

## Stalprofil

### Fortuna kołem się toczy

**Rozpoczynamy pokrycie Stalprofil z rekomendacją SPRZEDAJ i ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 8,0 PLN za akcję (spadek 7,4%).**

Po rekordowych wynikach w 2021-22, w FY23e prognozujemy spadek EBITDA o 56% r/r do PLN 55mln. Na rynku zauważalna jest normalizacja cen stali. W samym lipcu i sierpniu cena stali HRC spadła o 15% vs. 2kw'23, ale w dalszym ciągu utrzymuje się ona 32% powyżej średniej (500 EUR/t) z lat 2015-20. W oparciu o historyczne ceny stali oraz marże w danym okresie, wynika, że na rentowność dystrybutorów tego surowca mocniej oddziałuje sama zmiana ceny niż jej poziom, co skłania do estymacji negatywnego efektu FIFO i spadku marży EBIT w segmencie stalowym o 4,2pp. r/r. Obecnie popyt na stal nie jest wysoki, a jej produkcja w Polsce w 1H'23 spadła o 21,7% r/r. Dodatkowo, duża konkurencja (udział Stalprofil w zużyciu jawnym stali w Polsce ok. 2%), może przełożyć się na większą walkę o klienta poprzez negatywny wpływ na marżę. Niższy popyt wpływa również negatywnie na sprzedaż wolumenową, która w 2023r. według naszych szacunków spadnie o 14% r/r. Dalsze spadki cen odzwierciedlają w części spadek kosztów wsadu do produkcji stali dla metody BOF i EAF, który w lipcu i sierpniu spadł odpowiednio o 5% i 14% vs. 1H'23.

Segment infrastruktury podobnie jak stalowy również odczuwa mniejszą liczbę nowych inwestycji. Szacujemy, że popyt na izolację rur związaną z siecią przesyłową gazu może być mniejszy w najbliższych kilku kwartałach, o czym świadczy chociażby mniejsza liczba raportowanych zleceń czy niższy backlog o 460mln PLN w 1kw'23 vs. 2kw'21. Dodatkowo, według planu rozwoju systemu przesyłowego opublikowanego przez Gaz-System, wynika, że plany na lata 2023-27 w dalszym ciągu są ambitne, ale nie aż tak jak we wcześniejszych latach - średnia roczna długość sieci przesyłowej w latach 2023-27 wyniesie 285km vs. 530km w 2020-22. Niemniej jednak, niższe wolumeny w infrastrukturze Stalprofil, może zbilansować wyższą marżą wynikającą ze spadających cen polietylenu i polipropylenu.

**Według naszych prognoz Stalprofil wyceniany jest na średnim wskaźniku C/Z na lata 2023-25 w wysokości 6,4x, co oznacza 16% premię w stosunku średnika wskaźnika z lat 2018-20.**

### Stalprofil, kluczowe dane finansowe, PLN mln

PLN mln	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	1648,3	2215,6	1338,7	1341,8	1449,0	1480,8
EBITDA	163,4	125,5	55,1	52,1	63,1	46,9
Zysk netto	115,9	78,7	20,4	22,4	29,8	19,2
EPS	6,6	4,5	1,2	1,3	1,7	1,1
DPS	0,2	1,3	0,7	0,2	0,3	0,3
Stopa dywidendy	2,7%	14,2%	8,6%	2,7%	3,0%	3,9%
C/Z	1,4	2,0	7,4	6,7	5,1	7,9
EV/EBITDA	1,7	2,5	5,0	4,4	3,7	4,8

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

## Sprzedaj (raport inicjujący)

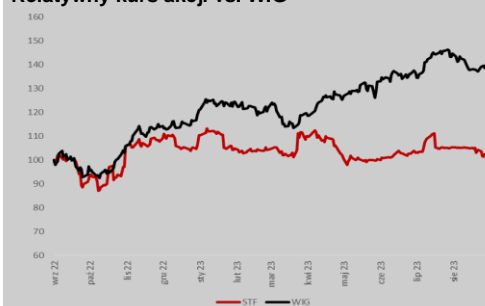
**Cena docelowa PLN 8,00**

**Potencjał wzrostu -7,4%**  
Cena akcji (07.09.2023) PLN 8,64

**ESG rating B**

**Ocena końcowa ESG 1,10**

### Relatywny kurs akcji vs. WIG



### NADCHODZĄCE WYDARZENIA

3Q'23 24 listopad

### INFORMACJE O AKCJACH

Bloomberg	STF PW
Free float (%)	44,1
Kapitalizacja (PLN mln)	151
Liczba akcji (mn)	17,5

Akcjonariat  
 ArcelorMittal Poland 31,5%  
 MZZ - Dąbrowa Górnicza 16,9%  
 MOZ NSZZ Solidarność 7,5%

**Michał Hanc**  
[michal.hanc@pekao.com.pl](mailto:michal.hanc@pekao.com.pl)



## Spis treści

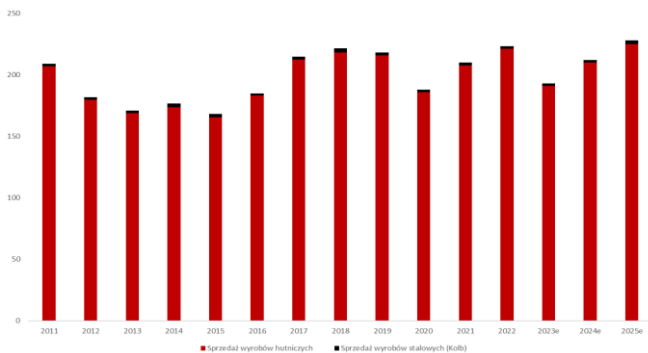
Teza inwestycyjna.....	3
ESG Rating.....	8
Wycena.....	8
Model biznesowy.....	11
Rynek stali.....	17
Rynek sieci przesyłowych gazu.....	19
Czynniki ryzyka.....	21
Kluczowe dane finansowe .....	22
Disclaimer.....	24

## Teza inwestycyjna

### Segment stalowy

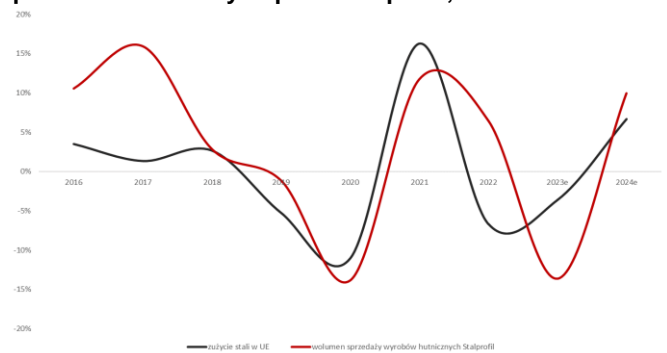
W Polsce i Europie utrzymuje się negatywny trend zużycia oraz produkcji stali, w 1H'23 w Unii Europejskiej produkcja spadła o 10,9% r/r, a w Polsce spadek wyniósł nawet 21,7% r/r. Mniejszy popyt na produkty stalowe zauważalny jest już od 2H'22. Załamanie rynkowe jest odczuwalne w całej Europie, natomiast skala spadków w kraju jest jeszcze większa między innymi przez brak funduszy z KPO. **Zakładamy spadek wolumenów w 2023 r. o 14% r/r oraz wzrost o 10% r/r w 2024 r., z tym, że widocześniejszego odreagowania spodziewamy się dopiero w drugiej połowie 2024 r.**

**Sprzedaż wyrobów hutniczych oraz stalowych (tys. ton), 2011-25e**



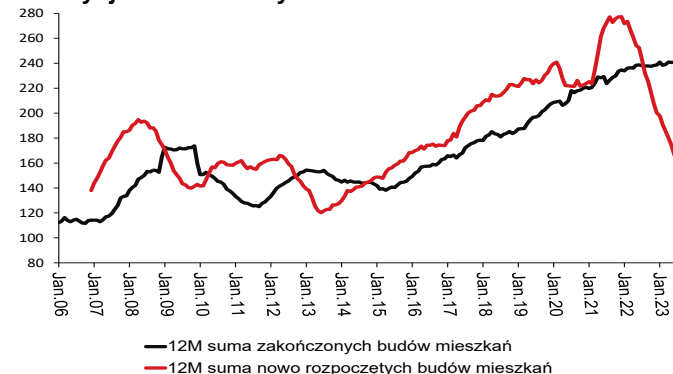
Źródło: Spółka, Eurofer, Biuro Maklerskie Pekao

**Dynamika r/r zużycia stali w UE oraz wolumen sprzedaży produktów hutniczych przez Stalprofil, 2016-24e**



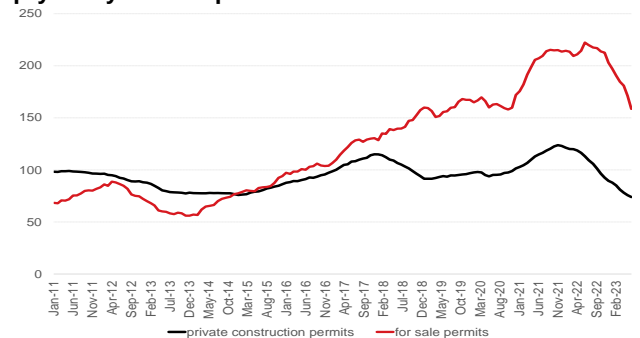
Słaby popyt widoczny jest zwłaszcza w budownictwie, inżynierii mechanicznej, AGD i towarach konsumpcyjnych. Budownictwo zużywa najczęściej produkowanej stali - w Europie jest to ok. 35%, a w Polsce aż 40%. Spółki stalowe w Polsce liczą, że uruchomiony w lipcu'23 program rządowy - Bezpieczny Kredyt 2% spowoduje poprawę na rynku. Z obecnych danych wynika, że zainteresowanie programem jest wysokie (BIK index wyniósł 273% w lipcu i 300% w sierpniu), **jednak podaż mieszkań jest niewystarczająco duża w stosunku do popytu, co widać chociażby po malejącej ofercie deweloperów.** Dodatkowo, jak wynika z danych GUS, liczba nowo rozpoczętych budów mieszkań w Polsce w lipcu'23 spadła o 0,5% r/r do 16,2 tys. sztuk. **W ciągu ostatnich 12 miesięcy suma nowo rozpoczętych budów mieszkań wyniosła 166,1 tys., co oznacza spadek o 31,7% r/r i najniższą aktywność od grudnia 2016 r.** Dodatkowo, liczba pozwoleń na budowę również spada. W lipcu'23 wyniosła ona 155.5 tys. za ostatnie 12 miesięcy dla deweloperów i była najniższa od października 2021r.

**12-miesięczna suma nowo rozpoczętych i ukończonych inwestycji mieszkaniowych w latach 2006-23**



Źródło: GUS, Biuro Maklerskie Pekao

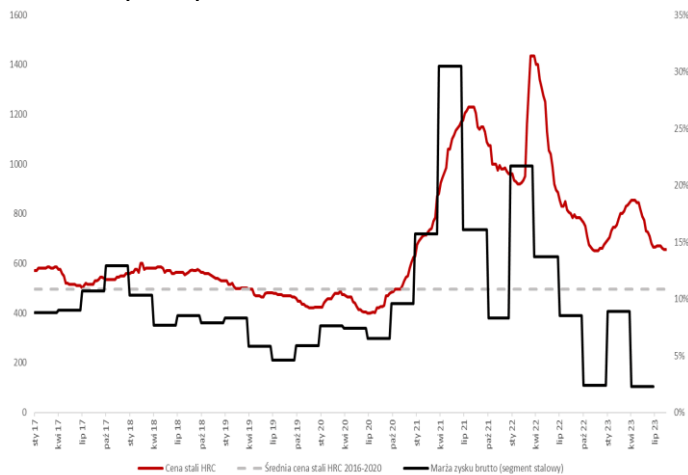
**12-miesięczna suma pozwoleń na budowę mieszkań prywatnych i na sprzedaż w latach 2011-23**



