztach huty w Bukownie (ZGH) energia może nawet stanowić 50-60% kosztów. ZGH w 2020 roku zużyło 631 GWh energii elektrycznej. Wskazujemy, że po wyłączeniu pomp odwadniających likwidowaną kopalnię Olkusz-Pomorzany zużycie energii spadnie o ok. 100 GWh amortyzując nieco wzrost cen energii w latach 2022-2023P. Dużym konsumentem energii jest też wydział blach transformatorowych (160 GWh), choć w tym przypadku szczególnie bolesny w 2021-2022 roku był 5-krotny wzrost cen gazu ziemnego (160 GWh gazu). Najbardziej jednak gaz obciąża produkcję w HCM (aż 330 GWh gazu), gdzie jest obok koncentratów i koksu kluczowym surowcem.

Koszty wynagrodzeń to drugi największy koszt w spółce (18% ogółu). Na koniec 2020 roku GK Stalprodukt zatrudniała 6,3 tys. osób z czego 3,4 tys. w ZGH Bolesław (Bukowno i Miasteczko-Śląskie) a 1,4 tys. w Bochni. Zwracamy uwagę, że w zlikwidowanej kopalni Olkusz-Pomorzany z końcem 2020 roku pracowało ok. 1000 os. Przeciętne wynagrodzenie w 2020 roku wynosiło ok. 7,6 tys. PLN brutto/msc.

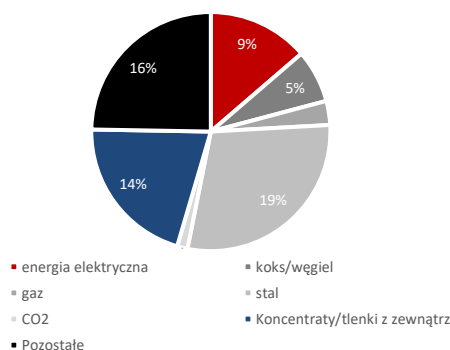
Proces produkcji cynku ISP w Miasteczku-Śląskim jest niezwykle emisyjny. Modelowa emisja CO₂ to ponad 4,3t CO₂/t cynku vs 1,4t CO₂/t w procesie RLE (taki jak w Bukownie). Średnia emisja GK Stalprodukt wynosiła w 2020 roku 3,7t CO₂/t cynku. Spółka wyemitowała blisko 600 tys. ton CO₂. Szacujemy, że na rynku zakupić musi ok. 200 tys. ton, a ponad 60% uprawnień dostaje darmowych w ramach ETSIV (po 2025 roku zakładamy spadek do 30-50%).

Struktura kosztów rodzajowych 2020 [%]



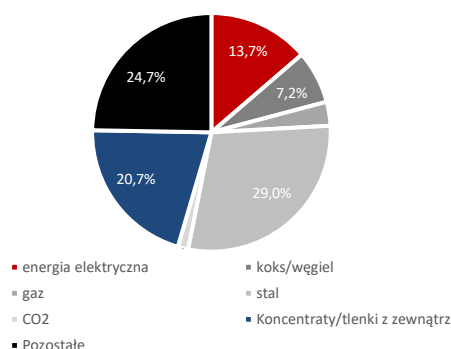
Źródło: BDM, spółka

Udział kluczowych surowców w kosztach ogółem 2020 [%]



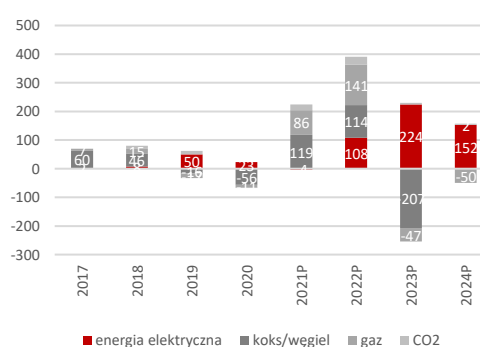
Źródło: BDM, spółka. Szacunki własne

Udział kluczowych surowców w kosztach mat. i energii 2020 [%]



Źródło: BDM, spółka. Szacunki własne

Zmiana kosztów mediów w latach 2017-2024P [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka. Szacunki własne.

Inwestycje i M&A

W ostatnich 15 latach (2006-2021) spółka wydała na inwestycje i przejęcia łącznie 3,3 mld PLN czyli ok. 222 mln PLN średniorocznie. Inwestycje w majątek trwały wyniosły w tym czasie 2,6 mld PLN (173 mln PLN średniorocznie) w tym rozwojowe 1,4 mld PLN (odtworzeniowe 1,2 mld PLN czyli poniżej amortyzacji 1,6 mld PLN w tym czasie). Na przejęcia spółka wydała co najmniej 740 mln PLN (zakup ZGH i GO Steel) w tym prawie 270 mln PLN na skup akcji własnych po 250 PLN/akcję w 2015 roku.

Dwa duże okresy inwestycji w spółce miały miejsce w latach 2006-2009 i związane były m.in. z rozbudową zdolności produkcyjnych blach transformatorowych w Bochni z 40 tys. ton do 100 tys. ton i rozwojem biznesu w segmencie profili. II znaczącym program inwestycyjny dotyczył zapewnienia nowych źródeł wsadu w segmencie cynku w latach 2016-2020 i został zakończony inwestycją w nową halę Wanien za blisko 300 mln PLN. Obecnie spółka jest po programie inwestycyjnym i nakłady w 2021-2022 powinny być relatywnie niskie. Możliwe dodatkowe inwestycje w nowe źródła ciepła (inwestycje w kocioł gazowy niepewne po wybuchu wojny na Ukrainie) i projekty OZE (wiatr po zniesieniu 10H, projekty PV) na rekultywowanym terenie po kopalni Olkusz-Pomorzany.

Zadanie	koniec	CAPEX MPLN	Uwagi
modernizacja linii odweglania w s. blach transformatorowych	2002		uzyskanie najwyższej technologii produkcji blach transformatorowych dzięki temu 80% wytwarzanych kształtowników sprzedawanych przez własną sieć dystrybucyjną
II etap rozbudowy sieci dystrybucji w s. profili	2005		wzrost zdolności blach transformatorowych z 40 tys. ton do 58 tys. ton
blachy (wzrost mocy I etap)	3Q'06	65,0	5 linii do produkcji kształtowników+ bariery drogowe+ centrum serwisowe blach
segment profili	2007-2010	300,0	wzrost zdolności blach transformatorowych z 58 tys. do 100 tys. ton
blachy (wzrost mocy II etap)	1Q'10	230,0	m.in.. wytwórnia azotu i wodoru + laserowa obróbka blach
blachy (inwestycje towarzyszące)	1Q'10	140,0	wzrost zdolności profili: kształtowniki z 260 do 400 tys. ton, bariery drogowe z 16 do 30 tys. ton, centra serwisowe blach 250 tys. ton
profile	1Q'10	220,0	od MSP kopalnia Olkusz-Pomorzany i 2 huty cynku: w Bukownie (ZGH) i Miasteczku-Sląskim (HCM)
Kupno 86,92% ZGH	4Q'12	291,2	modernizacja walcarki typu Sendzimir, linii wyżarzania i wytrawiania, linii odweglania czy rozbudowa azotowni.
Blachy (wdrożenie HiB)	2Q'14		skup (1,075 mln akcji) w celu umorzenia (1,1447 mln akcji)
Skup akcji własnych po 250 PLN/akcję	4Q'15	268,8	trzy dodatkowe kolumny redestylacyjne, poprawa jakości cynku w HCM, pożyczka z NFOŚiGW
Rozbudowa instalacji odzysku cynku HCM	4Q'16	37,0	wzrost zdolności blach transformatorowych ze 100 tys. do 150 tys. ton
Kupno GO Steel Frydek Mistek	4Q'17	180,0	2 mln ton odpadów, 20 tys. koncentratów, 15% wsadu do produkcji przez 15 lat
Budowa zakładu przerobu odpadów poftotacyjnych	4Q'16	58,0	dzięki realizacji wielu nowych projektów drogowych, znacząco rośnie sprzedaż produkowanych przez Stalprodukt barier ochronnych.
2 nowe linie do produkcji kształtowników precyzyjnych			wydłużenie wydobycia z 2017 do 2020/2021
Udostępnienie złoża Klucze I	2017	25,0	6 jednostek, 200 tys. ton pyłu stalowniczego rocznie, proces Waelz'a
Rozbudowa instalacji odzysku cynku z pyłów stalownicznych	4Q'19		moce produkcyjne huty w Bukownie wzrosną z 80 tys. ton do 100 tys., umożliwi wsad tlenkowy (z recyklingu) do 50% (10% to standard rynkowy w elektrolizie cynku)
Nowa hala wanien	4Q'20	295,0	
Hotel ul. Kopernika Kraków	2Q'22		

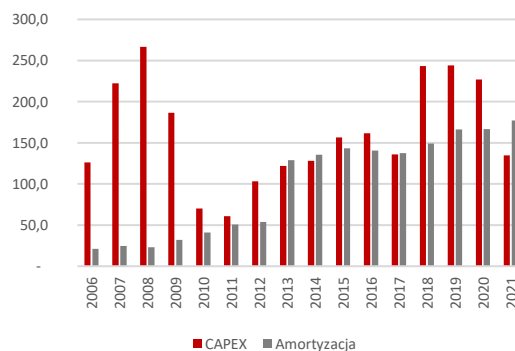
Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

CAPEX i M&A w ostatnich 15 latach*

	mln PLN	mln PLN/rok
CAPEX 2006-2021	2 589,0	173
rozwojowe	1 370,0	91
odtworzeniowe	1 219,1	81
amortyzacja	1 591,3	106
% amortyzacji	163%	
% sprzedaży	6,0%	
M&A	740,0	49
RAZEM	3 329,0	222

Źródło: BDM, spółka., szacunki własne. * 2006-2021.

