

Stalexport Autostrady

Infrastruktura

10/08/2017 07:59

Rozwiązując zagadkę

Inicjacja pokrycia. Rekomendacja Kupuj, cena docelowa 5.85 PLN

Rozpoczynamy pokrywanie firmy Stalexport Autostrady S.A. z rekomendacją „Kupuj” i ceną docelową 5,85 PLN (potencjał wzrostu o 44%). Wg naszych szacunków spółka oferuje bardzo niewymagające wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA gotówkowa – odpowiednio 4,4(x) oraz 2.5(x) na 2018 r. Oba wyniki są zauważalnie niższe niż u innych polskich firm o średniej kapitalizacji czy zachodnioeuropejskich spółek z grupy porównawczej. Dyskonto wyceny wydaje się związane z 1) modelem partnerstwa publiczno-prywatnego, na którym opiera się działalność Stalexportu (przychody z koncesji stanowią ok. 99% przychodów ogółem), 2) poufności umowy koncesji i 3) nietypowej postaci sprawozdań finansowych (z uwagi na umowy PPP). Mimo to, perspektywy dla głównej działalności firmy (zarządzanie odcinkiem Katowice–Kraków płatnej autostrady A4) są wg nas bardzo korzystne, co wskazuje na duży potencjał rozwojowy. Szacujemy, że w latach 2016-27E CAGR dla ruchu na autostradzie osiągnie 2,7%; ponadto obecne stawki za przejazd ciągle są znacznie niższe niż górne limity wyznaczone przez regulatora. Dzięki temu CAGR dla zysku na akcję osiągnie w okresie 2016–2026E bardzo dobrą wartość 8%. Poza tym, rozpoczęta w maju br. wypłata dywidend będzie prawdopodobnie kontynuowana w przyszłości; zakładając nieco arbitralnie, że wskaźnik podziału dywidendy między akcjonariuszy a Skarb Państwa wyniesie 50% (faktyczna wartość jest określona w częściowo poufnej umowie koncesyjnej). Szacujemy, że stopa dywidendy Stalexportu w latach 2018E–2020E zamknie się w przedziale 23%–29%.

Profil inwestycyjny: Uważamy, że wartości akcji Stalexport Autostrady jest niedoszacowana przez rynek. Przyczyną tego może być niewielka uwaga poświęcana firmie przez analityków, poufność umowy koncesji oraz nietypowa postać sprawozdań finansowych. W naszej opinii dyskonto wynika ponadto z przewidywanego wzrostu dochodów z głównej gałęzi działalności Stalexportu – zarządzania odcinkiem Katowice–Kraków płatnej autostrady A4. Przewidujemy, że w latach 2016-27E CAGR dla ruchu na autostradzie osiągnie 2,7%; ponadto obecne stawki za przejazd ciągle są znacznie niższe niż górne limity wyznaczone przez regulatora. W połączeniu z ekstrapolowanymi ze sprawozdania Stalexportu planami w zakresie nakładów inwestycyjnych i spłaty zobowiązań powinno to umożliwić firmie znaczne zwiększenie przepływów pieniężnych. Przełoży się to zapewne na wyższe dywidendy, które jednak podlegają będą podziałowi między akcjonariuszy a Skarb Państwa. Stosunek podziału będzie miał tu olbrzymie znaczenie i stanowi największe ryzyko dla naszej wyceny. Wg naszych obliczeń obecna cena akcji firmy implikuje, że akcjonariusze otrzymają ok. 30% wypłaty z zysku, zamiast przyjmowanego przez nas 50%. Zakładamy, że z chwilą wygaśnięcia koncesji na autostradę A4 w marcu 2027 r. Stalexport zaprzestanie działalności. Jeżeli więc koncesja zostanie przedłużona (albo firma uzyska inną), wycena firmy mogłaby być znacznie wyższe niż nasze bazowe szacunki.