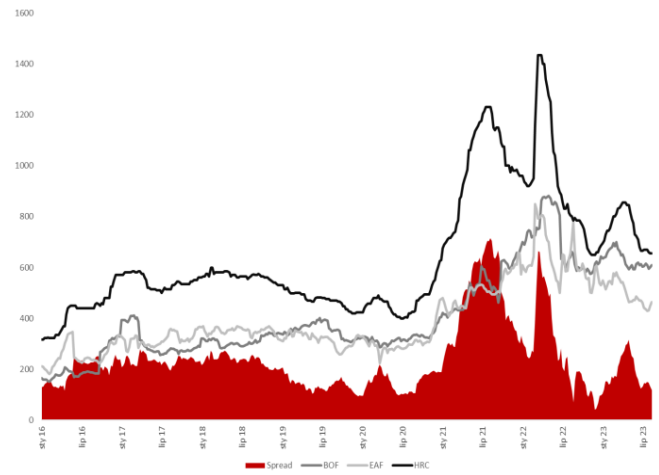


Jeśli cena stali spada, przekłada się to na niższy średni przychód na tonę stali, ponieważ sprzedaż najczęściej realizowana jest po cenie bieżącej. **Dodatkowo, negatywnie oddziałuje efekt FIFO, który wykazuje w RZiS koszt najwcześniej zakupionego towaru, co przy spadającej cenie stali wpływa na niższą marżę dystrybutorów.** Spółka w ostatnich latach poprawiła cykl rotacji zapasów - Stalprofil średnio odnawia stan zapasów co 45 dni (w oparciu o dane jednostkowe). **W przypadku dystrybutorów stali, dla samej marży ważniejszym aspektem od ceny stali jest jej zmienność.** Dobrze widać to na poniższym wykresie, gdzie marża zysku brutto ze sprzedaży jest niższa pomimo wyższej ceny stali, ale również wyższej zmienności i przede wszystkim trajektorii spadkowej ceny, niż w okresie kiedy ceny tego surowca są niższe ale stabilniejsze. W 1H'23 spadły ceny dla wyrobów hutniczych, według PUDS średnia cena profilu HEB200 w czerwcu była o 35% niższa r/r oraz o 12% kw/kw. Po rekordowym szczycie cenowym z marca'22, kiedy za pręt żebrowy trzeba było zapłacić 7700 – 8000 PLN/t netto, od końca lutego 2023 zauważalna jest pewna stabilizacja. Potwierdza to również cena stali europejskiego HRC, która w lipcu i sierpniu wyniosła średnio 660 EUR/t vs. 780 EUR/t w 2kw'23 oraz 930 EUR/t w całym 2022r. **Na rynku zauważalna jest normalizacja cen stali, natomiast cena HRC, która w lipcu i sierpniu średnio wyniosła 660 EUR/t jest wciąż powyżej 500 EUR/t tj. średniej z lat 2015-20.** Zatem, potencjalnie istnieje jeszcze miejsce na dalszy spadek. Tym bardziej, że popyt na stal nie jest wysoki, co przy tak rozdrobnionym rynku (udział Stalprofil w zużyciu jawnym stali w Polsce ok. 2%), może dodatkowo wpływać na większą walkę o klienta poprzez negatywny wpływ na marżę. Co więcej, spada również koszt wsadu potrzebny do produkcji stali. Według naszego modelu (model został przedstawiony w części rynkowej), w lipcu i sierpniu koszt wsadu dla BOF oraz EAF spadł odpowiednio o 5% i 14% w porównaniu do 1H'23.

**Kwartalna marża zysku brutto segmentu stali (%) oraz cena stali HRC (EUR/t), 2017-23**



**Spread pomiędzy ceną stali a średnim kosztem wsadu BOF&EAF, 2016-23**



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

## Segment infrastruktury

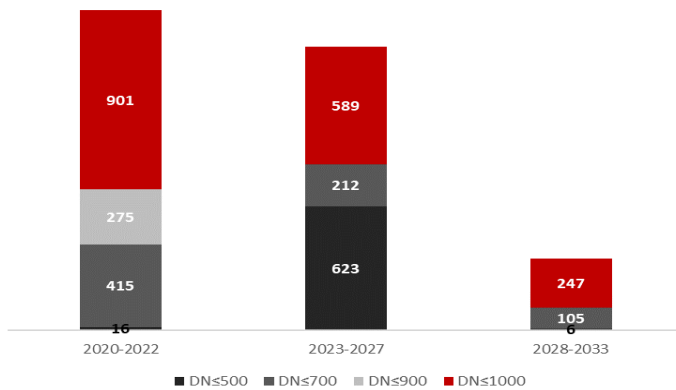
Według krajowego dziesięcioletniego planu rozwoju systemu przesyłowego zaprezentowanego na lata 2024-33, łączna długość sieci przesyłowej powinna wzrosnąć do ok. 13.6 tys. km, z czego infrastruktura wybudowana w latach 2020-2022 wyniosła około 1.6 tys. km. Jak wskazuje Gaz-System w latach od 2023-2027, długość sieci przesyłowej ma wzrosnąć o 1.4 tys. km. **Wynika z tego, że w okresie 2020-22 średnia roczna długość sieci przesyłowej wzrosła o ok. 530 km vs. 285 km w latach 2023-27.** Oczywiście, w kolejnych okresach plany rozwoju systemu przesyłowego są nadal ambitne, natomiast nie na tak wysokim poziomie jak w latach ubiegłych. Może mieć to wpływ na mniejszy popyt na izolację rur związaną z siecią przesyłową gazu w najbliższych latach. Gaz-



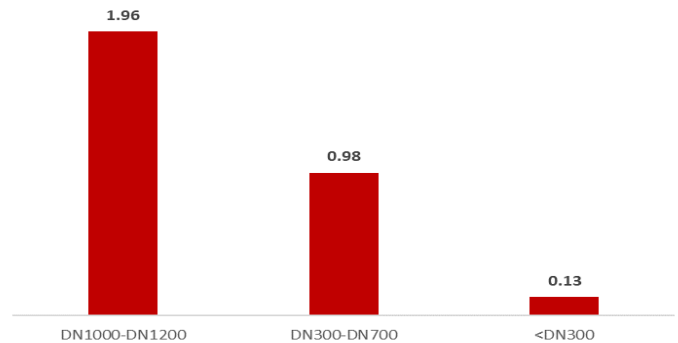
System przygotował długoterminową estymację na zapotrzebowanie przesyłowe na lata 2023-45, w której prognozuje redukcję popytu, głównie przez zwiększenie udziału OZE, wzrost efektywności energetycznej instalacji zasilanych paliwem gazowym oraz termomodernizację budynków.

Dodatkowo, na uwagę zasługuje również średnica rur w planie rozwoju sieci przesyłowej. **W okresie 2020-22, Gaz-System zgłaszał zapotrzebowanie na średnice DN≤1000 o długości ponad 900km, w okresie 2023-27, długość DN≤1000 spada do 589 km, przy jednoczesnym wzroście DN≤500.** Jak wynika z historycznych umów z Gaz-System oraz innymi klientami Stalprofil w przedziale czasowym od 2018 do 2023, **za 1km gazociągu Stalprofil otrzymywał około 2mln PLN za średnicę DN1000-DN1200 vs. 1mln PLN za średnice w przedziale DN300-DN700.**

**Krajowy dziesięcioletni plan rozwoju systemu przesyłowego na lata 2020-33, wg. długości w km oraz średnicy w mm**



**Wartość 1 km gazociągu w podziale na średnice (km/mln PLN) w oparciu o umowy z Gaz-System oraz innymi kontrahentami**



Źródło: Spółka, Gaz-System, Biuro Maklerskie Pekao

Stalprofil poinformował, że w sierpniu 2022 r. podpisał umowę ramową w zakresie dostaw rur dla Gaz-System. Umowa Ramowa zawarta została na okres 4 lat, o łącznym wynagrodzeniu nie przekraczającym 1,8mld PLN netto oraz całkowitej długości około 791km. Umowa ramowa składa się z umów częściowych, na które Gaz-System będzie organizował poszczególne przetargi, natomiast warto pokreślić, że **udział Stalprofil w ostatniej umowie ramowej wyniósł aż 70%. Z drugiej strony, wydaje się, że popyt na izolację rur związaną z siecią przesyłową gazu może być mniejszy w najbliższych kilku kwartałach, o czym świadczy chociażby mniejsza liczba raportowanych umów (ESPI), czy ostatnio zaraportowany backlog w 1kw'23 na poziomie 320mln PLN vs. 780mln PLN w 2kw'21. W 1H'23 wolumen sprzedaży izolacji antykorozyjnych na rurach stalowych był niższy o 45.9% r/r.** Spadek wolumenu spółka tłumaczy brakiem finansowania z KPO oraz ułożeniem się harmonogramem dostaw na rzecz Gaz-Systemu. Niemniej jednak, niższe przychody wynikające z mniejszego wolumenu izolacji **spółka może zbilansować wyższą marżą wynikającą ze spadających cen polietylenu i polipropylenu.** Ceny tych surowców w lipcu i sierpniu 2023 spadły o około 13% w porównaniu do 1H'23, a trend spadkowy utrzymuje się od połowy 2022r. Oczywiście, należy brać pod uwagę, że **Stalprofil może zacząć zwiększać liczbę umów w kolejnych kwartałach, co chociażby może być związane z budową w 2024r. części lądowej terminala regazyfikującego FSRU w Zatoce Gdańskiej o łącznej długości 250km i średnicy 1000mm.** Natomiast, obecnie segment infrastruktury podobnie jak stalowy odczuwa mniejszą liczbę nowych inwestycji związaną ze spowolnieniem gospodarczym. Sytuacji nie poprawi również pojawienie się nowej konkurencji. Huta Łabędy należąca do Węgłokoksu ogłosiła, że chce stworzyć linie do izolacji zewnętrznej i wewnętrznej rur, co mogłoby znacząco wpłynąć na wolumen nowo podpisywanych umów.

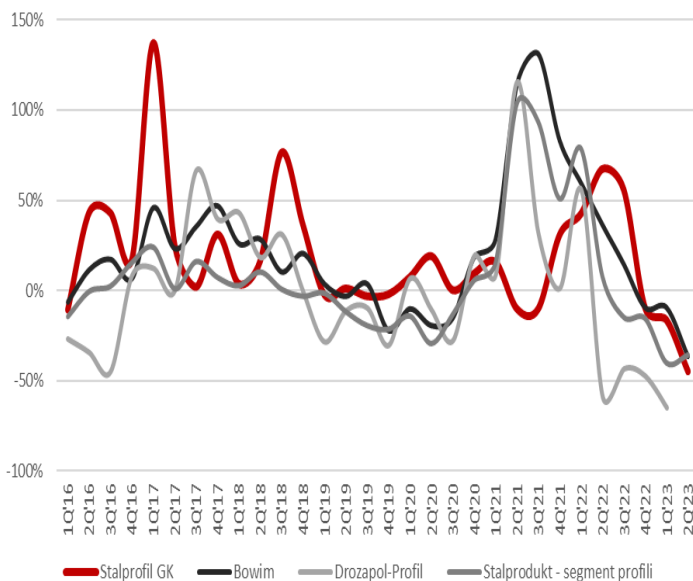
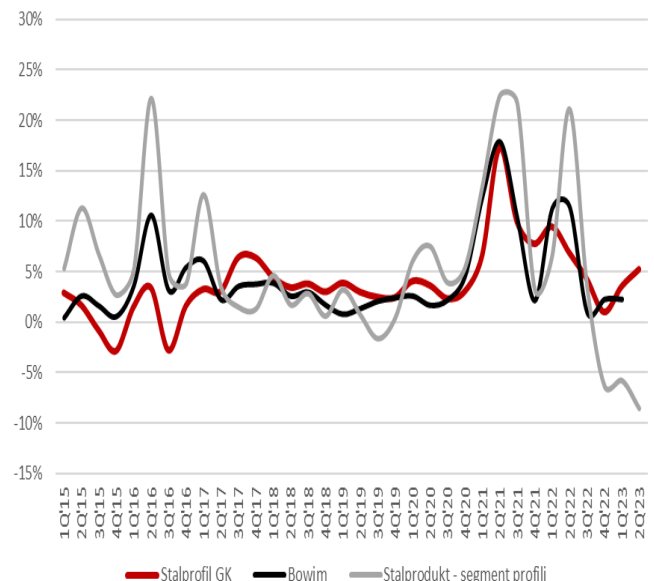
**Zestawienie umów raportowanych przez Stalprofil w ESPI od 2018**