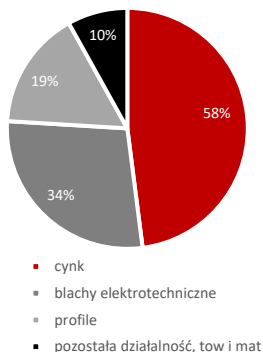
CAPEX i amortyzacja 2006-2021 [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka.

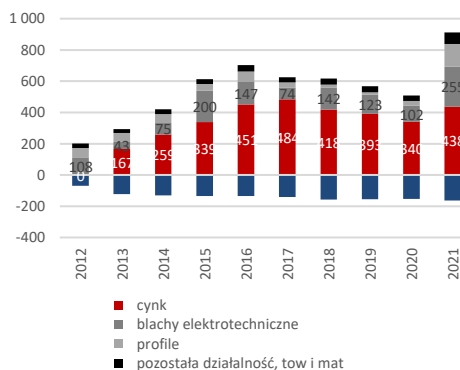
GK Stalprodukt wyróżnia 4 segmenty operacyjne: segment cynku, segment blach elektrotechnicznych, segment profili i pozostałe.

Udział segmentu cynku w EBITDA 2021 rok [%]



Źródło: BDM, spółka.

Historyczny split EBITDA w podziale na segmenty [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka. Szacunki własne

Segment cynku

Segment cynku to największy obszar biznesowy GK Stalprodukt. Stanowi ponad 50% sprzedaży i 60-90% EBITDA spółki. Segment cynku tworzą spółki skupione wokół GK ZGH Bolesław przejętej w 2012 roku.

Cynk i stopy cynku, a także produkty towarzyszące mają zastosowanie w wielu obszarach przemysłu. Jednym z najistotniejszych jest wykorzystanie do ochrony wyrobów stalowych przed korozją (nawet 75% zużycia), do wykonywania ciśnieniowych odlewów, a także do produkcji elementów armatury z mosiądzu oraz elementów dla przemysłu meblarskiego. Potencjalnym zastosowaniem jest również wypieranie drogich baterii litowo-jonowych przez tańsze niklowo-cynkowe czy cynkowo-powietrzne. Z kolei ponad 80% ołowiu zużywane jest w produkcji akumulatorów kwasowo ołowiowych.

Stalprodukt posiada 2 huty cynku. Ich udział w światowej produkcji cynku na 2021 rok wynosił ok. 1,3%, a w europejskiej ok. 7%. Dodatkowo huta HCM produkuje ołów (wolumen zależny od zawartości ołowiu w koncentratkach).

Grupa ZGH Bolesław posiada 4 technologie produkcji cynku, które pozwalają na przerób różnych wsadów: siarczkowych, tlenkowych jak i złomów. W ZGH (huta w Bukownie) to technologia elektrolizy cynku (RLE czyli Prażenie, ługowanie, Elektroliza), proces Waelz'a oraz flotacja, a w zależnym HCM (huta cynku Miasteczko-Śląskie) jedyny w Europie proces ISP (metoda pirometalurgiczna).

Hutę ZGH „Bolesław” S.A. w Bukownie tworzą aktualnie dwa podstawowe Działy produkcyjne: Prażalnia i Fabryka Kwasu Siarkowego (FKS) oraz Elektroliza Cynku (EC). W skład Elektrolizy Cynku wchodzi Oddział ługowni blendowej i tlenkowej, Oddział Hali Wanien oraz Odlewnia cynku i stopów cynku. Osobnym Działem jest Dział Odzysku odpadów i produkcji tlenku cynku, który ma zapewniać nawet do 50% wsadu po zaprzestaniu wydobycia z kopalni Olkusz-Pomorzany z końcem 2020 roku.

Niewątpliwie najważniejszym i najtrudniejszym wyzwaniem ostatnich lat było pozyskanie bazy surowcowej dla części hutniczej w obliczu zakończenia z końcem 2020 roku wydobycia w ostatniej czynnej kopalni rudy cynku i ołowiu w Polsce – kopalni „Olkusz-Pomorzany”. Stąd też od paru lat ZGH „Bolesław” realizowały strategię ciągłego unowocześniania stosowanych technologii i procesów produkcyjnych w celu pozyskiwania alternatywnych wsadów dla huty. Równolegle realizowany był szeroki program inwestycyjny służący obniżeniu kosztów produkcji cynku. Powstał więc pierwszy na świecie zakład przerobu odpadów poflotacyjnych (2017). Zwiększono również produkcję tlenków w procesie Waelz'a (+nowa Hala Tlenków), czego zwieńczeniem była nowa Hala Wanien oddana z końcem 2020 roku umożliwiającą pionierskie 50% wykorzystanie surowców z recyklingu (dotychczas 30%) na zwiększonej produkcji do 100 tys. ton cynku. Docelowo planuje się produkować 125 tys. ton cynku. Huta w Bukownie będzie stopniowo dochodzić do zwiększonych zdolności produkcyjnych w okresie następnych 2-4 lat, stosownie do potrzeb rynkowych. Konieczna będzie przy tym modernizacja pozostałej części hutniczej Spółki ZGH.

Huta cynku Miasteczko-Śląskie oferuje szeroki zakres wyrobów dla przemysłu jak Cynk Z1/Z5, stopy cynkownicze, Ołów, Kadm, Metal Dore'a (srebro) czy kwas siarkowy. 100% surowców jest kupowane w postaci koncentratów cynkowo-ołowiowych/tlenków Waelz'a z ZGH czy od zewnętrznych dostawców. Zdolności produkcyjne wynoszą max 80 tys. ton.

Model przychodowo-kosztowy segmentu cynku:

Do momentu likwidacji kopalni Olkusz-Pomorzany z końcem 2020 roku spółka ZGH Bolesław była czystym beneficjentem wysokich cen cynku (własny segment górniczy i produkcja koncentratów cynku). Obecnie spółka posiada 2 huty: w Bukownie (ZGH) i Miasteczku-Śląskim (HCM), które operują w większości (HCM w 100%) na zewnętrznym wsadzie.

Koszt zakupu koncentratów cynkowych wyraża się wzorem: $\text{cena cynku LME} \times 0,85 - \text{TC}$. Treatment Charge to opłata przerobowa hut cynku. Czym wyższa, tym niższy koszt zakupu cynku, co bezpośrednio przekłada się na zysk brutto huty.

Kolejnym elementem zysku jest stopień odzyskanego cynku (free metal). W praktyce huty płacą 0,85 za zawartość cynku w koncentratkach, a odzyskują >0,99 metalu. Różnica ok. 14% wpływa więc na zysk brutto.

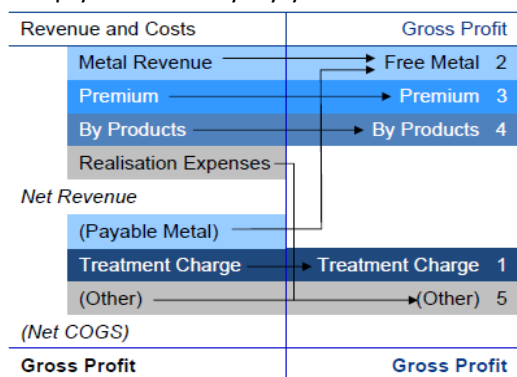
Kolejny element zysku brutto to produkty uboczne jak kwas siarkowy, srebro (metal Dore'a) czy Kadm w HCM. Dodatkowo zaletą HCM jest przerabianie gorszej jakości hut cynkowo-ołowianych, co umożliwia odzyskiwanie ołowiu. Huty kupują koncentraty płacąc zwykle za zawartość cynku, ale odzyskują też inne metale. Dodatkowo w procesie produkcji cynku powstaje kwas siarkowy. Elementy te podnoszą opłacalność produkcji.