Umowa koncesji: Stalexport Autostrady prowadzi swoją główną działalność na podstawie umowy koncesji na budowę odcinka autostrady A4 z Katowic do Krakowa, zarządzanie nim po ukończeniu budowy oraz wykonywanie pozostałych prac budowlanych zgodnie z zapisami umowy. Umowa została zawarta na 30 lat i wygasa w marcu 2027 r. Daje ona koncesjonariuszowi prawo do korzystania z autostrady i czerpania z niej zysków. Zobowiązuje go ponadto, po spełnieniu określonych warunków (w tym ukończenia wymaganych prac budowlanych), do dokonywania płatności z tytułu koncesji na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego w ramach długu podporządkowanego.

Implikacje MSSF: W związku z ryzykiem oraz uprawnieniami wynikającymi z umowy z właścicielem infrastruktury autostrady A4 (Skarbem Państwa) zgodnie z wymogami MSSF konieczne jest zastosowanie specjalnych zastosowań księgowych (KIMSF 12). W wyniku tego spółka jest zobligowana do wykazania odpowiednich aktywów niematerialnych i prawnych oraz związanych z nimi rezerw. W myśl stosownych polityk rachunkowości, aktywa niematerialne i prawne z określonym okresem użytkowania podlegają amortyzacji w tym okresie.

Wycena: Wycena przy użyciu naszego głównego narzędzia, metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), wskazuje, że wartość akcji Stalexport Autostrady wynosi 5,85 PLN i sugeruje 44% potencjał wzrostu. Ponieważ umowa koncesji wygasa w 2027 r., nie bierzemy pod uwagę wartości rezydualnej. Wycena naszą drugą metodą, modelem zdyskontowanych dywidend (DDM), daje wartość 4,48 PLN na akcję.

Rekomendacja	Kupuj
Cena (PLN, 09 sierpnia 2017)	4.07
Cena docelowa (PLN, 12-mscy)	5.85
Kapitalizacja (PLN mln)	1,006
Free float (%)	39.3
Liczba akcji (mln)	247.3
Średni dzienny obrót (akcje, 3M)	0.5
EURPLN	4.27
USDPLN	3.65



Wykres mierzy zmianę w stosunku do indeksu WIG. W dniu 8/8/2017 indeks WIG zamknął się na poziomie 63,351.24

Główni udziałowcy	% głosów
Atlantia S.p.A.	61.2

<https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLSTLEX00019>

Opis spółki

Działalność Stalexport jest związana z zarządzaniem oraz eksploatacją i przebudową płatnego odcinka autostrady A4 Katowice – Kraków.

Stalexport: Podsumowanie finansowe

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	262.5	292.9	321.8	359.5	372.4	393.2
EBITDA gotówka	216.5	245.4	269.4	303.5	314.4	332.5
EBIT	169.7	222.8	236.1	289.7	268.8	243.3
Zysk netto	119.5	165.3	177.1	229.5	215.4	196.1
C/Z (x)	8.4	6.1	5.7	4.4	4.7	5.1
EV/ EBITDA got. (x)	4.0	2.8	2.0	2.5	1.9	2.0
DY (%)	0.0	0.0	4.4	22.6	28.9	27.1

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Dział analiz*:

Grzegorz Balcerski, Analityk

grzegorz.balcerski@bzbwbk.pl

(* osoby zaangażowane w przygotowanie raportu

Wycena

Wycena DCF

Model DCF, który jest naszym głównym narzędziem, wycenia aktualny kapitał spółki na PLN5.85 na akcję.

Fig. 1. Stalexport Autostrady: Wycena WACC oraz kosztu kapitału

Stopa wolna od ryzyka	3.30%
Beta bez lewara	1.0
Bez z lewarem	1.0
Rynkowa premia za ryzyko	5.0%
Koszt kapitału	8.5%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Premia za dług	1.7%
Podatek	19%
Koszt długu po podatku	4.1%
%KO	5.6%
%KW	94.4%
WACC	8.3%

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Fig. 2. Stalexport Autostrady: Wycena DCF