Typ	zawarcia umowy	Przedmiot	Średnica	Termin realizacji	Wartość netto (mln zł)	Długość gazociągu (km)	Kwota gazociągu (km/mln PLN)	Zawarcie umowy
Zawarcie umowy częściowej	01.02.2018	Gazociąg Strachocina - Pogórska Wola	DN1000	01.06.2018-31.08.2018	75.2	40	1.9	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	01.02.2018	Gazociąg Tworzeń - Tworzeń	DN1000	01.06.2018-28.02.2019	93.8	55	1.7	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	28.03.2018	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.09.2018-31.01.2019	70.9	41	1.7	Gaz-System
Umowa ramowa	20.02.2018	Umowa ramowa z PGNiG			80.452			PGNiG
Zawarcie umowy częściowej	30.07.2018	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.01.2019-30.07.2019	116.1	65	1.8	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	13.02.2019	Gazociąg Polska - Słowacja	DN1000	01.06.2019-30.09.2019	33.1	19	1.7	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	14.03.2019	Gazociąg Pogórska Wola - Tworzeń	DN1000	01.09.2019-31.01.2020	121.2	64	1.9	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	20.03.2019	Gazociąg Polska - Litwa zam. 2	DN700	01.01.2020-31.07.2020	65.4	72	0.9	Gaz-System
Zawarcie umowy	25.07.2019	Budowa gazowego połączenia międzysystemowego Polska-Litwa (GIPL) na	DN700	do 31.12.2021	112.5	170	0.7	AB Amber Grid
Umowa ramowa	16.08.2019	Umowa ramowa z Gaz-System			2793.2	1707		Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	30.04.2020	Gazociąg Baltic Pipe	DN1000	01.11.2020-30.04.2021	97.1	55	2.2	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	17.06.2020	Gazociąg Polska - Litwa nr. 3	DN700	01.10.2020-30.04.2021	45.9	63	0.9	Gaz-System
Zawarcie umowy	14.07.2020	Rurociąg Boronów - Trzebinia	DN250, DN500 i DN700	do 31.03.2021	24.3			PERN
Zawarcie umowy częściowej	24.07.2020	Gazociąg Polska - Litwa nr.1	DN700	15.10.2020-15.03.2021	35.5	37	1.2	Gaz-System
Zawarcie umowy częściowej	08.06.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów	DN1000	15.10.2021-30.04.2022	169.7	75	2.8	Gaz-System
Zawarcie umowy	30.07.2021	Sieci przesyłowe EC Czechnica - w m. Siechnice	DN500 (5km) i DN300	do 18 tygodni	13.9	12	1.4	
Aneks	23.11.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów oraz Dolna Odra	DN1000	15.05.2022 - 31.10.2022	218.6	79	3.4	Gaz-System
Zawarcie umowy	23.11.2021	Gazociąg Gustorzyn - Wronów oraz Dolna Odra	DN700	01.04.2022-31.08.2022	51.1	37	1.7	Gaz-System
Zawarcie umowy	13.06.2022	Skoczów-Komorowice-Oświęcim-Tworzeń	DN700	01.01.2023-30.06.2023	94.3	40	2.4	Gaz-System
Umowa ramowa	24.08.2022	Umowa ramowa z Gaz-System			1778.7	791		Gaz-System
Zawarcie umowy	22.02.2023	Gazociąg relacji Lubienia - Masłów	DN400	11 miesięcy od zawarcia	31	8.8	3.6	PSG
Zawarcie umowy	25.08.2023	Kruszwica - Inowrocław	DN350	12 miesięcy od zawarcia	33.3	11	3.0	PSG

Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

**Momentum wyników, zadłużenie i dywidenda**

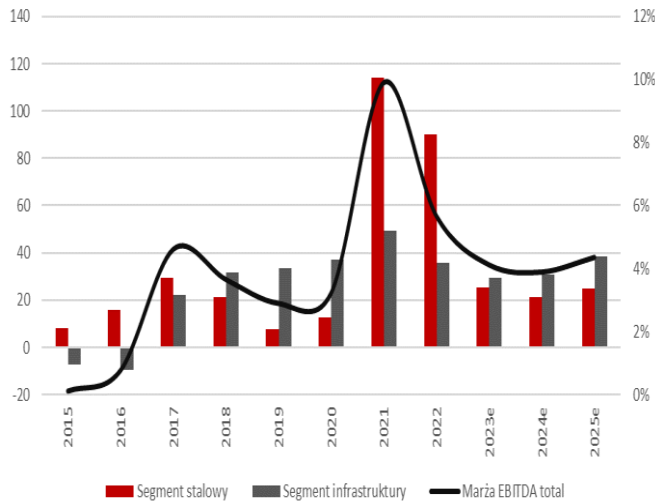
Stalprofil dobrze wykorzystał znakomite wyniki z 2021 r. oraz 2022 r. do poprawienia swojej sytuacji bilansowej czy wypłacenia hojnej dywidendy. Na koniec 2kw'23 wskaźnik długu netto do EBITDA za ostatnie 12 miesięcy wyniósł 0,9x co jest znaczną poprawą tego wskaźnika w porównaniu chociażby z 1kw'20, wynoszącym wówczas 4,0x. **Niemniej jednak, wraz ze spadkiem EBITDA prognozujemy wzrost wskaźnika DN/EBITDA do poziomu 2,2x na koniec 2023r.** Spółka ma bardzo długą historię regularnej wypłaty dywidendy. W okresie lepszej i gorszej koniunktury Stalprofil dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Wskaźnik wypłaty dywidendy utrzymuje się na poziomie ok. 20%, co przy rekordowych zyskach za lata 2021 czy 2022 dało stopę dywidendy (przy obecnym kursie) odpowiednio na poziomie ponad 13% i 8%. **Z drugiej jednak strony, normalizacja przyszłych wyników przy utrzymaniu wskaźnika wypłaty dywidendy w wysokości 20% przełoży się na znacznie niższą dywidendę na akcję w kolejnych latach.**

**Dynamika przychodów r/r, interwał kwartalny 2016-23**

**Marża EBITDA, interwał kwartalny 2015-23**


Źródło: Spółki, Biuro Maklerskie Pekao

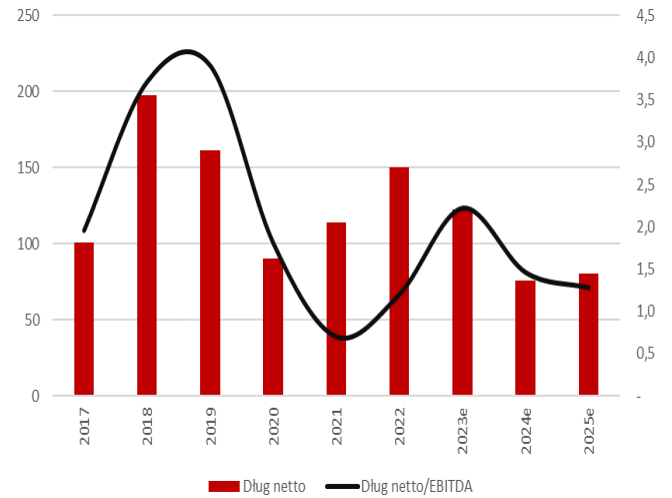


**Stalprofil – EBITDA (mln PLN, lewa oś), marża EBITDA (%), 2015-25e**

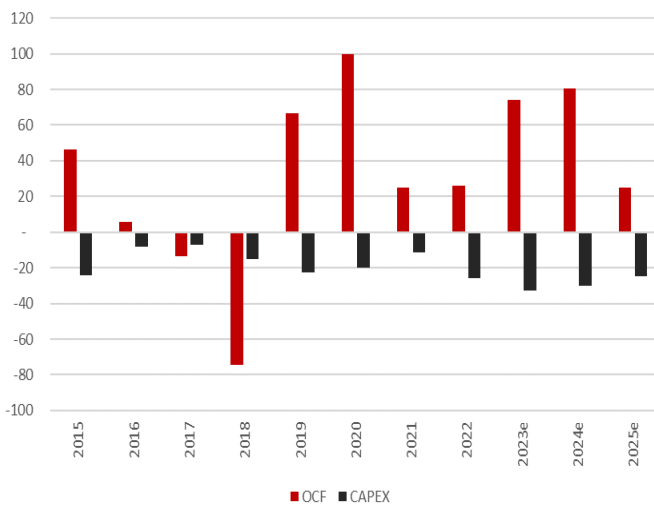


Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

**Stalprofil – dług netto (mln PLN, lewa oś) oraz dług netto/EBITDA (prawa oś), 2017-25e**

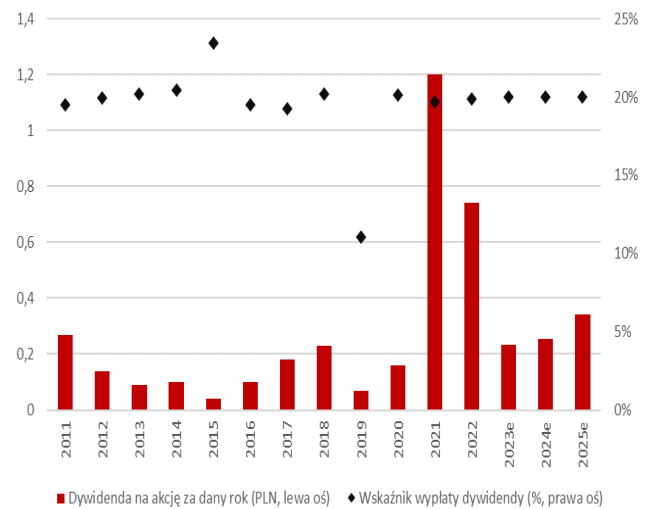


**Stalprofil – OCF oraz CAPEX (mln PLN), 2015-25e**



Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

**Stalprofil – dywidenda na akcję (PLN, lewa oś) oraz wskaźnik wypłaty dywidendy (%), 2011-25e**





## ESG rating

Nasz rating ESG opiera się na ocenie szeregu kryteriów związanych z E-S-G z odpowiednio 50/25/25% wagą w całkowitej ocenie. Nasza metodologia implikuje ostateczny wynik ESG dla Stalprofil na poziomie 1,10 i rating ESG "B". Zgodnie z naszą metodologią rating "B" przekłada się na -7,5% dyskonta w premii za ryzyko kapitałowe w naszych obliczeniach kosztu kapitału własnego.

	E	S	G
Wynik	1,12	1,00	1,15
Waga sektora	50%	25%	25%
<b>Końcowy wynik ESG</b>	<b>1,10</b>		
<b>ESG Rating</b>	<b>B</b>		

	od	do	Rating	Wpływ w premii za ryzyko
<b>wynik ESG</b>	1,5	2	<b>A</b>	-15,00%
	1	1,5	<b>B</b>	-7,50%
	0,5	1	<b>C</b>	0%
	0	0,5	<b>D</b>	15,00%

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao

## Wycena

Nasza wycena implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 8,00 PLN za akcję, co stanowi 7,4% potencjalnego spadku. Wycena została oparta jedynie o metodę DCF, a wycena porównawcza jest przedstawiona jedynie w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

### Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letnią wycenę DCF dla Stalprofil w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności firmy do 2029r. Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5,7% od 2024-29e i 4% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 5,8% od 2024-29e i 5,0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1,0.
- Dodatkowe dyskonto ESG do kosztu kapitału własnego równe -0,4% od 2024-29e i -0,3% w okresie rezydualnym (7,5% stopy wolnej od ryzyka) w oparciu o rating ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 2%.
- Krańcowa stawka podatku dochodowego w wysokości 19%.
- Marża EBIT na poziomie 2,9% w okresie rezydualnym – uwzględnienie średniej z cyklu gospodarczego.
- Udziały niekontrolujące w Izostal na bazie wyceny rynkowej.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 1%.