Premia regionalna to opłata za fizyczne dostarczenie metalu i bezpośrednio wpływ na przychody/zysk brutto huty. Premie zależą od stopnia przetworzenia cynku. Są większe dla zaawansowanych stopów. Historycznie premia kształtowała się na poziomie ok. 100 USD/t. Obecnie przez wysokie ceny energii i ograniczenia produkcyjne wzrosła w Europie do rekordowych poziomów 400 USD/t.

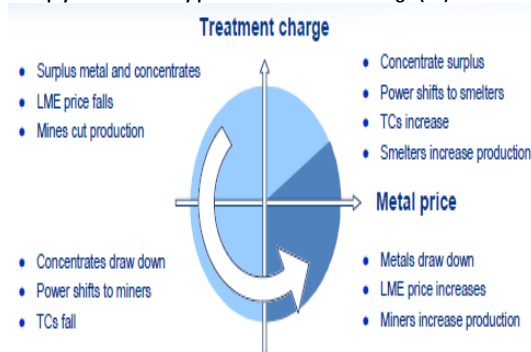
W kosztach zmiennych produkcji cynku metodą RLE (huta w Bukownie) mamy gł. energię elektryczną (modelowo 3,89 MWh/t cynku) i coraz bardziej znaczące koszty CO₂ (1,4t CO₂/t cynku). W HCM metodą ISP w kosztach zmiennych mamy gł. koks i gaz ziemny. Metoda ISP jest znacznie bardziej emisyjna (4,3t CO₂/t cynku).

Duży wpływ na wyniki Stalproduktu w segmencie cynku ma również polityka hedgingowa (modelowo do 40-50% zabezpieczonych cen cynku na rok do przodu). W 2020 roku podwyższyło to wynik segmentu o +56 mln PLN, a w 2021 roku -71 mln PLN czyli aż 16% osiągniętej EBITDA.

Na rentowność ZGH Bolesław wpływ ma obecnie zmieniający się model wsadu do produkcji cynku w hucie w Bukownie (z kopalnianego na materiał z recyklingu). Spółka w coraz większym stopniu pozyskuje pyły stalownicze z procesu produkcji stali metodą elektryczną (EAF), a koszt ich pozyskania jak i rentowność procesu przetawowego w Stalprodukt jest dla nas zagadką. Niemniej rentowność odzysku cynku z pyłów stalowniczych w konkurencyjnej Befesa jest na znacząco wyższym poziomie niż tradycyjna produkcja ze wsadu kopalnianego (nawet 30% EBITDA vs 20% w tradycyjnej metodzie).

Model przychodowo-kosztowy huty cynku

Źródło: Nyrstar

Co wpływa na kluczowy parametr Treatment Charge (TC)

Źródło: Nyrstar

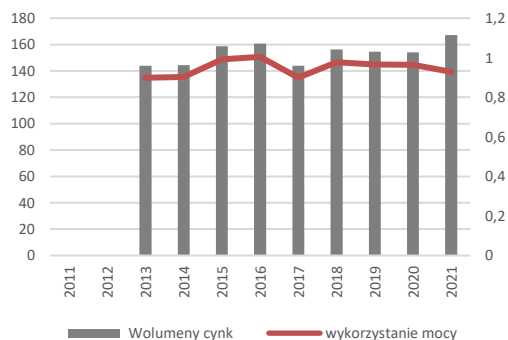
Kluczowy wpływ na wyniki segmentu cynku mają:

- wolumeny i ceny sprzedaży cynku, stopów, ołowiu/srebra (metal Dore'a) w HCM;

Zdolności produkcyjne cynku elektrolitycznego to ok. 180 tys. ton (efektywnie osiągalne w 2023-2024 roku). Po likwidacji kopalni cynku Olkusz-Pomorzany nie sprzedaje galeny flotacyjnej. Z kolei wolumeny ołowiu i srebra (metal Dore'a) uzależnione są od zawartości tych metali w koncentratkach kupowanych przez HCM od zewnętrznych dostawców. Spółka zabezpiecza do 40-50% wolumenów na przyszły rok.

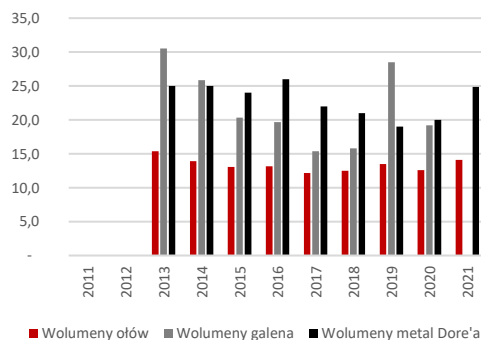
Największe spadki cen cynku nastąpiły w 2008 roku, kiedy za tonę trzeba było zapłacić jedynie ok. 4,5 tys. PLN/t. W latach 2010-2015 ceny były na poziomie około 6 tys. PLN/t, by po zamknięciu kilku kopalń konkurencyjnych na świecie wzrosnąć w latach 2017-2018 do aż 11 tys. PLN/t. Obecnie przy wysokich cenach energii i rosnącym zapotrzebowaniu na surowce ceny cynku sięgają rekordowe 18 tys. PLN/t.

Wolumeny sprzedaży cynku [kT] i wykorzystanie zdolności [%]



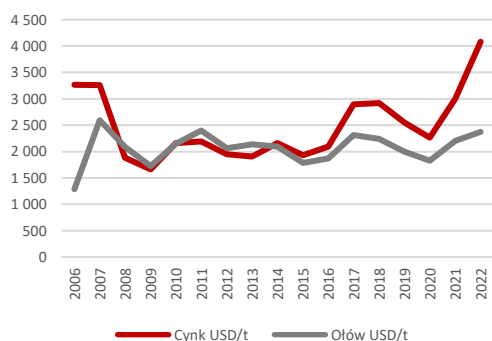
Źródło: BDM, spółka. LS- wolumeny sprzedaży cynku, PS- wykorzystanie zdolności produkcyjnych (docelowo 180 kT).

Wolumeny ołowiu, galeny [kT] i metalu Dore'a [T]



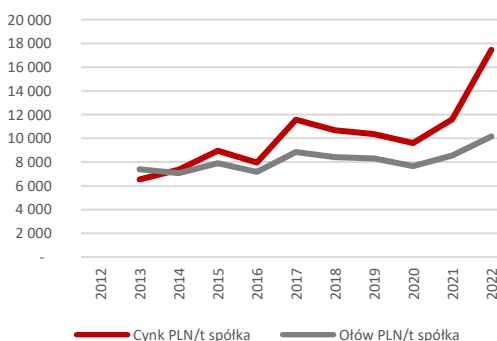
Źródło: BDM, spółka. Szacunki własne

Ceny cynku i ołowiu LME [USD/t]



Źródło: BDM, spółka. Bloomberg

Ceny cynku i ołowiu zrealizowane STP [PLN/t]

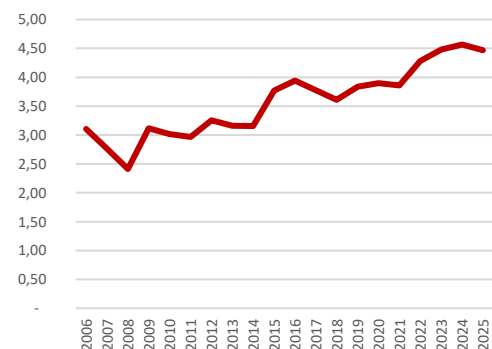


Źródło: BDM, spółka. Szacunki własne

- kurs USD/PLN;

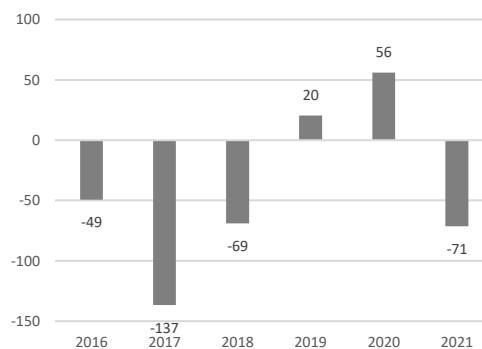
Spółka zabezpiecza do 40-50% ekspozycji. Szacujemy, że dolarowa nadwyżka operacyjna (przewaga przychodów nad kosztami) w całej GK Stalprodukt to nawet 280 mln USD, co oznacza, że każde 10 gr. osłabienia złotówki do dolara (wzrost USD/PLN) to 28 mln PLN EBIT rocznie ceteris paribus.