PLN mln	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	321.8	359.5	372.4	393.2	425.3	440.1	476.4	489.3	516.5	527.1	118.4
OPEX, gotówka	-49.8	-50.9	-52.7	-54.5	-56.5	-58.5	-60.5	-62.7	-64.9	-67.2	-16.0
Podatek	-34.7	-45.4	-42.1	-37.5	-43.3	-47.1	-58.5	-68.2	-72.7	-74.2	-8.4
CAPEX	-99.7	-75.9	-65.9	-42.5	-42.5	-42.5	-42.5	-82.5	-82.5	-82.5	-20.6
Zmiany w kapitale obrotowym	8.5	1.4	0.5	0.8	1.2	0.6	1.4	0.5	1.0	0.4	0.1
Płatność koncesji	0.0	-222.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFF	146.1	-34.2	212.2	259.5	284.2	292.7	316.3	276.5	297.4	303.6	73.4
FCFF, uwzględniający dyw.	146.1	-147.8	67.3	123.5	160.4	153.3	166.8	96.7	91.8	85.8	-50.8
WACC	8.3%										
PV FCF 2017-2027	563.5										
Dług netto	-661.0										
Wartość kapitału	1 225										
PV aktywa netto (Marzec 2027)	43.3										
Udziały mniejszościowe	5.0										
Wartość kapitału z uwzgl. udziałów mniejszościowych	1 263										
Liczba akcji (mn)	247.3										
Wartość akcji (PLN, Sty 2017)	5.1										
Miesiąc	8										
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	5.39										
12M cena docelowa (PLN)	5.85										
Bieżąca cena	4.07										
Potencjał wzrostu	44%										

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 3. Stalexport Autostrady: Wrażliwość DCF na płatności wobec Skarbu Państwa

Udział Stalexportu w dywidendach										
0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
1.63	2.47	3.32	4.16	5.00	5.85	6.69	7.53	8.37	9.22	10.06

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

DDM

Fig. 4. Stalexport Autostrady: Wycena DDM

PLN mln	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Dywidendy	113.6	144.9	136.0	123.8	139.3	149.5	179.9	205.6	217.8	124.2
Współczynnik dyskonta	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56	0.52	0.48	0.47
NPV 2018-27P	977.5									
PV aktywa netto (Marzec 2027)	43.3									
NPV razem	1 020.8									
NPV razem na akcję	4.13									
12-msc cena docelowa	4.48									
Potencjał wzrostu	10%									

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 5. Stalexport Autostrady: Wycena porównawcza

Spółka	Cena**	Waluta	Kapitalizacja (EURm)	C/Z			EV/EBITDA		
				2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Stalexport Autostrady SA	4.07	PLN	239	5.7	4.4	4.7	2.0*	2.5*	1.9*
Atlantia SpA	26.1	EUR	21 553	17.9	17.4	15.9	10.2	9.7	9.1
ASTM SpA	19.17	EUR	1 898	11.7	10.0	10.4	6.3	5.8	6.2
Abertis Infraestructuras SA	16.935	EUR	16 772	17.0	14.7	13.4	9.8	9.2	8.9
Ferrovial SA	18.5	EUR	13 681	35.9	34.7	28.1	23.7	23.7	22.4
Vinci SA	77.31	EUR	45 877	16.2	15.0	14.0	9.7	9.2	8.8
Societa Iniziative Autostra SpA	11.53	EUR	2 624	15.8	14.9	15.4	6.9	6.8	6.7
Mediana				16.6	15.0	14.7	9.7	9.2	8.9
Premium/dyskonto vs. mediana				-65.8%	-70.8%	-68.3%	-79.7%	-72.9%	-78.7%

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK, * -EV/gotówka EBITDA, ** - na dzień 09.08.2017