## Wycena DCF

### Kalkulacja WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Okres rezydualny
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	4,0%
Premia za ryzyko	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,0%
ESG dyskonto/premia	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,3%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>8,7%</b>
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	6,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>4,9%</b>
Waga kapitału własnego	70%	71%	75%	96%	97%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,0%</b>	<b>8,7%</b>

### Wycena DCF

(PLN mln)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Okres rezydualny
Przychody	1.342	1.449	1.481	1.343	1.391	1.416	1.429,8
EBIT	35,6	45,9	29,6	34,4	34,9	33,2	41,5
Podatek od EBIT	-6,8	-8,7	-5,6	-6,5	-6,6	-6,3	-7,9
<b>NOPAT</b>	<b>28,8</b>	<b>37,2</b>	<b>24,0</b>	<b>27,9</b>	<b>28,3</b>	<b>26,9</b>	<b>33,6</b>
Amortyzacja	16,6	17,2	17,3	17,3	17,6	17,8	17,8
Zmiana KON	27,7	-29,5	-13,8	42,6	-14,5	-7,5	5,0
CAPEX	-30,0	-25,0	-15,0	-20,0	-25,0	-20,0	-20,0
<b>FCFF</b>	<b>-12,3</b>	<b>58,8</b>	<b>40,1</b>	<b>-17,4</b>	<b>35,3</b>	<b>32,3</b>	<b>26,4</b>

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym  
 Wartość rezydualna

Współczynnik dyskontowy	0,91	0,83	0,76	0,68	0,62	0,56	0,51
Zdyskontowane przepływy - 31.12.2023	-11,3	49,0	30,4	-11,9	21,8	17,9	190,5
<b>Enterprise value - 31.12.2023</b>	<b>286,4</b>						

Udziały niekontrolujące w I zostal (wycena rynkowa)	33,8
Dług netto	122,3
Inne korekty	0,0

<b>Wartość akcji - 31.12.2023</b>	<b>130,4</b>
Liczba akcji (mln)	17,5
<b>12M cena docelowa na akcję (PLN)</b>	<b>8,00</b>
Obecna cena akcji (PLN) na 7 września	8,64
<b>Potencjał do wzrostu/spadku</b>	<b>-7,4%</b>

Wzrost przychodów	0%	8%	2%	-9%	4%	2%	1,0%
<b>marża EBIT</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,9%</b>
Podatek	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Capex/przychody	2,2%	1,7%	1,0%	1,5%	1,8%	1,4%	1,4%
Capex/amortyzacja	181,0%	145,7%	86,7%	115,5%	142,1%	112,1%	112,1%

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

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym/WACC	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
7,7%	7,29	8,00	8,82	9,75	10,83	12,11	13,63
<b>8,2%</b>	<b>6,66</b>	<b>7,29</b>	<b>8,00</b>	<b>8,82</b>	<b>9,75</b>	<b>10,83</b>	<b>12,11</b>
<b>8,7%</b>	<b>6,10</b>	<b>6,66</b>	<b>7,29</b>	<b>8,00</b>	<b>8,82</b>	<b>9,75</b>	<b>10,83</b>
<b>9,2%</b>	<b>5,59</b>	<b>6,10</b>	<b>6,66</b>	<b>7,29</b>	<b>8,00</b>	<b>8,82</b>	<b>9,75</b>
<b>9,7%</b>	<b>5,14</b>	<b>5,59</b>	<b>6,10</b>	<b>6,66</b>	<b>7,29</b>	<b>8,00</b>	<b>8,82</b>

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

marża EBIT/CAPEX w okresie rezydualnym	2,15%	2,40%	2,65%	2,90%	3,15%	3,40%	3,65%
-25,0	1,95	3,23	4,51	5,79	7,07	8,35	9,63
<b>-22,5</b>	<b>3,05</b>	<b>4,33</b>	<b>5,62</b>	<b>6,90</b>	<b>8,18</b>	<b>9,46</b>	<b>10,74</b>
<b>-20,0</b>	<b>4,16</b>	<b>5,44</b>	<b>6,72</b>	<b>8,00</b>	<b>9,28</b>	<b>10,57</b>	<b>11,85</b>
<b>-17,5</b>	<b>5,27</b>	<b>6,55</b>	<b>7,83</b>	<b>9,11</b>	<b>10,39</b>	<b>11,67</b>	<b>12,95</b>
<b>-15,0</b>	<b>6,37</b>	<b>7,65</b>	<b>8,93</b>	<b>10,22</b>	<b>11,50</b>	<b>12,78</b>	<b>14,06</b>

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao



## Wycena mnożnikowa

	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
<b>Dystrybucja stali, rury oraz inne</b>							
Jacquet Metals	JCQ FP	5,2	6,0	5,6	4,5	5,0	4,6
BE Group AB	BEGR SS	8,8	5,6	6,7	6,3	4,8	5,4
Klöckner & Co	KCO GY	23,2	10,4	8,4	5,6	4,4	4,0
Tubacex	TUB SM	8,0	6,5	6,4	5,6	4,9	4,6
Tenaris	TEN IM	5,7	7,4	8,6	3,6	4,5	5,1
Stalprodukt	STP PW	3,9	5,3	7,6	1,3	1,5	1,7
MFO	MFO PW	12,4	6,7	4,8	5,5	3,4	2,9
<b>Produkcja stali</b>							
ArcelorMittal	MT NA	5,1	5,5	4,7	3,6	3,8	3,5
SSAB	SSABA SS	5,0	8,2	8,8	2,6	3,7	3,9
thyssenkrupp	TKA GY	29,3	9,4	6,7	1,1	1,0	0,9
voestalpine	VOE AV	4,8	7,8	8,1	2,9	3,9	4,0
Salzgitter	SZG GR	5,4	5,4	5,6	3,1	3,1	3,0
Cognor	COG PW	5,5	11,4	8,1	5,0	6,2	5,1
<b>Mediana - Dystrybucja stali, rury oraz inne</b>		<b>8,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>
<i>Waga (%)</i>		<i>33%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>
<b>Mediana - Produkcja stali</b>		<b>5,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>
<i>Waga (%)</i>		<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
<b>Stalprofil</b>		<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>
<i>Premia/dyskonto vs. mediana</i>		<i>-8%</i>	<i>3%</i>	<i>-24%</i>	<i>-9%</i>	<i>-3%</i>	<i>-20%</i>
<b>Implikowana cena (PLN/akcja)</b>		<b>9,4</b>	<b>8,4</b>	<b>11,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,0</b>	<b>11,9</b>
<b>Implikowana cena (PLN/akcja)</b>		<b>10,0</b>					

Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao



## Model biznesowy

**Stalprofil S.A. jest spółką dominującą w (GK) Grupie Kapitałowej Stalprofil.** Podstawowym przedmiotem działalności Stalprofil S.A. jest obrót wyrobami hutniczymi. Spółka od 2005 r. realizuje strategię rozwoju poprzez rozszerzenie działalności na inne segmenty rynku, co pozwala na ograniczenie ryzyka rynkowego związanego z wahaniami koniunktury na rynku stalowym, jak również zwiększenie skali. Spółka dominująca dywersyfikuje swoją działalność na segment infrastruktury sieci przesyłowych gazu i innych mediów za pośrednictwem samobilansującego się i będącego odrębnym pracodawcą **Stalprofil odział w Zabrze**. Do Grupy Kapitałowej należą również spółki zależne (których wyniki objęte są konsolidacją pełną):

**Izostal S.A.** stał się częścią GK Stalprofil w 2005 r. **Stalprofil S.A. posiada pakiet 60,28% akcji.** Izostal jest firmą produkcyjno-handlową specjalizującą się w produkcji i dostawach zaawansowanych technologicznie izolacji antykorozyjnych rur stalowych, wykorzystywanych głównie do budowy rurociągów przesyłowych. Firma osiągnęła pozycję jednego z wiodących dostawców rur dla sektora gazowniczego w Polsce i CEE. Dostarcza również rury dla przemysłu paliwowego, ciepłownictwa, wodociągów czy kanalizacji. Izostal zajmuje się również dystrybucją rur stalowych, wyrobów hutniczych oraz armatury stalowej.

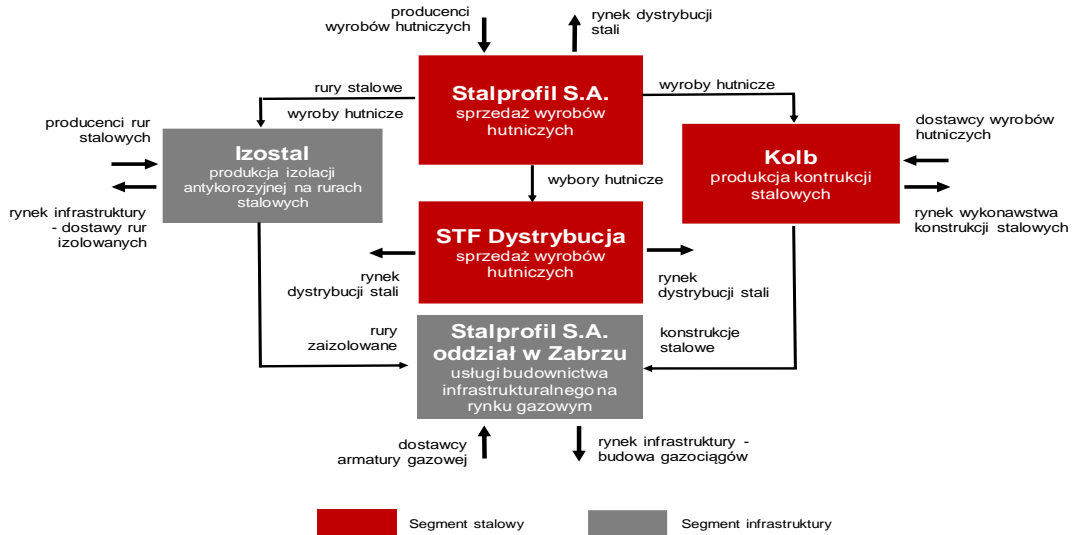
**Kolb sp. z o.o.** jest w GK Stalprofil od 2008 r. **Izostal posiada 100% udziałów w spółce Kolb, a więc Stalprofil S.A. posiada 60,28% udziałów w Kolb.** Spółka zajmuje się produkcją i montażem konstrukcji stalowych, wykonując m.in.: metalowe budowle prefabrykowane (hale przemysłowe, salony samochodowe, hale handlowe hipermarketów, stacje benzynowe), konstrukcje metalowe (szkielety konstrukcyjne dla przemysłu i budownictwa, słupy, kratownice, wieże i inne elementy). Spółka oferuje również usługi montażu konstrukcji stalowych czy malowanie konstrukcji stalowych farbami podkładowymi oraz farbami do zabezpieczeń przeciwpożarowych.

**STF Dystrybucja sp. z o.o.** została zawiązana w 2018 r. Celem utworzenia spółki było powołanie w ramach GK podmiotu zajmującego się handlem stalą, wspierającego działania spółki matki zmierzające do intensyfikacji sprzedaży wyrobów hutniczych, przy jednoczesnej minimalizacji kosztów finansowych zabezpieczenia transakcji handlowych na poziomie GK.

Działalność przedsiębiorstw wchodzących w skład GK jest wzajemnie komplementarna. Umożliwia to osiągnięcie efektów synergii. W GK Stalprofil wyodrębnione zostały **dwa segmenty działalności:**

- **Segment stalowy** – działalność związana z handlem, przetwórstwem i usługami na rynku stalowym. Segment stalowy obejmuje handel wyrobami hutniczymi głównie przez Stalprofil S.A. i STF Dystrybucja oraz przetwórstwo stali realizowane przez Kolb.
- **Segment infrastruktury** - działalność związana z infrastrukturą sieci przesyłowych gazu i innych mediów, obejmująca produkcję izolacji antykorozyjnej rur stalowych, wytwarzanych przez Izostal, a także usługi budowlano-montażowe sieci przesyłowych, które są oferowane przez Stalprofil S.A. Oddział w Zabrze.

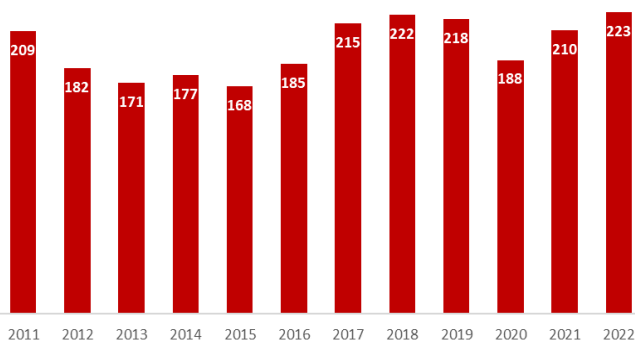
**Relacje biznesowe wewnątrz i na zewnątrz GK Stalprofil wraz z podziałem na segmenty działalności**



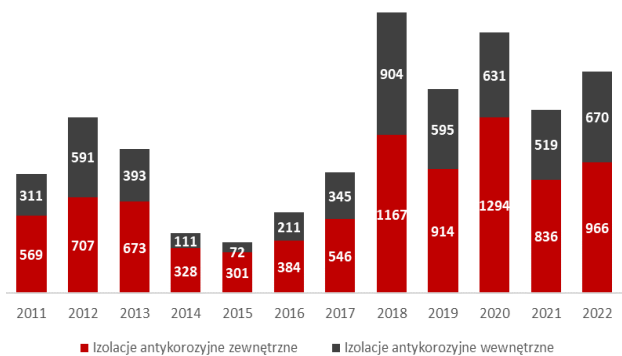
Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

**Oferta.** W ramach **segmentu stalowego** głównymi grupami wyrobów hutniczych są kształtowniki, profile, pręty oraz blachy. Oprócz tego Stalprofil posiada w ofercie inne produkty hutnicze, a w razie zapotrzebowania ze strony klientów spółka realizuje indywidualne zamówienia czy dokonuje wstępnej obróbki wyrobów stalowych. Dodatkowo, spółka świadczy również obsługę logistyczną zamówień, usługę w postaci magazynu depozytowego czy produkuje konstrukcje stalowe przeznaczone dla branży budowanej oraz maszynowej. Natomiast, głównym produktem **segmentu infrastruktury** jest powłoka wewnętrzna LAYTEC oraz trójwarstwowa izolacja antykorozyjna wykorzystywana na rurach stalowych do przesyłu gazu, ropy czy paliw. Spółka wykonuje izolację zewnętrzną na rurach stalowych o średnicach od 21,3mm – 1220 mm oraz powłokę wewnętrzną LAYTEC w zakresie średnic od 219,1 mm - 1220 mm. Grupa nakłada izolację na zakupionych rurach, dostarczając klientowi gotowy wyrób, tj. rurę zaizolowaną. Spółka oferuje również rury wiertnicze wykorzystywane do wykonywania odwiertów wydobywczych gazu.