Notowania USD/PLN i prognoza 2022-2025*



Źródło: BDM, Bloomberg. *- cena terminowa

Wpływ hedgingu cynku na wyniki spółki [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka.

- struktura wsadu w hucie Bukowno;
Kopalnia Olkusz-Pomorzany dostarczała nawet 70-80% wsadu do produkcji cynku w ZGH (50% w 2021). Jej likwidacja spowodowała przestawienie dostaw wsadu na alternatywne kierunki, które spółka rozwijała od 2015/2016 roku (recykling pyłów stalowniczych w piecach przewalowych, odpady poflotacyjne). Pełne wykorzystanie dostaw z nowych kierunków umożliwiła inwestycja w nową Halę Wanien (wzrost surowców z recyklingu do 50%).
ZGH posiada jeszcze kopalnię cynku Gradir Montenegro w Czarnogórze, której zasoby przy obecnym wydobyciu powinny wystarczyć do ok. 2027 roku. Spółka wydobywa tam rocznie ok. 600 tys. ton rudy o niskiej zawartości cynku, co powinno dawać ok. 12 tys. ton cynku (<10% wsadu).
W listopadzie 2020 roku spółka podpisała długoterminową umowę (10-letnią) na dostawy ok. 240 tys. ton rocznie rudy o wysokiej zawartości cynku z Irlandii z Oceans Partners. Skuteczna realizacja umowy pozwoli zabezpieczyć dostawę koncentratu cynku w ilości stanowiącej ponad 60% wsadu siarczkowego, to jest na zaspokojenie ok. 25% całkowitych potrzeb spółki (które uwzględniają wzrost zdolności produkcyjnych do 100 tys. ton/rok w wyniku uruchomienia nowej hali wanien), co w znacznym stopniu powinno uniezależnić spółkę od wahań koniunktury na rynku koncentratów. Dostawy mają być realizowane od 2023 roku.

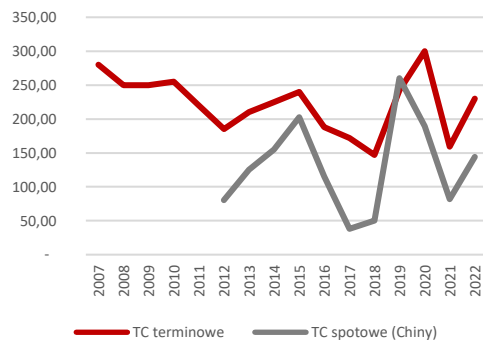
Struktura wsadu do produkcji hutniczej cynku [%]

Wsad do hutniczej produkcji cynku	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ZGH								
kopalnia Olkusz-Pomorzany	77%	72%	62%	53%	49%	0%	0%	0%
recykling pyły stalownicze i pyły cynkowe	22%	25%	30%	30%	30%	35%	35%	40%
koncentraty zewnętrzne	0%	0%	6%	15%	20%	64%	64%	33%
ruda z importu (Szwecja, Ocean Partners od 2023)	0%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	27%
HCM								
koncentraty zewnętrzne+ Gradir	54%	25%	34%	29%	30%	23%	23%	23%
koncentraty własne z ZGH (blendy, poflotacyjne)	0%	13%	13%	14%	13%	18%	18%	18%
tlenki cynku z importu	46%	62%	54%	57%	57%	59%	59%	59%
GK ZGH	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
wsad własny	80%	94%	87%	85%	82%	61%	60%	63%
kopalnia	39%	36%	31%	27%	24%	0%	0%	0%
koncentraty Gradir	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%
recykling	34%	50%	48%	51%	50%	54%	53%	56%
koncentraty z importu	20%	5%	12%	14%	17%	38%	39%	22%
ruda z importu	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	15%

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

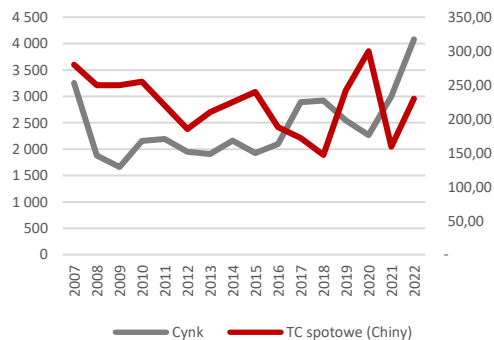
- Treatment Charge (TC);
Treatment Charge to opłata przerobowa hut cynku. Kopalnie sprzedają do hut koncentraty cynkowe (zawartość ok. 54% metalu) płacąc za cenę zawartego metalu*0,85- TC. W praktyce marża TC decyduje o rentowności hut (wpływ na koszt ich zakupu). Im wyższe TC tym lepiej (tańszy koncentrat). TC ustalane jest z reguły raz w roku. Efektywnie wpływ na wyniki w Stalprodukt (100% wyników HCM i 50% wyników ZGH) widoczny jest w kwietniu/maju.
W 2021 roku marże TC spadły z blisko 300 USD/t do 159 USD/t, co znacząco obniżyło rentowność hut cynku. W 2022 roku oczekiwany jest ich wzrost do ok. 230 USD/t. Historycznie było to średnio 200-230 USD/t.

Poziom TC [USD/t] termin i spot



Źródło: BDM, Boliden, Nyrstar, Bloomberg

TC terminowe (PS) vs cena cynku (LS) [USD/t]



Źródło: BDM, spółka. PS- TC terminowe, LS- ceny cynku

Likwidacja kopalni Olkusz-Pomorzany z końcem 2020 roku

Spółka ZGH powstała w 1958 roku eksploatując złoża w kopalni Bolesław (ruda 9-4% cynku, do 1996 roku), Olkusz (ruda 4-6% cynku, do 2001 roku) i Pomorzany (ruda 2,5-4% cynku, do 2020 roku). Łącznie ze wszystkich złóż wydobyto ponad 93 mln ton rudy.

29 kwietnia 2020 Zarząd ZGH poinformował o podjęciu tego dnia uchwały o zakończeniu wydobywania rud cynkowo – ołowianych z Kopalni „Olkusz – Pomorzany” z dniem 31.12.2020 r. Likwidacja kopalni rozpoczęła się z dniem 01.01.2021. Jej proces będzie trwał ok. 3 lata. Wiązało się to ze zwolnieniami grupowymi ok. 450 os. (300 os. zostało na likwidację, a reszta z ok. 1000 os. z ZG znalazła zatrudnienie w hucie i innych zakładach ZGH).

Pod koniec grudnia 2021 roku wyciągnięto pompy odwadniające i zaczęło się naturalne zatapianie kopalni.

Również w końcówce procesu zlikwidowane zostaną szyby górnicze, które będą zasypane i zakryte płytą betonową. Obiekty naziemne (biurowiec, kotłownia, łaźnia) mają pozostać będąc miejscem innej działalności inwestycyjnej. W Olkushu pozostanie natomiast oddział starej i nowej flotacji, gdzie będą przerabiane tak jak dotychczas szlamy z huty i odpady poflotacyjne.

Ostatnim etapem będzie rekultywacja terenów górniczych, w tym szczególnie stawów osadowych. Praktyka pokazuje, że etap ten może zająć od 10 do 12 lat, choć wg. spółki sytuacja jest inna niż przy poprzednich likwidacjach z uwagi na podszadki hydrauliczne i brak zapadlisk. Do rekultywacji zostanie staw osadowy „zachodni” (na „wschodnim” działa instalacja odzyskująca cynk od 2017 roku przez 20 lat). Może tam powstać fotowoltaika lub wiatraki.

Gdyby nie odbicie cen cynku w 2017-2018 roku likwidacja kopalni nastąpiłaby jeszcze wcześniej, stąd pomimo niższej zawartości cynku i mniejszego wydobywania, eksploatacja nadal się opłacała. Niestety 2019 rok nie był już tak dobry, a początek 2020 roku i pojawienie się pandemii COVID-19 zdecydowały o zakończeniu wydobywania. W 1H'20 kopalnia zanotowała ok. 60 mln PLN straty.

Już w momencie przejęcia zakładów ZGH we wrześniu 2012 roku spółka utworzyła rezerwę na koszty likwidacji kopalni w wysokości 142 mln PLN (zwiększenie w 1H'21 do 182 mln PLN) i rezerwę na szkody górnicze 154 mln PLN (łącznie 296 mln PLN rezerw). Koszty likwidacji będą ponoszone w 2021-2023 roku. Szacujemy, że w 2021 roku mogło to być ok. 100 mln PLN. Natomiast rezerwy na szkody górnicze powinny być wykorzystane w kolejnych 4 latach (do 2027 roku).