Podsumowanie finansowe

Fig. 6. Stalexport Autostrady: Prognozy dotyczące rachunku zysków i strat

	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	262.5	292.9	321.8	359.5	372.4
COGS	-65.6	-40.9	-53.7	-37.0	-69.9
Zysk brutto	196.9	252.0	268.0	322.5	302.5
Pozostałe przychody / pozostałe wydatki	7.0	4.6	3.2	3.2	3.2
Wydatki administracyjne	-34.2	-33.8	-35.1	-36.0	-36.9
gotówka EBITDA*	216.5	245.4	269.4	303.5	314.4
EBIT	169.7	222.8	236.1	289.7	268.8
Przychody finansowe	14.6	12.4	13.9	14.3	11.3
Koszty finansowe	-36.3	-33.6	-30.5	-20.7	-14.1
Przychody finansowe netto	-21.7	-21.2	-16.7	-6.4	-2.8
Zysk przed podatkiem	148.2	201.8	219.5	283.3	266.0
Podatek	-28.7	-36.5	-42.4	-53.8	-50.5
Efektywna, roczna stopa procentowa	19.4%	18.1%	19.3%	19.0%	19.0%
Zysk netto	119.5	165.3	177.1	229.5	215.4
Zysk na akcję	0.48	0.67	0.72	0.93	0.87

* - EBIT + Amortyzacja + Koszt utworzonych rezerw na wymianę nawierzchni ujętych w koszcie własnym sprzedaży (usługi obce)

Inne całkowite dochody

Całkowity dochód na okres	119.5	165.3	177.1	229.5	215.4
Zysk przypadający na:	119.5	165.3	177.1	229.5	215.4
Właścicieli spółki	113.6	159.6	173.5	221.2	207.6
Udziały niekontrolujące	5.8	5.7	6.4	8.3	7.8
Zysk na okres	119.5	165.3	177.1	229.5	215.4

Zyskowość

Marża brutto	75.0%	86.0%	83.3%	89.7%	81.2%
gotówka EBITDA – marża	82.5%	83.8%	83.7%	84.4%	84.4%
Marża EBIT	64.7%	76.1%	73.4%	80.6%	72.2%
NP. marża	45.5%	56.4%	55.0%	63.8%	57.9%

Zmiany y/y

Przychody	18.0%	11.6%	9.9%	11.7%	3.6%
Zysk brutto	48.1%	28.0%	6.4%	20.3%	-6.2%
gotówka EBITDA*	21.1%	13.3%	9.8%	12.7%	3.6%
EBIT	58.2%	31.3%	6.0%	22.7%	-7.2%
Zysk netto	82.6%	38.4%	7.1%	29.6%	-6.1%

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK, * - EBIT uwzględniający koszt utworzonych rezerw na wymianę nawierzchni ujętych w koszcie własnym sprzedaży (usługi obce)

Dom Maklerski BZ WBK

Pl. Andresa 5
61-894 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
dmbzwbk.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Grzegorz Skrzyczyński, menedżer	tel. +48 22 526 21 23	grzegorz.skrzyczynski@bzwbk.pl
Artur Kolsut, Makler	tel. +48 22 526 21 25	artur.kolsut@bzwbk.pl
Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@bzwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzwbk.pl
Sławomir Koźlarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzwbk.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@bzwbk.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@bzwbk.pl
Sławomir Białas, Makler	tel. +48 22 526 21 22	slawomir.bialas@bzwbk.pl
Piotr Trzcziński, Makler	tel. +48 22 526 21 24	piotr.trzcinski@bzwbk.pl

Departament Analiz Giełdowych

Dariusz Górski, *Dyrektor Departamentu Analiz Giełdowych*
Strategia, Banki, Sektor Finansowy

Paweł Puchalski, CFA, *Kierownik Zespołu Analiz Giełdowych*
Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy, Telekomunikacja

Grzegorz Balcerski, *Analityk Akcji, Makler Papierów Wartościowych, Doradca Inwestycyjny*
Sektor Przemysłowy

Łukasz Kosiarski, *Analityk Akcji*
IT, Gry Komputerowe, Media, Dystrybucja IT, Ochrona Zdrowia

Adrian Kyrzcz, *Analityk Akcji*
Budownictwo, Deweloperzy

Tomasz Sokołowski, *Analityk Akcji*
Sektor Detaliczny, Farmacja

Michał Sopieli, *Analityk Akcji*
Sektor Przemysłowy, Transport i Logistyka, Analizy Ilościowe

Artur Hess, *Analityk Akcji, Makler Papierów Wartościowych*

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK będący wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A. (DM BZ WBK). DM BZ WBK jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r. poz. 94 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r. poz. 1382 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów DM BZ WBK uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług. Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług Banku Zachodniego WBK (BZ WBK) lub podmiotów z Grupy BZ WBK.