**Sprzedaż wyrobów hutniczych oraz stalowych – Segment Stalowy (tys. ton), 2011-22**

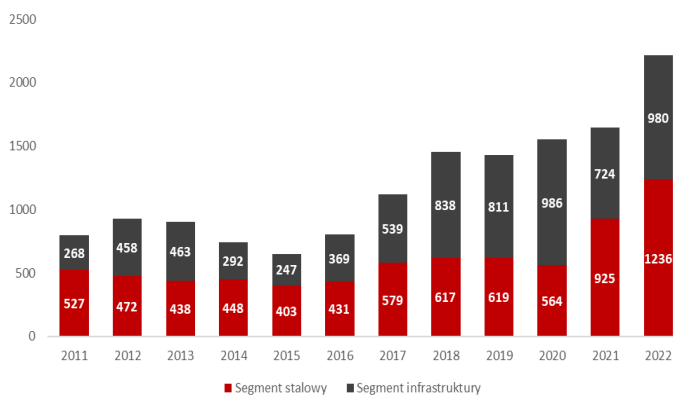
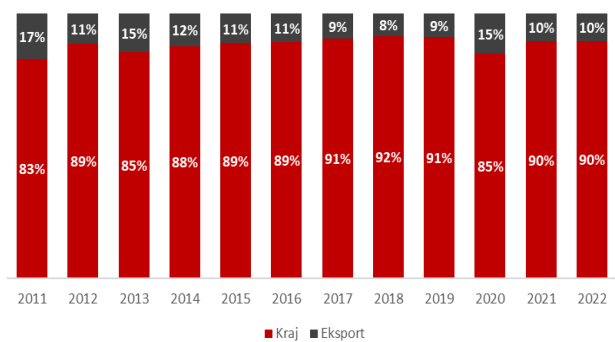


**Sprzedaż izolacji antykorozyjnych rur stalowych – Segment Infrastruktury (tys. m2), 2011-22**

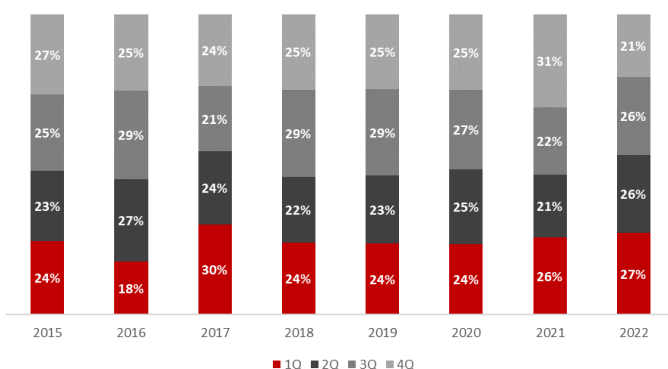


Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

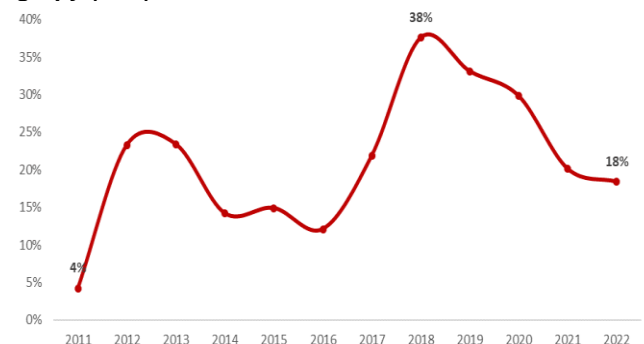
**Rynek zbytu i klienci.** Grupa generuje przychody ze sprzedaży głównie w kraju. W 2022r. sprzedaż krajowa wyniosła 90%. Pozostałe 10% stanowił eksport, w ramach którego największym zagranicznym rynkiem zbytu były kraje Unii Europejskiej, których udział ze sprzedaży eksportowej wyniósł 87%. Głównymi odbiorcami z tego regionu były firmy z Czech, Słowacji, Litwy, Estonii, Niemiec czy Rumunii. Jeśli chodzi o odbiorców to największym odbiorcą GK jest OGP Gaz-System, czyli największy krajowy operator gazociągów przesyłowych. W 2022r. przychody z Gaz-System stanowiły 18,4% łącznych przychodów Grupy. Tak duży udział przychodów z Gaz-System jest rezultatem przede wszystkim dostarczania izolowanych rur stalowych, przeznaczonych do budowy gazociągów przesyłowych (Izostal), czy realizacja usług budowy gazociągów (Stalprofil oddział w Zabrze). Dodatkowo, innym dużym odbiorcą jest Ferrum z udziałem przychodów w 2022r. na poziomie 14,5%.

**Przychody w podziale na segmenty (mln PLN), 2011-22**

**Przychody w podziale na rynek krajowy i zagraniczny (w %), 2011-22**


Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

**Kwartałna sezonowość przychodów, 2015-22 (w %)**


Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

**Udział OGP Gaz-System w całkowitych przychodach grupy (w %), 2011-22**


**Ceny stali.** Wyniki GK są skorelowane z globalnymi cenami stali, która w dużej mierze zależy od popytu na produkty stalowe oraz ceny surowców potrzebnych do produkcji stali, w tym przede wszystkim ceny rudy żelaza, węgla koksującego, złomu, ceny energii elektrycznej, gazu czy opłat za emisję CO<sub>2</sub>. W segmencie stalowym wyższe ceny stali wpływają pozytywnie na przychody spółki, gdyż sprzedaje produkt po wyższej cenie. Podobnie jest w segmencie infrastruktury, gdzie długoterminowo wysokie ceny rur stalowych wpływają korzystnie na wyniki.

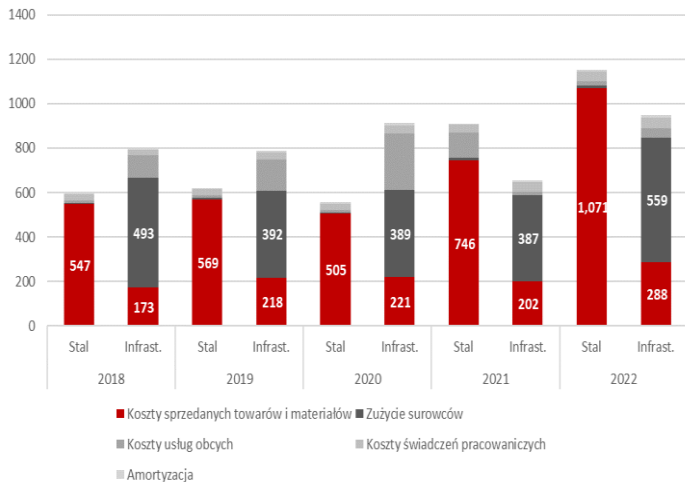
**FIFO.** Znaczna część wyników grupy oparta jest na działalności handlowej, która polega na zakupie danego towaru i odsprzedaniu go po wyższej cenie. Wartość rozchodu ustalana jest z



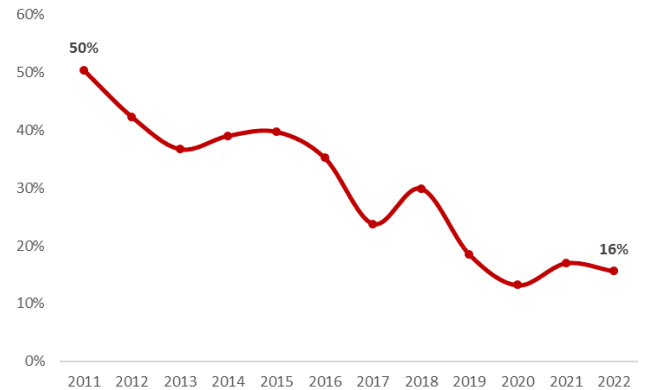
zastosowaniem metody „pierwsze-przyszło-pierwsze wyszło” (FIFO), co oznacza, że najpierw rozliczane są zapasy, które były najwcześniej przyjęte na magazynie. W momencie wzrostu cen stali, efekt FIFO sprzyja korzystnie na marże generowane przez dystrybutorów. Natomiast, spadki cen powodują, że spółka posiada produkty kupione powyżej obecnej ceny rynkowej, co powoduje negatywne przełożenie na generowane marże oraz możliwość pojawienia się odpisów aktualizujących zapasy.

**Dostawcy i koszty.** Największym dostawcą GK jest ArcelorMittal będący również największym akcjonariuszem Grupy. W 2022r. łączny koszt z tym podmiotem wyniósł aż 15.6%, natomiast i tak jest to znacznie niższy poziom niż w latach wcześniejszych, gdzie np. w 2018r. udział był na poziomie około 30%. Znaczącym dostawcą dla GK jest również Ferrum z udziałem wynoszącym w 2022 r. około 11.3%. Największą pozycją kosztową w segmencie stalowym jest koszt sprzedanych towarów i materiałów z 87% udziałem do przychodów w 2022r. Z kolei, w segmencie infrastruktury najistotniejszymi kosztami są surowce oraz koszt sprzedanych towarów i materiałów z udziałem odpowiednio 57% oraz 29%.

**Struktura kosztów GK, 2018-22 (mln PLN)**



**Udział ArcelorMittal w kosztach zakupu (w %), 2011-22**



Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

**Surowce.** GK Stalprofil wykorzystuje różnego rodzaju surowce i materiały do produkcji wyrobów.

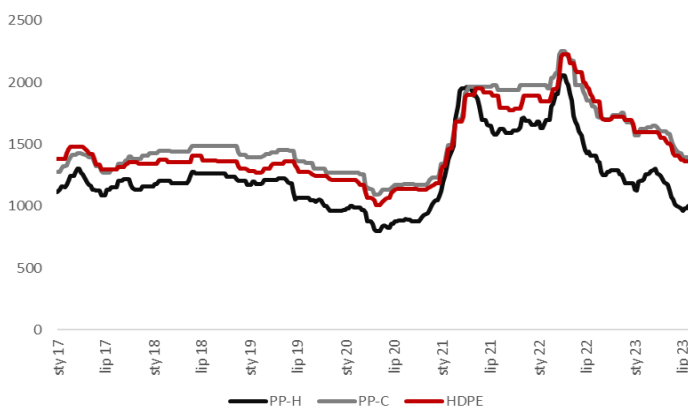
- **Stalprofil S.A.** – spółka w podstawowej działalności tj. dystrybucji stali zużywa marginalną część surowców i materiałów do produkcji wyrobów. Natomiast, oddział Stalprofil w Zabrze (segment infrastrukturalny) podczas realizacji prac budowlanych na rynku infrastruktury wykorzystuje materiały takie jak rury stalowe czarne i izolowane antykorozyjne, rury PE oraz szeroki asortyment armatury gazowej. Głównym źródłem energii spółki jest olej napędowy oraz energia elektryczna, odpowiednio w 2022r. spółka wykorzystwała 12.3k GJ oleju napędowego oraz 4.2k GJ energii elektrycznej.
- **Izostal S.A.** – spółka przy produkcji powłok na rurach stalowych, zaopatruje się w surowce u dostawców zewnętrznych. W szczególności są to granulaty tj. polietylen wysokiej gęstości i polipropylen oraz kopolimery tych tworzyw. Do wytwarzania powłok zewnętrznych wykorzystywane są epoksydowe farby proszkowe, a do powłok wewnętrznych epoksydowe farby ciekłe. Do tego spółka stosuje również materiał technologiczny zużywający się w postaci śrutu stalowego łamanego. Na rentowność usług izolacji antykorozyjnych w dużej mierze wpływa polietylen i polipropylen, których całkowity udział w strukturze kosztów wynosi około 20%. Ceny surowców chemicznych są wysoko skorelowane z cenami ropy naftowej. W przeliczeniu na



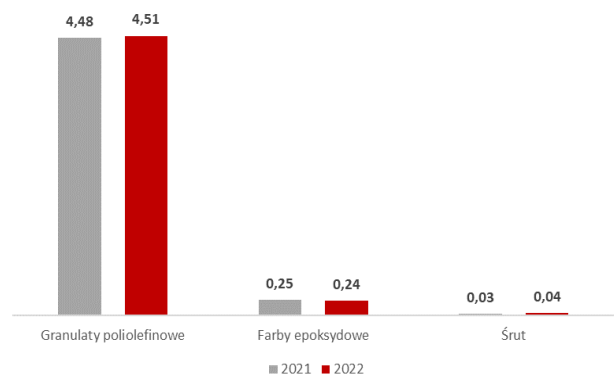
jednostkę produktu (1m<sup>2</sup> izolacji antykorozyjnej) w 2022r. spółka zużyła śrut, farby epoksydowe oraz granulaty poliolefinowe w wysokości odpowiednio 0,03 kg/m<sup>2</sup>, 0,24 kg/m<sup>2</sup> oraz 4,51 kg/m<sup>2</sup>. W 2022r. został wykorzystany łącznie 27,8k GJ energii elektrycznej (0,0178 GJ/1m<sup>2</sup> izolacji antykorozyjnej) oraz 5,7k GJ gazu ziemnego (0,0037 GJ/1m<sup>2</sup> izolacji antykorozyjnej).