Co po zakończeniu wydobywania ? Recykling

Strategia produkcyjna ZGH Bolesław z 2016 roku po zakończeniu wydobywania w kopalni „Olkusz Pomorzany” (złóże Klucze I) zakłada:

- Wprowadzenie technologii produkcji koncentratu z części odpadów poflotacyjnych zgromadzonych przez ponad 60 lat działalności górniczej w ilości ok. 60 mln ton (110 ha) Odpady zawierają do 1,5% cynku. Zgodnie z technologią powinno to pozwolić na pozyskiwanie do 20 tys. koncentratu rocznie o zawartości cynku ok. 45% i 10% ołowiu przez okres 15 lat.
- wzrost udziału z tlenków cynku pozyskanych z pyłów stalowniczych: Historycznie maksymalny udział koncentratu z recyklingu mógł wynosić jedynie ok. 10%. Po przeprowadzonych inwestycjach w latach 2016-2020 jest to obecnie ok. 35% z docelowym poziomem ok. 50% (średnia na świecie to ok. 15-20%).

Segment blach elektrotechnicznych

Segment blach historycznie był głównym obszarem działalności spółki. Stalprodukt jest jedynym na skalę przemysłową producentem blach transformatorowych w Polsce i jednym z 2 w Europie (po Thyssen).

Zdolności produkcyjne wynoszą 100 tys. ton blachy HGO (High Grain Oriented) w Bochni i 50 tys. ton blachy CGO (Conventional Grain Oriented) w GO Steel. GO Steel produkuje jeszcze ok. 40 tys. ton blachy walcowanej na zimno. Łączne zdolności produkcyjne blach transformatorowych w Europie to ok. 450 tys. ton (150 tys. STP i 300 tys. ton Thyssen). Spółka ma więc ponad 30% udział w europejskim rynku, a klientami są producenci transformatorów jak Siemens, ABB czy Schneider. Globalne zdolności blach transformatorowych to ok. 3 mln ton (gł. Chiny, Japonia). Niski kurs EUR/USD chroni więc przed importem z Azji.

Blachy elektrotechniczne to specjalnego rodzaju blachy o doskonałych parametrach magnetycznych. Oprócz różnych grubości można je podzielić na izotropowe i anizotropowe. Izotropowe (niezorientowane, inaczej prądnicowe) charakteryzują się takimi samymi własnościami magnetycznymi, bez względu na kierunek. Mają tylko 1% krzemu. Gł. zastosowanie to silniki elektryczne i generatory o dużej mocy. Natomiast blachy anizotropowe (orientowane, inaczej transformatorowe) mają krystaliczną strukturę i znacząco większą zawartość krzemu ok. 4%. Wykorzystuje się je do budowy rdzeni transformatorów i różnych przyrządów pomiarowych. Blachy anizotropowe są dużo droższe od blach izotropowych. Stalprodukt jest producentem blach orientowanych (transformatorowych).

Blachy transformatorowe są ważnym materiałem w produkcji energooszczędnych transformatorów i dużych, wysokowydajnych generatorów. W formie laminowanych, nawijanych lub dziurkowanych arkuszy jest ona podstawowym materiałem rdzeniowym transformatorów rozdzielczych, transformatorów mocy i małych transformatorów. Rozwój nowych OZE (wiatru, fotowoltaiki) wymaga również nowych transformatorów.

Rola blach elektrotechnicznych w transformacji energetycznej:

- sektor energii (w tym energetyka wiatrowa)
- e-mobility
- branża AGD

Przedłużenie okresu ochrony europejskiego rynku blach transformatorowych na kolejne 5 lat- 14.01.2022

Rozporządzenie wykonawcze KE 2022/58 z dnia 14 stycznia 2022 r. nakłada ostateczne cło antydumpingowe na przywóz niektórych wyrobów walcowanych płaskich ze stali krzemowej elektrotechnicznej o ziarnach zorientowanych, pochodzących z Chińskiej Republiki Ludowej, Japonii, Republiki Korei, Federacji Rosyjskiej i USA po dokonaniu przeglądu wygaśnięcia środków. W rozporządzeniu utrzymano mechanizm minimalnych cen importowych i poziomy cen dla poszczególnych grup produktów (różniących się poziomem stratności magnetycznej), określone w pierwotnym Rozporządzeniu wykonawczym, tj. nr 2015/1953 z 29 października 2015 r.

Procedura przeglądu wygaśnięcia środków została przeprowadzona na wniosek Stowarzyszenia EUROFER, reprezentującego 2 europejskich producentów blach o ziarnie zorientowanym, tj. ThyssenKrupp Electrical Steel oraz Stalprodukt. Blachy elektrotechniczne o ziarnie zorientowanym są kluczowym elementem w produkcji rdzeni transformatorów. Mają także istotne znaczenie dla utrzymania i rozbudowy sieci energetycznej UE oraz dla dalszego rozwoju sektora e-mobilności.

Wg Axela Eggerta, dyrektora generalnego EUROFER: „Cele UE w zakresie bezpieczeństwa energetycznego i klimatu można osiągnąć jedynie poprzez utrzymanie rentownego europejskiego przemysłu GOES”. Dodał on także, iż GOES to strategiczny produkt z najwyższej półki, a Unia Europejska nie może być uzależniona pod względem dostaw od zagranicznych hut zlokalizowanych w Azji, Rosji czy Stanach Zjednoczonych.

W opinii Zarządu Stalproduktu, obecny poziom cen rynkowych blach o ziarnie zorientowanym jest znacząco wyższy od cen minimalnych określonych w Rozporządzeniu, co sprawia, że mechanizm cen minimalnych nie będzie miał znaczenia rynkowego. Nie można jednak w przyszłości wykluczyć spadku cen. Wtedy właśnie minimalne ceny importowe powinny pozwolić - europejskim producentom blach transformatorowych, w tym spółce Stalprodukt i podmiotowi zależnemu GO Steel a.s. - utrzymać rentowność sprzedaży tych wyrobów.

WYNIKI 4Q'21 I PERSPEKTYWA 2022 ROKU

Finalne wyniki za 4Q'21 (publikacja 28.02.2022) okazały się zgodne z szacunkami z 15.02.2022. Uwagę zwrócił znacznie lepszy wynik w segmencie blach transformatorowych i cynku oraz słabszy w profilach, gdzie zarząd wskazuje na spadek cen i wolumenów, ale dostrzega zmianę tendencji cenowej w 1Q'22. Na wyniki pozytywny wpływ miała zmiana stanu rezerw na świadectwa pochodzenia energii (+14,1 mln PLN), a negatywny wpływ hedgingu cynku (aż -37,5 mln PLN). Spółka informuje, że nie ma bezpośredniej ekspozycji na konflikt Ukraina-Rosja. Dokonuje jedynie uzupełniających zakupów wsadu w segmencie profili. OCF obciążały negatywne zmiany w kapitale obrotowym w związku z istotnym wzrostem cen.

W 1Q'22 liczymy na ponad 200 mln PLN EBITDA, a szczególnie pozytywnych zaskoczeń upatrujemy w segmencie profili (ok. 60% wzrost cen stali od wybuchu wojny) i blach elektrotechnicznych (wysokie ceny z 4Q'21, zabezpieczenie wsadu z ArcelorMittal). Segment cynku ucierpi z powodu wzrostu kosztów i negatywnego wpływu hedgingu. Niemniej w tym obszarze oczekujemy poprawy wyników od 2Q'22, kiedy w wynikach będzie widoczny wzrost stawek przerobowych TC ze 149 USD/t do 230 USD/t. Z kolei segment profili i blach po mocnym 1H'22 powinny mieć słabsze 2H'22. Niemniej spółkę stać na powtórzenie a nawet przebicie ubiegłorocznych, rekordowych wyników. Część kosztów (energia, CO2) jest zabezpieczonych na relatywnie niskim poziomie. Ich wzrostu spodziewamy się w latach 2023-2024.

Znacznie trudniejsze dla Stalproduktu powinny być lata 2023-2024, kiedy w wynikach będą widoczne znaczące wzrosty cen energii i CO2. Z drugiej strony oczekiwany spadek cen cynku będzie wspierany polityką zabezpieczeń i wysokim USD/PLN, a także przychodami z programu wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych. Szansą dla spółki jest wprowadzenie podatku granicznego (CBAM), czego konserwatywnie nie zakładamy.

Wyniki za 1Q'22 spółka opublikuje 13 maja 2022 r. Wcześniej 29 kwietnia 2022 r. poznamy raport roczny.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22P	r/r	2018	2019	2020	2021	2022P	r/r
Przychody	890	757	806	868	1 011	1 132	1 216	1 315	1 601	58%	3 957	3 817	3 321	4 674	7 096	52%
blachy elektrotechniczne	211	177	144	174	212	240	296	336	431	103%	813	874	706	1 085	1 560	44%
profile	154	127	135	150	178	258	260	226	313	76%	738	655	565	922	1 705	85%
cynk	460	401	468	485	554	557	570	640	738	33%	2 012	1 995	1 813	2 321	3 306	42%
pozostała działalność, tow i mat	66	52	60	59	66	77	89	113	119	78%	393	293	236	346	526	52%
Wynik po segmentach *	89	75	91	87	138	195	223	180	199	45%	469	402	342	735	769	5%
blachy elektrotechniczne	16	28	8	10	17	43	85	73	86	4x	108	84	62	218	316	45%
profile	5	5	0	3	19	53	52	3	70	3,6x	1	-5	13	127	197	55%
cynk	61	36	74	77	93	85	69	85	31	-66%	338	302	248	333	205	-39%
pozostała działalność, tow i mat	7	6	8	-3	9	14	17	19	11	35%	22	20	18	58	51	-12%
EBITDA	83	95	111	74	152	204	240	189	203	34%	449	371	363	785	770	-2%
EBITDA adj.	94	80	93	88	145	197	227	181	203	40%	461	404	389	750	746	-1%
w tym hedging	15	27	14	0	-13	-1	-19	-37	-53		-69	20	56	-71	-197	
EBIT	41	53	70	32	107	160	196	144	158	47%	300	205	196	608	590	-3%
Wynik netto	29	48	45	50	78	136	153	122	124	59%	270	143	173	489	460	-6%
Marża EBITDA	9,3%	12,6%	13,8%	8,5%	15,0%	18,0%	19,8%	14,4%	12,7%		11,3%	9,7%	10,9%	16,8%	10,8%	
Marża netto	3,3%	6,4%	5,6%	5,8%	7,7%	12,0%	12,6%	9,3%	7,8%		6,8%	3,7%	5,2%	10,5%	6,5%	
OCF	62,3	97,3	92,2	98,6	105,5	142,2	52,5	-31,1	-154,7		338,6	368,8	350,5	269,1	145,6	-46%
CAPEX	-79,1	-52,5	-34,3	-60,9	-28,3	-30,6	-42,4	-33,4	-40,0		-243,3	-243,9	-226,8	-134,7	-160,0	
FCF	-17	45	58	38	77	112	10	-65	-195		95	125	124	134,4	-14,4	
12m/kapitalizacja	10,2%	12,9%	8,2%	6,3%	11,1%	14,5%	12,1%	6,9%	-7,0%		4,9%	6,4%	6,3%	6,9%	-0,7%	
Dług netto	-360,6	-258,5	-278,8	-315,8	-382,9	-506,8	-408,0	-357,3	-99,5		-213,4	-272,4	-315,8	-357,3	-284,1	
Cynk USD/t	2 124	1 970	2 339	2 628	2 749	2 916	2 990	3 352	3 738	36%	2 919	2 548	2 265	3 002	4 082	36%
Ołów USD/t	1 843	1 679	1 873	1 902	2 011	2 135	2 338	2 325	2 332	16%	2 239	1 999	1 824	2 202	2 376	8%
Blachy elektrotechniczne STP [EUR/t]	1 448	1 264	1 670	1 395	1 444	1 463	2 743	2 625	2 625	82%	1 524	1 525	1 420	1 981	2 620	32%
Stal NWE EUR/t	463	435	427	523	736	1 072	1 188	1 007	1 095	49%	567	472	462	1 000	1 333	33%
USD/PLN	3,92	4,09	3,80	3,78	3,77	3,76	3,87	4,04	4,13	10%	3,61	3,84	3,90	3,86	4,28	11%
Treatment Charge (TC) term. USD/t	200	300	300	300	300	159	159	159	159	-47%	153	187	275	194	212	9%
Treatment Charge (TC) spot USD/t	303	193	161	101	81	72	87	89	112	39%	50	260	189	82	144	76%
r/r																
Cynk	-22%	-29%	-1%	10%	29%	48%	28%	28%	36%		-13%	-11%	33%	36%		
Ołów	-9%	-11%	-8%	-7%	9%	27%	25%	22%	16%		-11%	-9%	21%	8%		
Blachy elektrotechniczne	-7%	-18%	6%	-2%	0%	16%	64%	88%	82%		0%	-7%	39%	32%		
Stal	-9%	-9%	-10%	22%	59%	147%	178%	93%	49%		-17%	-2%	117%	33%		
USD/PLN	4%	7%	-2%	-2%	-4%	-8%	2%	7%	10%		6%	2%	-1%	11%		
Treatment Charge (TC) term.	36%	50%	50%	50%	50%	-47%	-47%	-47%	-47%		22%	47%	-29%	9%		
Treatment Charge (TC) spot	45%	-27%	-42%	-65%	-73%	-63%	-46%	-12%	39%		417%	-27%	-57%	76%		
P/E 12m							4,7	4,0	3,7					4,0	4,3	
EV/EBITDA 12m							2,3	2,0	2,2					2,0	2,1	

Źródło: BDM, spółka. *- PAP

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2022-2031

Główne założenia roczne

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Wolumeny [kT]													
blachy elektrotechniczne i rdzenie toroidalne	133,3	111,9	119,9	125,9	130,5	133,5	136,5	139,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5
profile	218,2	195,1	184,1	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0
cynk i stopy cynku	154,5	154,2	167,1	165,6	167,0	168,5	169,9	171,4	172,8	174,2	175,7	177,1	178,6
ołów rafinowany	13,5	12,6	14,1	13,6	13,7	13,8	14,0	14,1	14,2	14,3	14,4	14,6	14,7
galena flotacyjna	28,5	19,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
metal Dore'a [T]	19,0	20,0	24,9	23,9	24,1	24,3	24,5	24,7	24,9	25,1	25,3	25,6	25,8
kwask siarkowy	193,2	192,7	208,9	207,0	208,8	210,6	212,4	214,2	216,0	217,8	219,6	221,4	223,2
Wykorzystanie zdolności produkcyjnych [%]													
blachy elektrotechniczne	89%	75%	80%	84%	87%	89%	91%	93%	95%	95%	95%	95%	95%
profile	55%	49%	46%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
cynk i stopy cynku	97%	96%	93%	92%	93%	94%	94%	95%	96%	97%	98%	98%	99%
Ceny rynkowe produktów													
Cynk USD/t	2 547,7	2 265,1	3 001,9	4 081,7	3 777,0	3 344,3	2 866,5	2 682,3	2 682,3	2 682,3	2 682,3	2 682,3	2 682,3
Ołów USD/t	1 998,6	1 824,2	2 202,4	2 375,8	2 357,1	2 343,3	2 339,5	2 339,5	2 339,5	2 339,5	2 339,5	2 339,5	2 339,5
Srebro USD/oz	16,2	20,5	25,2	24,7	25,6	26,1	26,5	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7
Profile stalowe PLN/t	2 396,9	2 402,2	3 978,5	7 102,3	6 577,6	5 667,3	5 466,0	5 395,4	5 395,4	5 395,4	5 395,4	5 395,4	5 395,4
TC cynk [USD/t]	242,5	300,0	159,0	230,0	200,0	200,0	200,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0
% ceny cynku	10%	13%	5%	6%	5%	6%	7%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Premia regionalna [USD/t]	105,0	100,0	132,5	325,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Waluty													
EUR/PLN	4,30	4,44	4,56	4,73	5,03	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23
USD/PLN	3,84	3,90	3,86	4,28	4,48	4,57	4,47	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
Koszty													
stal HRC [EUR/t]	471,9	461,9	1 000,5	1 332,6	1 069,6	873,8	854,4	840,9	840,9	840,9	840,9	840,9	840,9
energia elektryczna FY_Base [PLN/MWh]	238,9	265,8	236,2	360,4	631,6	800,0	700,0	600,0	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0
energia elektryczna hedge [PLN/MWh]	228,9	267,4	232,0	374,1	631,6	800,0	700,0	600,0	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0
gaz ziemny TTF/TGE EUR/MWh	13,6	9,4	46,9	104,2	77,6	55,1	41,4	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
koks USD/t	323,3	238,3	460,0	596,7	246,0	236,8	233,6	232,3	230,0	230,0	230,0	230,0	230,0
CO2 rynek EUR/t	24,8	24,7	53,4	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
CO2 hedge EUR/t	15,9	24,8	24,7	53,4	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
place PLN/msc	7 295	7 617	7 998	8 638	8 724	8 812	8 900	8 989	9 079	9 169	9 261	9 354	9 447
Przychody [mln PLN]													
blachy elektrotechniczne	874	706	1 085	1 560	1 375	1 317	1 212	1 238	1 265	1 265	1 265	1 265	1 265
profile	655	565	922	1 705	1 579	1 360	1 312	1 295	1 295	1 295	1 295	1 295	1 295
cynk	1 995	1 813	2 321	3 306	3 248	3 000	2 592	2 430	2 445	2 460	2 476	2 491	2 506
cynk i stopy cynku	1 599	1 482	1 938	2 892	2 827	2 573	2 175	2 020	2 037	2 054	2 071	2 088	2 105
ołów rafinowany	112	97	120	138	145	148	146	145	146	147	148	150	151
galena flotacyjna	121	65	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
metal Dore'a	39	54	78	81	89	93	93	93	94	95	96	97	97
pozostała działalność, tow i mat	293	236	346	526	496	454	409	397	400	402	403	404	405
Wynik na sprzedaży (bez KZ)													
blachy elektrotechniczne	84	62	218	316	195	205	122	166	190	190	190	190	190
profile	-5	13	127	197	-120	-143	4	35	52	52	52	52	52
cynk	302	248	333	205	416	346	370	330	337	332	327	323	318
w tym hedging cynku	20	56	-71	-197	29	93	140	58	0	0	0	0	0
pozostała działalność, tow i mat	20	18	58	51	50	45	41	40	40	40	40	40	41
EBITDA (bez PDO)													
blachy elektrotechniczne	123	102	255	355	235	246	164	208	232	232	232	232	232
profile	13	32	146	216	-100	-122	25	56	73	73	73	73	73
cynk	393	340	438	310	528	461	486	446	453	448	444	439	434
pozostała działalność, tow i mat	-116	-119	-89	-111	-117	-127	-137	-144	-149	-155	-162	-168	-175
PDO													
w tym wsparcie dla energochłonnych/u. prądowa	26	24	24	53	81	85	88	87	86	85	84	83	83
EBITDA raportowana	371	363	785	770	546	459	538	567	609	598	587	576	564
EBITDA skoryg. hedging	384	333	821	943	436	281	310	422	523	513	503	493	482
Marża EBITDA													
blachy elektrotechniczne	10,6%	11,7%	16,0%	11,3%	8,2%	7,5%	9,7%	10,6%	11,3%	11,0%	10,8%	10,6%	10,3%
profile	14,0%	14,5%	23,5%	22,7%	17,1%	18,7%	13,5%	16,8%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%
cynk	2,0%	5,7%	15,8%	12,7%	-6,3%	-9,0%	1,9%	4,3%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
cynk	19,7%	18,7%	18,9%	9,4%	16,3%	15,4%	18,8%	18,4%	18,5%	18,2%	17,9%	17,6%	17,3%
EBITDA PLN/t													
blachy elektrotechniczne	919,7	913,3	2 129,4	2 816,7	1 803,5	1 844,5	1 202,2	1 494,5	1 630,8	1 630,8	1 630,8	1 630,8	1 630,8
profile	59,5	164,4	790,6	901,2	-415,2	-507,6	102,6	233,2	303,8	303,8	303,8	303,8	303,8
cynk	1 998,1	1 826,7	2 414,8	1 731,7	2 919,9	2 526,9	2 642,7	2 405,7	2 422,9	2 377,9	2 333,1	2 288,5	2 244,2