Autorem dokumentu jest DM BZ WBK. BZ WBK przysługują prawa autorskie do niniejszego opracowania. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody BZ WBK jest zabronione.

DM BZ WBK nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Ilekcją w dokumencie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę/spółki będącą/będące przedmiotem rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Podmioty powiązane z BZ WBK mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM BZ WBK może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

DM BZ WBK mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM BZ WBK nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. DM BZ WBK informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM BZ WBK, Analityk nie przyjmuje innej formy wynagrodzenia za sporządzone rekomendacje.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, DM BZ WBK, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak DM BZ WBK nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

DM BZ WBK nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez DM BZ WBK o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim.

W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach.

Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać.

W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinie zawarte w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami DM BZ WBK.

DM BZ WBK informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

DM BZ WBK zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.dmbzwbk.pl w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DM BZ WBK opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważają”/„Niedoważają”/„Neutralne”) nie spełniają żadnego z powyższych wymogów. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwstawnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfolio mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20.

Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfolio, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

DM BZ WBK informuje, iż odcięcie dywidendy, odcięcie praw poboru czy split bądź scalanie akcji i inne czysto techniczne zmiany kursu akcji będą skutkowały odpowiednimi zmianami cen docelowych - takie sytuacje mają wymiar wyłącznie techniczny i nie stanowią zmiany rekomendacji w rozumieniu przepisów prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV - wartość księgowa

ROE - zwrot na kapitale własnym

P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

W opinii DM BZ WBK niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. DM BZ WBK 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.

Działalność DM BZ WBK, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A., podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

W BZ WBK implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez BZ WBK działalności. Poza tym BZ WBK wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumentie finansowym.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEN.

Dom Maklerski BZ WBK jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A. z siedzibą we Wrocławiu, ul. Rynek 9/11, 50-950 Wrocław, zarejestrowanego w Sądzie Rejonowym dla Wrocławia - Fabrycznej, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000008723, REGON 930041341, NIP 896 000 56 73, kapitał zakładowy i wpłacony 992.345.340 zł.

UJAWNIAENIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **STALEXPORT AUTOSTRADY S.A.** („Emitent”). DM BZ WBK informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku. Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DM BZ WBK korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożników średniocyklicznych,
- 4) zdyskontowanych dywidend (DDM),
- 5) wartości rezydualnej,
- 6) model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV),
- 7) metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP),
- 8) metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na długoterminowym dwuletnim średnim konsensusie mnożników P/E oraz EV/EBITDA dla spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczytach lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (w tym przypadku konsensus wg Bloomberg). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie danego analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgową = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne:

Rekomendacja	% Spółek	
	pokrywanych	na rzecz których świadczono usługi Bankowości Inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Kupuj	47,31	29,55
Trzymaj	19,35	5,56
Sprzedaj	18,28	0,00
Under Review	15,05	21,43

Definicje poszczególnych rekomendacji zostały opisane w sekcji Zastrzeżenia.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz BZ WBK.

Osoba/ Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa BZ WBK, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

DM BZ WBK nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Emitent może posiadać akcje BZ WBK.

BZ WBK posiada pozycję długą na akcjach Emitenta przekraczającą próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta.

BZ WBK nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BZ WBK, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, BZ WBK składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. DM BZ WBK nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których DM BZ WBK sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez BZ WBK lub podmioty z nim powiązane.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, sporządzonych przez Analityka, który sporządził również niniejszy dokument, a które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie http://www.dmbwbk.pl/analizy-i-komentarze/produkty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#tab_2