- **Kolb** – spółka do produkcji konstrukcji stalowych wykorzystuje wyroby hutnicze (1,07 kg/kg), stalowe elementy gotowe (0,03 kg/kg) oraz farby (0,0092 l/kg), zużywając przy tym energię elektryczną oraz gaz ziemny jako kluczowe źródła energii.

### Ceny polietylenu i polipropylenu, 2017-2023 (EUR/t)



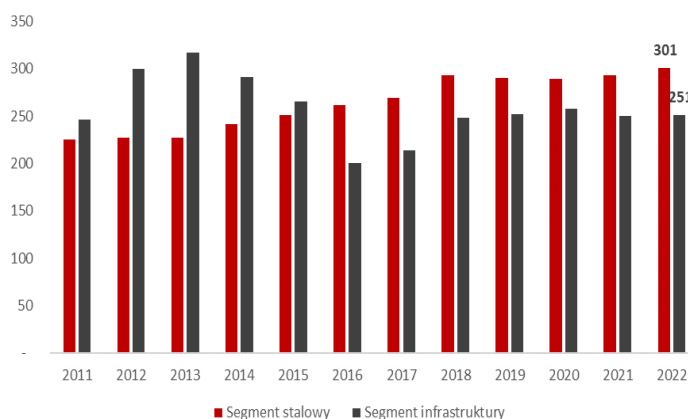
### Zużycie kluczowych materiałów potrzebnych do wyprodukowania 1m<sup>2</sup> izolacji antykorozyjnej, 2021-22 (kg/m<sup>2</sup>)



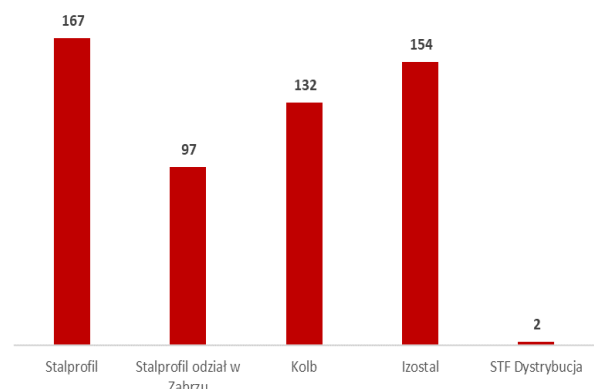
Źródło: Spółka, Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

**Zatrudnienie.** W 2022r. w GK zatrudnionych było średnio 552 osoby vs. 543 w roku wcześniejszym, w tym w segmencie stalowym pracowało 301 osób (+8 osób r/r), a w segmencie infrastruktury zatrudnionych było 251 osób (+1 osoba r/r). Całkowity koszt świadczeń pracowniczych w 2022r. wyniósł łącznie 79mln PLN.

### Wielkość zatrudnienia w podziale na segmenty, 2011-22



### Wielkość zatrudnienia w GK w podziale na spółki, 2022



Źródło: Spółka, Biuro Maklerskie Pekao

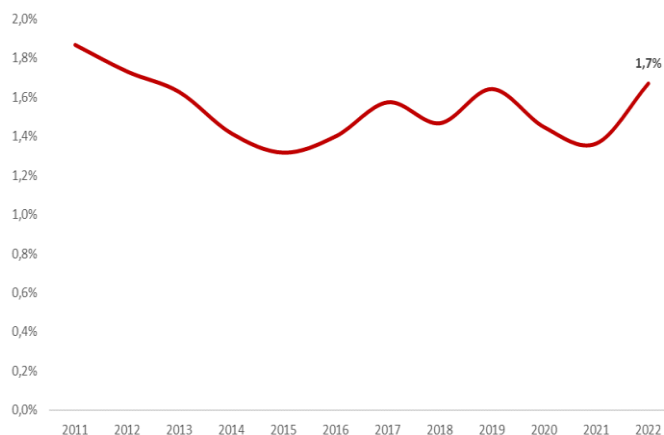
**Moce produkcyjne oraz udział rynkowy.** Spółka posiada dwa składy handlowe w Dąbrowie Górniczej i Katowicach. Pod koniec czerwca 2023r. GK rozpoczęła budowę magazynu wysokiego składowania na składzie handlowym w Dąbrowie Górniczej, a zakończenie inwestycji planowane jest do końca 2024r. Docelowo magazyn ma mieć pojemność około 12 tys. ton wyrobów hutniczych, a łączna wartość nakładów na tą inwestycję jest szacowana na około 45mln PLN netto. Rynek dystrybutorów stali jest mocno rozdrobiony, według rankingu PUDS Stalprofil od wielu lat plasuje się w czołówce rankingu, jednak zestawiając sprzedaż wyrobów hutniczych oraz stalowych spółki w stosunku do zużycia jawnego stali w Polsce to od 2011-2022 spółka nie przekroczyła 2% udziału w rynku, co pokazuje jak mocno konkurencyjny jest rynek. W segmencie infrastruktury, spółka osiągnęła pozycję jednego z wiodących dostawców rur dla sektora gazowniczego w Polsce i CEE z rocznym potencjałem izolacji rur na poziomie około 2mln m<sup>2</sup>. W Polsce zlokalizowane są 3 zakłady izolacji rur – Izostal, Ferrum oraz Proma. Do tego dochodzą zakłady ulokowane w sąsiedztwie naszego kraju - trzy w Niemczech, dwa w Czechach i po jednym w Rumunii i Słowacji.

### Wybrani dystrybutorzy stali w Polsce, 2019-2022

Spółka	Przychody (mln PLN)				zmiana r/r 21/22	Tonaż (tys. ton)				zmiana r/r 21/22
	2019	2020	2021	2022		2019	2020	2021	2022	
Konsorcjum Stali	1685	1719	3207	3738	17%	684	751	773	749	-3%
Grupa Pruszyński	1756	1729	2750	2767	1%	296	290	296	264	-11%
Bowim	1300	1204	2256	2750	22%	514	510	539	500	-7%
<b>Stalprofil</b>	<b>1318</b>	<b>1242</b>	<b>1686</b>	<b>2152</b>	<b>28%</b>	<b>418</b>	<b>398</b>	<b>387</b>	<b>365</b>	<b>-6%</b>
Serwistal	549	546	1084	1158	7%	217	230	247	235	-5%
Gonvarri Polska	762	601	665	1016	53%	200	163	165	171	4%
BSK Return	304	273	474	596	26%	142	137	157	149	-5%
Ferona Polska	229	216	387	438	13%	97	98	99	91	-8%
P.W. Centrostal-Wrocław	258	225	399	391	-2%	87	80	89	69	-22%
Bobrek PRH	207	188	329	382	16%	84	83	84	73	-13%
Odmet	185	192	322	298	-7%	72	63	77	54	-30%
Sovita-2 Traczyk Rybski	b.d.	92	b.d.	184	n/a	b.d.	34	b.d.	36	n/a
Gomar-stal	b.d.	46	90	105	16%	b.d.	17	23	21	-9%
Polstal S.J.	b.d.	43	68	80	18%	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	n/a
ArcelorMittal Distribution Solution	3555	3121	5678	b.d.	n/a	1445	1208	1296	1304	1%
RBB-Stal	430	471	900	b.d.	n/a	147	162	b.d.	b.d.	n/a
Liberty Commercial PL	b.d.	582	b.d.	b.d.	n/a	b.d.	289	b.d.	b.d.	n/a
Blachprofil 2	392	425	b.d.	b.d.	n/a	77	83	b.d.	b.d.	n/a
Maxstal	262	231	b.d.	b.d.	n/a	115	101	b.d.	b.d.	n/a

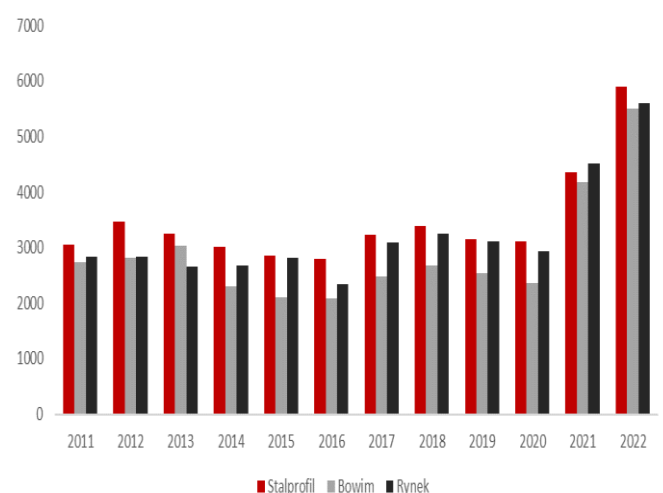
Źródło: PUDS, Biuro Maklerskie Pekao

### Udział sprzedaży wyrobów hutniczych oraz stalowych Stalprofil w stosunku do zużycia jawnego stali w Polsce, 2011-22



Źródło: Spółka, PUDS, HIPH, Biuro Maklerskie Pekao

### Średnia cena PLN/tonę w oparciu o ranking PUDS, 2011-2022





## Rynek stali

Stan gospodarki ma znaczący wpływ na rynek stali, ponieważ przekłada się to bezpośrednio na stan koniunktury na tym rynku, np. poprzez wielkość sprzedaży. Na sytuację rynkową stali kluczowy wpływ ma popyt ze strony takich sektorów jak między innymi budownictwo, przemysł motoryzacyjny, stoczniowy, maszynowy czy AGD. Dodatkowo, drugim czynnikiem który ma wpływ na wyniki spółek z sektora są trendy cenowe wyrobów hutniczych, które są pochodną popytu i podaży na stal, ale również w dużej mierze sytuacji na rynkach surowców potrzebnych do produkcji takich jak między innymi ruda żelaza, węgiel koksujący czy złom stalowy.

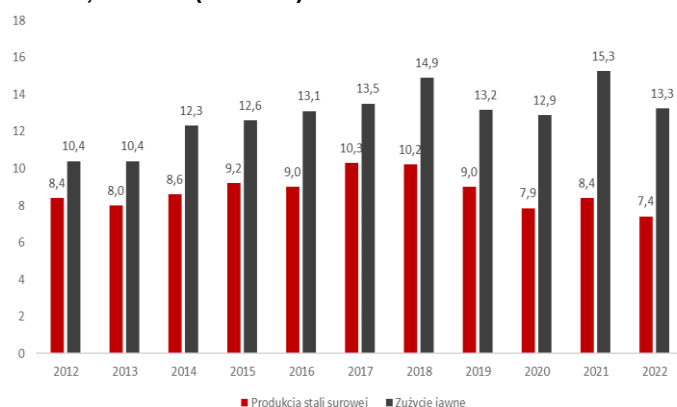
Pozytywny trend w jawnym zużyciu stali zakończył się w drugim kwartale 2022r., m.in. przez słabe perspektywy popytu czy duże wzrosty cen energii i kosztów produkcji. Rynek odczuł również spowolnienie w inwestycjach prywatnych i infrastrukturalnych. Według World Steel Association (WSA) w 2022r. światowa produkcja stali wyniosła 1,88mld ton i odnotowała spadek o 4,2% r/r, a w UE produkcja spadła o 10,5% r/r. Według danych Hutniczej Izby Przemysłowo-Handlowej (HIPH), zużycie jawne stali w Polsce w 2022r. wyniosło 13,3mn ton co skutkowało spadkiem o 13,5% r/r. Spadki dotyczyły wszystkich kategorii produktowych, tj. wyrobów długich, płaskich oraz rur wyniosły odpowiednio 15,9% r/r, 12,8% r/r oraz 6,2% r/r. Spadki kontynuowane są również w 2023r., mianowicie w 2kw'23 w Unii Europejskiej produkcja stali spadła o 10,3% r/r, a w Polsce o aż 29,4% r/r. W Polsce popyt na wyroby hutnicze przewyższa krajową produkcję, przez co duży udział stali pochodzi z importu.