Źródło: BDM S.A. Bloomberg, szacunki własne.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	2 423,9	2 377,7	2 358,0	2 418,2	2 473,3	2 470,9	2 471,0	2 471,0	2 471,0	2 471,0	2 471,0	2 471,0
Wartości niematerialne i prawne	212,2	195,6	195,6	195,6	195,6	195,6	195,6	195,6	195,6	195,6	195,6	195,6
Rzeczowe aktywa trwałe	2 134,6	2 081,7	2 062,0	2 122,3	2 177,3	2 175,0	2 175,1	2 175,1	2 175,1	2 175,1	2 175,1	2 175,1
Aktywa obrotowe	1 936,5	2 445,7	2 948,5	2 938,7	2 943,3	3 048,6	3 176,8	3 319,9	3 405,6	3 457,9	3 495,7	3 504,8
Zapasy	809,9	987,3	1 366,0	1 289,5	1 180,1	1 063,4	1 031,7	1 040,5	1 043,7	1 046,8	1 050,0	1 053,1
Należności krótkoterminowe	512,9	786,3	1 087,9	1 027,0	939,9	846,9	821,7	828,7	831,2	833,7	836,2	838,7
Inwestycje krótkoterminowe	549,4	603,9	426,3	554,0	755,1	1 070,0	1 255,2	1 382,5	1 462,5	1 509,0	1 541,2	1 544,6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	436,4	488,8	311,2	438,8	640,0	954,8	1 140,0	1 267,4	1 347,3	1 393,9	1 426,0	1 429,5
Obligacje korporacyjne i fundusze dłużne	76,8	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1
Aktywa razem	4 360,4	4 823,4	5 306,5	5 356,9	5 416,6	5 519,4	5 647,8	5 790,9	5 876,6	5 928,9	5 966,7	5 975,8
Kapitał (fundusz) własny	2 913,2	3 339,0	3 760,2	3 950,6	4 080,4	4 275,8	4 445,4	4 608,9	4 712,4	4 782,6	4 820,4	4 827,3
Kapitał własny j. dom.	2 801,6	3 230,6	3 641,4	3 810,8	3 923,0	4 099,6	4 252,5	4 398,9	4 485,6	4 539,1	4 560,6	4 551,4
Kapitał przypadające na udziały mniejszościowe	111,6	108,4	118,8	139,9	157,4	176,2	192,9	210,0	226,8	243,4	259,8	275,9
Rezerwy	402,5	437,5	437,5	437,5	437,5	437,5	437,5	437,5	437,5	437,5	437,5	437,5
z tyt. podatku	136,2	149,3	149,3	149,3	149,3	149,3	149,3	149,3	149,3	149,3	149,3	149,3
pozostałe	266,4	288,2	288,2	288,2	288,2	288,2	288,2	288,2	288,2	288,2	288,2	288,2
Zobowiązania długoterminowe	388,6	224,4	142,2	122,2	102,2	82,2	62,2	42,2	22,2	2,2	0,0	0,0
kredyty i pożyczki	61,9	20,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne	115,1	142,2	142,2	122,2	102,2	82,2	62,2	42,2	22,2	2,2	0,0	0,0
warunkowe z tyt. zakupu ZGH	211,6	61,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	605,0	767,0	911,0	791,0	741,0	668,4	647,2	646,7	648,9	651,0	653,2	655,3
kredyty i pożyczki	56,5	84,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
z tyt. dostaw i usług	291,5	439,9	668,1	656,9	606,8	534,2	513,0	512,6	514,7	516,9	519,0	521,2
z tyt. podatków	40,6	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0
warunkowe z tyt. zakupu ZGH	66,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne	216,4	194,9	194,9	86,2	86,2	86,2	86,2	86,2	86,2	86,2	86,2	86,2
Pasywa razem	4 360,4	4 823,4	5 306,5	5 356,9	5 416,6	5 519,4	5 647,8	5 790,9	5 876,6	5 928,9	5 966,7	5 975,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody netto ze sprzedaży	3 321,1	4 674,1	7 096,2	6 698,7	6 130,3	5 524,2	5 359,6	5 405,0	5 421,6	5 438,1	5 454,5	5 470,9
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	2 899,1	3 853,9	6 209,3	6 104,9	5 639,6	4 965,2	4 768,2	4 763,7	4 783,7	4 803,7	4 823,8	4 843,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	422,0	820,2	886,8	593,8	490,7	559,0	591,3	641,3	637,9	634,4	630,8	627,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	233,3	247,4	320,6	318,1	312,2	305,8	308,3	315,3	321,8	328,6	335,5	342,6
Zysk (strata) na sprzedaży	188,7	572,8	566,2	275,7	178,5	253,2	283,0	326,0	316,1	305,8	295,3	284,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	7,4	35,4	24,0	80,9	85,2	87,7	86,8	85,9	85,1	84,2	83,4	82,5
EBITDA	362,9	785,3	769,9	546,3	458,6	538,2	567,0	609,2	598,4	587,3	575,9	564,2
EBITDA adj.	388,7	749,8	745,9	465,4	373,5	450,6	480,2	523,2	513,3	503,1	492,5	481,7
EBITDA skoryg. hedging	332,7	821,2	943,0	436,2	280,5	310,2	422,3	523,2	513,3	503,1	492,5	481,7
EBIT	196,1	608,2	590,2	356,6	263,7	340,9	369,8	411,9	401,1	390,0	378,7	367,0
Saldo działalności finansowej	27,4	-16,0	-9,9	-7,9	-6,7	-5,5	-4,3	-3,1	-1,9	-0,7	-0,1	0,0
Zysk (strata) brutto	223,5	592,4	580,3	348,7	257,0	335,4	365,5	408,8	399,2	389,3	378,6	367,0
Zysk (strata) netto j. dom.	172,8	488,8	459,7	261,3	190,6	252,9	279,3	314,0	306,5	298,7	290,3	281,1
CF [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	350,5	269,1	145,6	497,5	556,3	611,6	533,3	515,3	518,9	509,7	500,4	491,0
Amortyzacja	166,8	177,0	179,7	189,7	195,0	197,3	197,2	197,2	197,2	197,2	197,2	197,2
Zmiana kapitału obrotowego	-6,1	-289,0	-452,2	126,2	146,5	137,1	35,7	-16,2	-3,6	-3,6	-3,5	-3,5
Pozostałe korekty (w tym wydatki na likwidację kopali)	3,9	-111,7	-61,8	-108,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-241,0	-123,0	-160,0	-250,0	-250,0	-195,0	-197,3	-197,2	-197,2	-197,2	-197,2	-197,2
CAPEX	-226,8	-134,7	-160,0	-250,0	-250,0	-195,0	-197,3	-197,2	-197,2	-197,2	-197,2	-197,2
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-77,6	-93,6	-163,2	-119,9	-105,1	-101,8	-150,8	-190,7	-241,8	-265,9	-271,1	-290,3
Dywidenda	-2,8	-36,1	-48,9	-91,9	-78,4	-76,2	-126,4	-167,6	-219,8	-245,2	-268,9	-290,3
Przepływy pieniężne netto	31,9	52,4	-177,6	127,7	201,2	314,8	185,2	127,4	79,9	46,6	32,1	3,5
Środki pieniężne na początek okresu	404,5	436,4	488,8	311,2	438,8	640,0	954,8	1 140,0	1 267,4	1 347,3	1 393,9	1 426,0
Środki pieniężne na koniec okresu	436,4	488,8	311,2	438,8	640,0	954,8	1 140,0	1 267,4	1 347,3	1 393,9	1 426,0	1 429,5

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	-13,0%	40,7%	51,8%	-5,6%	-8,5%	-9,9%	-3,0%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EBITDA zmiana r/r	-2,2%	116,4%	-2,0%	-29,0%	-16,0%	17,3%	5,4%	7,4%	-1,8%	-1,9%	-1,9%	-2,0%
EBIT zmiana r/r	-4,2%	210,2%	-3,0%	-39,6%	-26,0%	29,3%	8,5%	11,4%	-2,6%	-2,8%	-2,9%	-3,1%
Zysk netto zmiana r/r	21,2%	182,9%	-6,0%	-43,2%	-27,1%	32,7%	10,4%	12,4%	-2,4%	-2,5%	-2,8%	-3,2%
Marża brutto na sprzedaży	12,7%	17,5%	12,5%	8,9%	8,0%	10,1%	11,0%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%
Marża EBITDA	10,9%	16,8%	10,8%	8,2%	7,5%	9,7%	10,6%	11,3%	11,0%	10,8%	10,6%	10,3%
Marża EBIT	5,9%	13,0%	8,3%	5,3%	4,3%	6,2%	6,9%	7,6%	7,4%	7,2%	6,9%	6,7%
Marża brutto	6,7%	12,7%	8,2%	5,2%	4,2%	6,1%	6,8%	7,6%	7,4%	7,2%	6,9%	6,7%
Marża netto	5,2%	10,5%	6,5%	3,9%	3,1%	4,6%	5,2%	5,8%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%
COGS / Przychody	87,3%	82,5%	87,5%	91,1%	92,0%	89,9%	89,0%	88,1%	88,2%	88,3%	88,4%	88,5%
SG&A / Przychody	7,0%	5,3%	4,5%	4,7%	5,1%	5,5%	5,8%	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,3%
SG&A / COGS	8,0%	6,4%	5,2%	5,2%	5,5%	6,2%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%
ROE	6,2%	15,1%	12,6%	6,9%	4,9%	6,2%	6,6%	7,1%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%
ROA	4,0%	10,1%	8,7%	4,9%	3,5%	4,6%	4,9%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%
Dług	233,6	246,6	142,2	122,2	102,2	82,2	62,2	42,2	22,2	2,2	0,0	0,0
D/(D+E)	7,7%	7,1%	3,8%	3,1%	2,5%	2,0%	1,4%	0,9%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / Kapitał własny	8,3%	7,6%	3,9%	3,2%	2,6%	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-315,8	-357,3	-284,1	-431,8	-653,0	-987,8	-1 193,0	-1 340,4	-1 440,3	-1 506,9	-1 541,2	-1 544,6
Dług netto / Kapitał własny	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-1,4	-1,8	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,7
Dług netto / EBIT	-1,6	-0,6	-0,5	-1,2	-2,5	-2,9	-3,2	-3,3	-3,6	-3,9	-4,1	-4,2
EV	1 645,6	1 604,2	1 677,3	1 529,7	1 308,5	973,6	768,4	621,1	521,2	454,6	420,3	416,8
Dług / EV	14,2%	15,4%	8,5%	8,0%	7,8%	8,4%	8,1%	6,8%	4,3%	0,5%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,8%	2,9%	2,3%	3,7%	4,1%	3,5%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	135,9%	76,1%	89,0%	131,8%	128,2%	98,8%	100,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	5,0%	3,8%	2,5%	2,8%	3,2%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-6,2%	-6,4%	1,9%	2,4%	2,5%	0,7%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,2%	-21,4%	-18,7%	-31,8%	-25,8%	-22,6%	-21,7%	-35,6%	-21,6%	-21,5%	-21,5%	-21,4%
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
MC/S	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	11,4	4,0	4,3	7,5	10,3	7,8	7,0	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0
P/BV	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE	5,8	2,9	3,1	4,3	5,1	4,4	4,1	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1
EV/EBITDA	4,5	2,1	2,1	3,0	3,6	3,1	2,9	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9
EV/EBIT	8,4	2,7	2,8	4,6	6,2	4,8	4,5	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5
EV/S	0,5	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	502,0	578,9	652,5	682,9	703,0	734,7	762,1	788,3	803,8	813,4	817,3	815,6
EPS	31,0	87,6	82,4	46,8	34,2	45,3	50,0	56,3	54,9	53,5	52,0	50,4
CEPS	60,9	119,3	114,6	80,8	69,1	80,7	85,4	91,6	90,3	88,9	87,4	85,7
FCFPS	22,2	24,1	-2,6	44,4	54,9	74,7	60,2	57,0	57,6	56,0	54,3	52,6
DPS w okresie	0,0	6,0	8,8	16,5	14,0	13,7	22,7	30,0	39,4	43,9	48,2	52,0
Payout ratio	0,0%	6,8%	10,0%	20,0%	30,0%	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%
DY	0,0%	1,7%	2,5%	4,7%	4,0%	3,9%	6,4%	8,5%	11,2%	12,5%	13,7%	14,8%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 351,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krystian Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Krzysztof Tkocz

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczynski

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji Stalprodukt

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	461,0	---	---	13.04.2022	07:30 CEST	351,5	63 863
<i>Kupuj*</i>	<i>702,5</i>	<i>kupuj</i>	<i>685,4</i>	<i>11.05.2018</i>	<i>09:11 CEST</i>	<i>425</i>	<i>60 092</i>
<i>Kupuj*</i>	<i>685,4</i>	<i>kupuj</i>	<i>651,0</i>	<i>04.10.2017</i>	<i>13:22 CEST</i>	<i>473</i>	<i>64 200</i>
<i>Kupuj*</i>	<i>651,0</i>	<i>kupuj</i>	<i>349,2</i>	<i>08.08.2017</i>	<i>15:03 CEST</i>	<i>500</i>	<i>62 948</i>
<i>Kupuj*</i>	<i>349,2</i>	<i>akumuluj</i>	<i>315,8</i>	<i>24.05.2016</i>		<i>292</i>	<i>46 042</i>
<i>Akumuluj*</i>	<i>315,8</i>	<i>redukuj</i>	<i>290,0</i>	<i>08.03.2016</i>		<i>272,7</i>	<i>46 843</i>
<i>Redukuj*</i>	<i>290,0</i>	<i>redukuj</i>	<i>374,2</i>	<i>27.11.2015</i>		<i>319</i>	<i>48 418</i>
<i>Redukuj*</i>	<i>374,2</i>	<i>kupuj</i>	<i>292,1</i>	<i>09.07.2015</i>		<i>440</i>	<i>51 659</i>
<i>Kupuj*</i>	<i>292,1</i>	---	---	<i>05.09.2014</i>		<i>231</i>	<i>54 250</i>

*- autorem raportów nt. Stalprodukt w latach 2014-2018 był Maciej Bobrowski

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA — stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'22*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 13.04.2022 roku (07:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 20.04.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się niekorzystne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 12.04.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
 - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
 - Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.