### Światowa produkcja stali, 2014-1H'2023

Produkcja stali (mln ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H'23
Polska	8,6	9,2	9,0	10,3	10,2	9,0	7,9	8,4	7,4	3,3
UE (27)	169,0	166,1	162,0	168,5	167,7	157,3	132,1	152,5	136,7	66,3
Chiny	823,0	799,0	787,0	871,0	920,0	1001,0	1065,0	1034,0	1013,0	535,6
<b>Świat</b>	<b>1647,0</b>	<b>1615,0</b>	<b>1587,0</b>	<b>1712,0</b>	<b>1786,0</b>	<b>1846,0</b>	<b>1845,0</b>	<b>1912,0</b>	<b>1832,0</b>	<b>943,9</b>
Dynamika y/y	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H'23
Polska	7,5%	7,0%	-2,2%	14,4%	-1,0%	-11,8%	-12,2%	6,3%	-11,9%	<b>-21,7%</b>
UE (27)	1,8%	-1,7%	-2,5%	4,0%	-0,5%	-6,2%	-16,0%	15,4%	-10,4%	<b>-10,9%</b>
Chiny	5,6%	-2,9%	-1,5%	10,7%	5,6%	8,8%	6,4%	-2,9%	-2,0%	1,3%
<b>Świat</b>	<b>4,1%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>-1,1%</b>

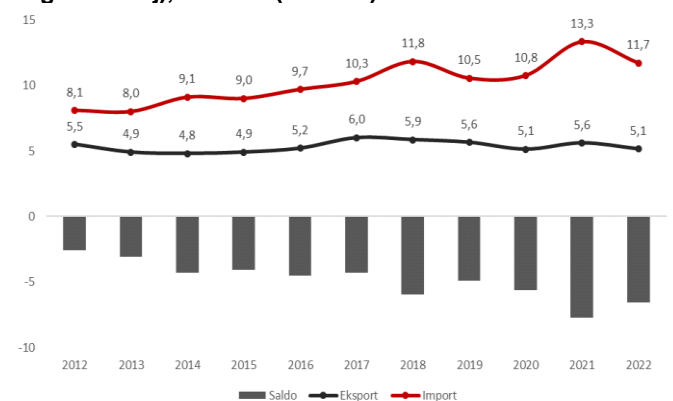
Źródło: World Steel Association, Biuro Maklerskie Pekao

### Produkcja stali surowej oraz zużycie wyrobów stalowych w Polsce, 2012-22 (mln. ton)



Źródło: HIPH, Biuro Maklerskie Pekao

### Polska - handel wyrobami stalowymi (saldo wymiany zagranicznej), 2012-22 (mln ton)

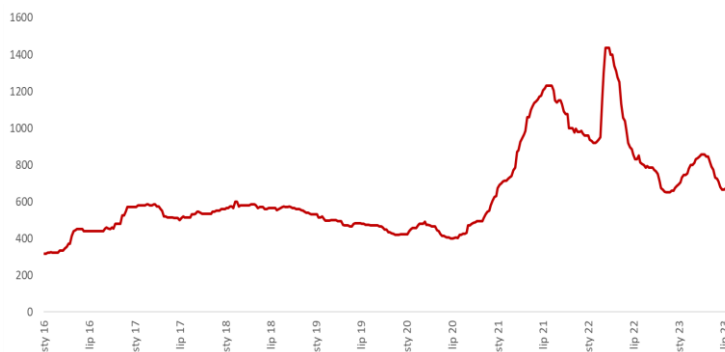




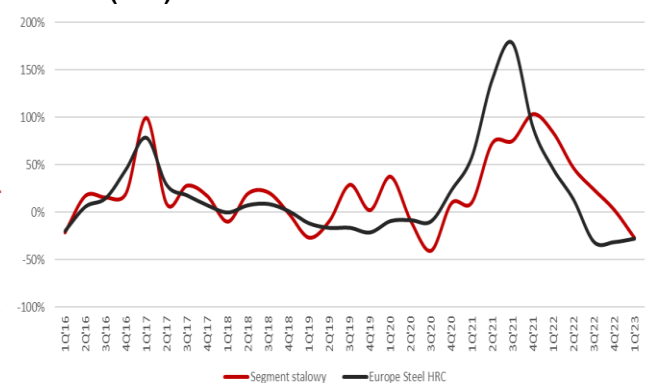
Z jednej strony spadek krajowej produkcji stali jest po pierwsze efektem mniejszego popytu na stal, ale również słabszej pozycji konkurencyjnej krajowych producentów w porównaniu z importerami. Produkcja stali poza Europą nie jest objęta aż tak rygorystycznymi regulacjami związanymi z ochroną klimatu. Obecnie UE pracuje nad wyrównaniem konkurencji kosztowej między producentami europejskimi, a producentami spoza UE. Producenci stali w UE muszą nabywać limity emisji CO<sub>2</sub> w ramach systemu handlu prawami do emisji (ETS). W taki sposób Unia Europejska chce zachęcić producentów stali do szybszej dekarbonizacji produkcji stali. Unia zamierza wdrożyć węglowy graniczny mechanizm korekcyjny (CBAM), którego celem jest zapobieganie eksportowi emisji CO<sub>2</sub> i dostosowanie ceny importowanych produktów z uwzględnieniem emisji CO<sub>2</sub> (cło węglowe). W Europie koszty emisji dwutlenku węgla znacznie wzrosły na przestrzeni kilku lat. Jeszcze pod koniec 2019r. cena oscylowała w okolicy 25 EUR/tonę vs. 90 EUR/tonę pod koniec lipca 2023r. Najwięksi producenci stali w Europie mają bardzo ambitne plany dekarbonizacji, co widać po znaczących nakładach inwestycyjnych chociażby w stosunku do kapitalizacji. Głównym celem w Europie do roku 2027-2030 jest zmniejszenie emisji CO<sub>2</sub> średnio o 30%.

Lata 2021-22 były dla rynku stali ekstremalne, gdyż cena stali HRC w tym okresie wzrosła z 530 EUR/t w 4 kw. 2020 do nawet ponad 1400 EUR/t w marcu 2022r. Do tak dynamicznego wzrostu cen przyczyniły się wąskie gardła i zatory transportowe powstałe w wyniku lockdown'ów, duży popyt na stal związany z programami finansowania odbudowy po COVID-19, niskie poziomy zapasów stali, a później obawy o podaż surowców związanych z inwazją Rosji na Ukrainę. Co więcej, problemy z transportem wpłynęły na wzrost cen surowców.

**Cena stali HRC, 2016-23 (EUR)**



**Dynamika r/r kwartalnych przychodów segmentu stalowego (Stalprofil) vs. dynamika ceny stali HRC, 2016-23 (w %)**

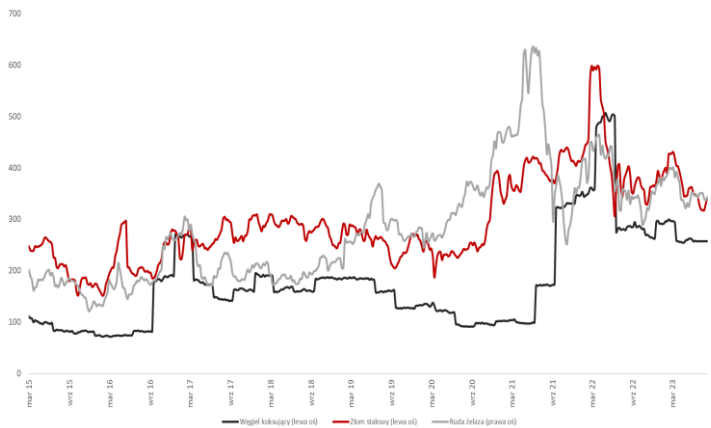


Źródło: Spółka, Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

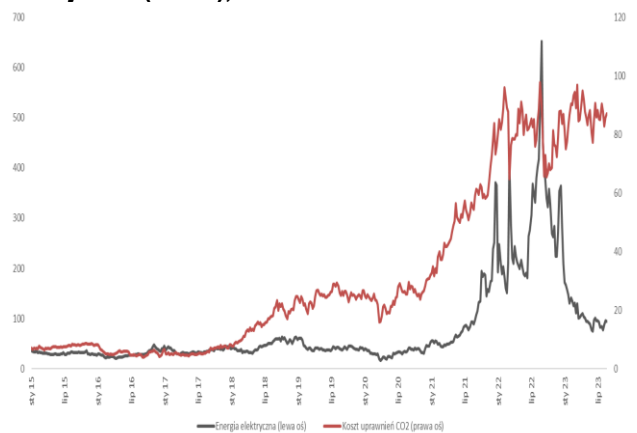
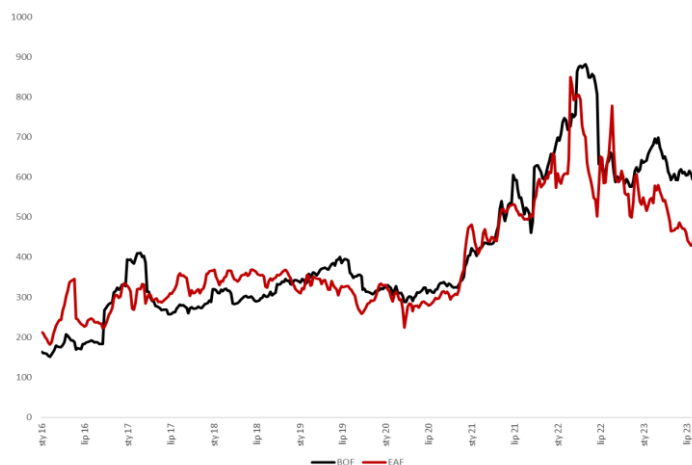
Do produkcji stali potrzebne są różne surowce, w zależności od metody produkcji. Stal może być produkowana w hutach wielkopiecowych (BOF) oraz w oparciu o technologię łuku elektrycznego (EAF). W zależności od technologii, surowce muszą być wykorzystywane w różnych proporcjach. W naszym uproszczonym modelu kalkulacji kosztu wsadu do produkcji stali założyliśmy, że produkcja jednej tony stali metodą BOF wymaga zużycia 1,5 t rudy żelaza, 0,85 t węgla koksującego, 0,15 t złomu stalowego oraz kosztów emisji CO<sub>2</sub> (współczynnik 2,2x koszt emisji dwutlenku węgla EUR/t - bez uwzględnienia bezpłatnych uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>). W przypadku metody EAF założyliśmy, że do wyprodukowania jednej tony stali zużyte zostanie 1,12 t złomu stalowego, a także cena energii (współczynnik 0,44x energia elektryczna EUR/MWh) i cena certyfikatów CO<sub>2</sub> (współczynnik 0,45x koszt emisji dwutlenku węgla EUR/t - bez uwzględnienia bezpłatnych uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>).

**Ceny kluczowych surowców w EUR/t, 2015-2023**

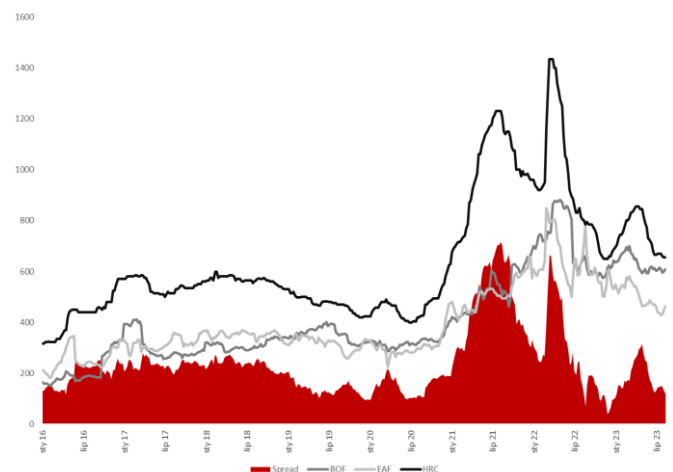
W przeliczeniu na EUR po kursie z okresu



Źródło: Bloomberg, Biuro Maklerskie Pekao

**Ceny energii EUR/MWh oraz koszt uprawnień do emisji CO2 (EUR/t), 2015-2023**

**Model kosztu wsadu dla metody BOF&EAF w EUR/t, 2016-2023**


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

**Spread pomiędzy ceną stali a średnim kosztem wsadu BOF&EAF 2016-2023**


## Rynek sieci przesyłowych gazu

Popyt na rynku gazociągów przesyłowych uzależniony jest od perspektyw inwestycyjnych OGP Gaz-System, a za rozwój sieci dystrybucji gazu odpowiada głównie Polska Spółka Gazownictwa. Potencjał wykonawczy w segmencie infrastruktury uzależniony jest od tych dwóch liderów rynku gazowego, chociaż na **wyniki GK największe przełożenie mają inwestycje realizowane przez Gaz-System**. Podmiot ten odpowiada za transport gazu ziemnego i zarządzanie siecią przesyłową na terenie kraju.

Rozwój infrastruktury gazowej w Polsce jest zdeterminowany głównie koniecznością zapewnienia dywersyfikacji źródeł gazu do Polski, wielkością zapotrzebowania na gaz czy wielkością popytu na usługę przesyłową (w tym możliwości eksportu gazu, rozwojem połączeń importowych i eksportowych). Gaz-System w ostatnich latach podjął szereg działań zmierzających do dywersyfikacji kierunków oraz źródeł dostaw gazu, głównie do uniezależnienia się od dominującego eksportera – Rosji. Do zwiększenia bezpieczeństwa dostaw gazu wpływ miała przede wszystkim rozbudowa połączeń międzysystemowych

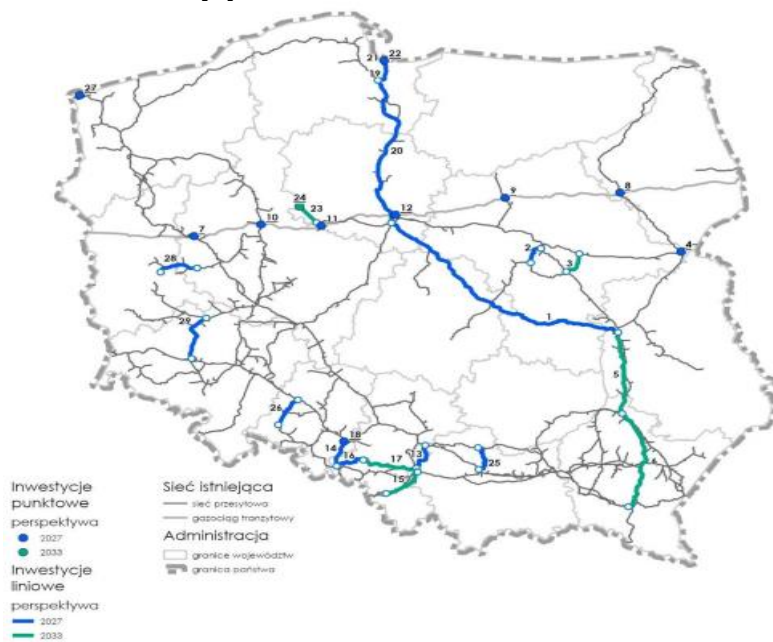
(Lasów, Cieszyn, rewers na gazociągu jamalskim) oraz budowa Terminalu LNG w Świnoujściu.

**Do podstawowych czynników mających największy wpływ na zapotrzebowanie gazu w okresie 2023-45 można zaliczyć transformację energetyczną** związana z konwersją paliw wysokoemisyjnych na niskoemisyjne producentów energii elektrycznej i ciepła, czy **politykę antysmogową** mającą na celu obniżenie zanieczyszczeń powietrza. Dodatkowo, na zapotrzebowanie gazu wpływ będą miały **ceny gazu w relacji do innych nośników energii, udział OZE w miksie energetycznym czy rozwój biometanu i wodoru.**

Gaz-System opracował krajowy dziesięcioletni plan rozwoju systemu przesyłowego na lata 2024-2033 w podziale na 2 perspektywy czasowe. **Perspektywa 2027** obejmuje kontynuację rozpoczętych programów inwestycyjnych zdefiniowanych w poprzednich planach rozwoju. Natomiast, **Perspektywa 2033** uwzględni zadania inwestycyjne, których realizacja będzie zależna od stopnia rozwoju rynku gazu w Polsce i regionie.

Według krajowego dziesięcioletniego planu rozwoju na lata 2024-2033 przedstawionego przez Gaz-System łączna długość sieci przesyłowej powinna wzrosnąć do ok. 13,6 tys. km, z czego planowany przyrost sieci w okresie 2023-2033 wyniesie ok. 1,8 tys. km, co łącznie z infrastrukturą wybudowaną w latach 2020-2022 da sumarycznie przyrost sieci o około 3,4 tys. km.

### Kluczowe inwestycje w latach 2024-2033



Perspektywa do 2027	
1	Gazociąg Gustorzyn – Wronów
2	Gazociąg Rembelszczyzna – Mory
4	TG Hołowczyce (rozb.)
7	TG Lwówek (budowa) węzeł Lwówek (rozb.)
8	Połączenie KSP z SGT w m. Zambrów
9	Połączenie KSP z SGT w m. Ciechanów
10	Połączenie KSP z SGT w m. Długa Goślina
11	Połączenie KSP z SGT w m. Wydartowo
12	Połączenie KSP z SGT w m. Włocławek
13	Gazociąg Oświęcim – Tworzeń
14	Gazociąg Kędzierzyn – Racibórz
16	Gazociąg Racibórz – Rybnik
18	TG Kędzierzyn (rozbudowa)
19	Gazociąg Kolnik – Gdańsk
20	Gazociąg Kolnik – Gardeja – Gustorzyn
21	Gazociąg Gdańsk – FSRU
22	Terminal FSRU
25	Gazociąg Wężeń – Przewóz
26	Gazociąg Lewin Brzeski – Nysa
27	Terminal LNG (rozbudowa)
28	Gazociąg Nowe Tłoki - Sulechów
29	Gazociąg Legnica - Kotowice
Perspektywa do 2033	
3	Gazociąg Stanisławów – Woła Karczewska
5	Gazociąg Wronów – Rozwadów
6	Gazociąg Rozwadów – Strachocina
15	Gazociąg Skoczów – Komorowice – Oświęcim
17	Gazociąg Rybnik – Oświęcim
23	Gazociąg KPMG Damasławek – Mogilno
24	KPMG Damasławek

Źródło: Gaz-System, Biuro Maklerskie Pekao



## Czynniki ryzyka

### Segment stalowy

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

### Segment infrastruktury

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

## Kluczowe dane finansowe

RZIS (PLN mln)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Przychody</b>	<b>1.648</b>	<b>2.216</b>	<b>1.339</b>	<b>1.342</b>	<b>1.449</b>	<b>1.481</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	238	218	121	113	130	116
<b>EBITDA</b>	<b>163</b>	<b>126</b>	<b>55</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>47</b>
<b>EBIT</b>	<b>148</b>	<b>109</b>	<b>39</b>	<b>36</b>	<b>46</b>	<b>30</b>
Zysk przed opodatkowaniem	153	109	36	35	46	30
Podatek dochodowy	29	21	7	7	9	6
<b>Zysk netto</b>	<b>116</b>	<b>79</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>19</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>6,62</b>	<b>4,50</b>	<b>1,17</b>	<b>1,28</b>	<b>1,70</b>	<b>1,10</b>

Bilans (PLN mln)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>897</b>	<b>793</b>	<b>648</b>	<b>657</b>	<b>675</b>	<b>679</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	51	29	38	74	49	36
Pozostałe aktywa obrotowe	845	764	610	583	626	643
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>307</b>	<b>330</b>	<b>351</b>	<b>356</b>	<b>364</b>	<b>362</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	279	281	298	311	319	317
Pozostałe aktywa trwałe	29	49	53	45	45	45
<b>Aktywa</b>	<b>1.204</b>	<b>1.123</b>	<b>999</b>	<b>1.013</b>	<b>1.039</b>	<b>1.041</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>522</b>	<b>587</b>	<b>603</b>	<b>627</b>	<b>660</b>	<b>678</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>56</b>	<b>60</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>56</b>
Zadłużenie długoterminowe	9	7	10	10	10	10
Pozostałe	47	52	44	44	45	46
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>626</b>	<b>476</b>	<b>342</b>	<b>332</b>	<b>324</b>	<b>307</b>
Zadłużenie krótkoterminowe	156	172	150	140	120	100
Pozostałe	470	304	192	192	204	207
<b>Pasywa</b>	<b>1.204</b>	<b>1.123</b>	<b>999</b>	<b>1.013</b>	<b>1.039</b>	<b>1.041</b>
Dług netto	114	150	122	76	81	74

RPP (PLN mln)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Zysk brutto	153	109	36	35	46	30
Amortyzacja	15	16	16	17	17	17
Pozostałe (włącz. KO)	-143	-99	22	29	-38	-19
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>74</b>	<b>80</b>	<b>25</b>	<b>28</b>
CAPEX	-12	-26	-33	-30	-25	-15
Pozostałe	-25	2	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-37</b>	<b>-24</b>	<b>-33</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	<b>-15</b>
Dywidendy	-4	-23	-13	-4	-4	-6
Pozostałe	21	-2	-19	-10	-20	-20
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>17</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-14</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>
Zmiana środków pieniężnych	5	-22	9	36	-25	-13
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>51</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>74</b>	<b>49</b>	<b>36</b>
DPS (PLN)	0,25	1,29	0,74	0,23	0,26	0,34

Wskaźniki wzrostu r/r	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	6%	34%	-40%	0%	8%	2%
EBITDA	228%	-23%	-56%	-5%	21%	-26%
EBIT	317%	-26%	-64%	-9%	29%	-36%
Zysk netto	446%	-32%	-74%	10%	33%	-36%
EPS	546%	-32%	-74%	10%	33%	-36%

Marże	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>EBITDA</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,2%</b>
EBIT	9,0%	4,9%	2,9%	2,7%	3,2%	2,0%
Zysk netto	7,0%	3,6%	1,5%	1,7%	2,1%	1,3%
<b>ROE</b>	<b>22,2%</b>	<b>13,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>2,8%</b>

Wskaźniki bilansu	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
BVPS (PLN)	29,8	33,6	34,5	35,8	37,7	38,8
Dług netto/EBITDA	0,7	1,2	2,2	1,5	1,3	1,6
Zadłużenie/ Kapitał własny	31,6%	30,5%	26,5%	23,9%	19,7%	16,2%

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

## Podsumowanie kluczowych danych finansowych

PLN mn	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	1,17	1,28	1,70	1,10	1,28	1,29	1,23
Revenues	1.339	1.342	1.449	1.481	1.343	1.391	1.416
Gross Margin %	9,0%	8,5%	9,0%	7,8%	8,4%	8,3%	8,2%
EBIT	39	36	46	30	34	35	33
EBITDA	55	52	63	47	52	52	51
Net income, GAAP	20	22	30	19	22	23	22
Net Debt	122	76	81	74	10	8	-5
BPS	34,48	35,85	37,72	38,75	40,13	41,49	42,76
DPS	0,74	0,23	0,26	0,34	0,22	0,26	0,26
Return on Equity %	3,4%	3,6%	4,5%	2,8%	3,2%	3,1%	2,9%
Return on Assets %	2,0%	2,2%	2,9%	1,8%	2,2%	2,2%	2,0%
Depreciation	15,2	15,7	16,3	16,4	16,4	16,7	17,0
Amortization	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Free Cash Flow	41	50	0	13	68	6	17
CAPEX	33	30	25	15	20	25	20

Źródło: Biuro Maklerskie Pekao



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 8 WRZEŚNIA 2023 R. O GODZINIE 07:00 CET.  
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 8 WRZEŚNIA 2023 R. O GODZINIE 07:30 CET.  
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

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

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

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

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

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

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

### INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

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

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

#### **UJAWNIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:**

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

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

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

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

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

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

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

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

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

#### **WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy