

## Problemy: waluty, popyt i efektywność

Od debiutu pod koniec 2016 kurs Stelmetu jest pod ciągłą presją. Jest to spowodowane umocnieniem kursu złotówki, słabymi wolumenami sprzedaży i niższą niż zakładaną efektywnością kosztową. Pomimo dużego spadku ceny Stelmetu, nie postrzegamy wyceny spółki jako okazjowej (przyjmując obecne poziomy walut). Obniżamy cenę docelową do 23 PLN.

Od ostatniego raportu umocnienie PLN wobec GBP wyniosło 7%, a wobec EUR 4%. 85% sprzedaży Stelmetu jest wyrażona w tych walutach. Sam ten efekt ma około 20% wpływ na wycenę spółki. Potencjalny ruch waluty jest dużą szansą lub ryzykiem dla spółki. Na przyszłe okresy zakładamy kursy na obecnym poziomie (EURPLN: 4,25, GBPLN: 4,75).

Drugim negatywnym czynnikiem są słabe wolumeny sprzedaży. Na rynku UK, który zapewne ze względów pogodowych i zbyt wysokiego zatowarowania notuje około 10% spadek (nasza estymacja), Stelmet notuje 18% spadek (1H 2016/17). W Niemczech i Francji spółka notuje około 10% wzrosty. Należy jednak pamiętać, że w tym roku spółka oczekiwała około 20% wzrostu w UK i w Niemczech (przy założeniu stabilności tych rynków), co wydatnie zwiększałoby wartość dodaną nowej fabryki w Grudziądzu.

Trzecim negatywnym czynnikiem jest mniejsza efektywność kosztowa. Zaskakuje nas większa niż oczekiwaliśmy (vs poziom produkcji) liczba pracowników w fabryce w Grudziądzu oraz wyższy niż oczekiwaliśmy poziom zatrudnienia w UK po restrukturyzacji. W kolejnych okresach może się również ujawnić presja płacowa.

Po stronie pozytywnej zauważamy stabilną lub ciut niższą r/r (o około 1%) cenę drewna, początek sprzedaży na rynek USA (choć słabnący dolar może w tym przeszkadzać), dość niski koszt inwestycji (20 mln PLN) w nową fabrykę pelletu w Grudziądzu zwiększającą moce tego segmentu o około 35% i dobrą sprzedaż tego segmentu.

mln PLN	14/15	15/16	16P/17P	17P/18P	18P/19P
Przychody	554	567	551	597	636
EBITDA	83	82	77	96	105
EBIT	62	62	42	55	63
Zysk netto	69	68	31	42	51
P/E	-	-	21,7	16,0	13,3
P/BV	-	-	1,5	1,3	1,3
EV/EBITDA	-	-	11,7	8,9	7,8
EPS	2,46	2,30	1,06	1,43	1,72
DPS	0,00	0,00	0,00	0,79	1,72
FCF	-	-42	-63	51	66
CAPEX	126	186	73	26	18

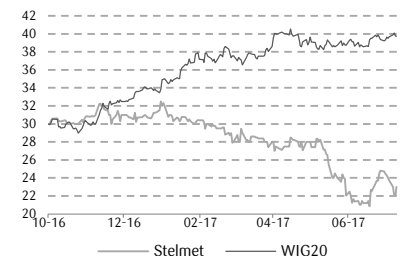
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	23,00
Upside	0%
Liczba akcji (mn)	29,36
Kapitalizacja (mln PLN)	675,37
Free float	15%
Free float (mln PLN)	101,51
Free float (mln USD)	28,38
EV (mln PLN)	901,95
Dług netto (mln PLN)	226,58

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Rainbow Fund 2	79,92
Nationale-Nederlanden OFE	5,05
-	-
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	11-01-17 32,00

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	1,8%	7,2%
3 miesiące	-1,1%	-15,1%
6 miesięcy	13,9%	-24,1%
12 miesięcy	32,1%	-
Min 52 tyg. PLN	-	-
Max 52 tyg. PLN	-	-
Średni dzienny obrót mln PLN	-	0,48

### Analitik

Piotr Łopaciuk, CFA  
+48 22 521 48 12  
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

### Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa



Na wykresach poniżej prezentujemy sprzedaż architektury ogrodowej na poszczególnych rynkach oraz sprzedaż Stelmetu wg głównych segmentów.

mln PLN	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P
Przychody	378,0	418,0	554,0	567,3	551,0	596,7	636,4	671,0	706,2
po segmentach:									
DAO	293,4	319,4	465,2	484,8	454,1	493,7	524,8	553,5	583,7
Pellet	54,3	60,0	48,5	56,5	67,2	80,1	89,0	92,6	93,5
Produkty uboczne	26,0	35,2	35,9	21,6	25,2	18,3	17,9	20,1	24,1
Pozostałe	4,3	3,4	4,4	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9

Źródło: Stelmet, prognozy DM PKO BP

#### Wolumeny i ceny drewnianej architektury ogrodowej na poszczególnych rynkach

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P
<b>Wolumen (m<sup>3</sup>)</b>	<b>165,6</b>	<b>187,2</b>	<b>230,4</b>	<b>223,3</b>	<b>226,6</b>	<b>245,6</b>	<b>261,2</b>	<b>274,6</b>	<b>288,3</b>
Francja	84,9	88,9	63,2	62,4	69,0	73,1	77,5	82,2	87,1
Niemcy	37,0	50,9	64,4	56,9	62,6	66,3	69,7	72,8	76,1
UK	5,8	4,3	66,0	67,8	58,0	63,8	67,0	70,3	73,9
Polska	11,2	12,9	13,7	13,1	13,0	13,5	13,9	14,5	15,1
Other	26,7	30,2	23,1	23,1	24,0	28,8	33,1	34,8	36,2
<b>Cena</b>									
Francja (EUR)	425,0	441,6	437,9	440,8	440,0	440,0	440,0	440,9	442,6
Niemcy (EUR)	339,9	366,1	375,0	383,4	385,0	385,0	385,0	386,2	387,7
UK (GBP)	366,2	361,3	547,4	566,5	560,0	560,0	560,0	562,2	564,5
Polska (PLN)	1 464,3	1 310,1	1 350,4	1 343,5	1 336,0	1 336,0	1 336,0	1 342,7	1 356,1
Pozostałe (EUR)	558,7	415,9	440,2	463,2	440,0	440,0	440,0	441,3	443,1

Źródło: Stelmet, prognozy DM PKO BP, symulacja danych 2014/15 (Grange Fencing pro-forma)

**WYCENA**

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016/17P-2020/21P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, zrealizowaną marżę na kontraktach, koszty stałe i pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2020/21P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,5% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,4%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Premię za ryzyko długu przyjęliśmy na poziomie 1,5%. Beta jest założona na poziomie 1,25x, ponieważ działalność Stelmetu uważamy za dość podatną na zmienność kursów walut i czynników kosztowych. Dodatkowo dość wysoka jest dźwignia walutowa spółki. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla spółki na dzień 30 września 2017 r. i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto). Dodatkowo przyjęliśmy następujące założenia:

- Dług netto skorygowaliśmy o +73 mln PLN z uwagi na wysoką sezonowość kapitału obrotowego.
- W efekcie skorygowano także zmiany w kapitale obrotowym.
- Dodaliśmy wartość aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością (20,5 mln PLN) i odjęliśmy szacowaną wartość faktoringu (20 mln PLN)

<b>Model DCF</b>						
<b>mln PLN</b>	<b>2016/17P</b>	<b>2017/18P</b>	<b>2018/19P</b>	<b>2019/20P</b>	<b>2020/21P</b>	<b>2020/21P&lt;</b>
EBIT	42,2	55,2	63,1	69,2	74,4	76,4
Stopa podatkowa	15%	11%	11%	11%	11%	13%
<b>NOPLAT</b>	<b>35,9</b>	<b>49,1</b>	<b>56,1</b>	<b>61,5</b>	<b>66,2</b>	<b>66,4</b>
CAPEX	-73,0	-26,0	-18,0	-18,0	-18,0	-40,0
Amortyzacja	35,0	41,0	41,5	41,5	42,0	40,0
Skorygowane zmiany w kapitale obrotowym	-61,0	-13,5	-13,6	-12,0	-12,2	-3,7
<b>FCF</b>	<b>-63,1</b>	<b>50,7</b>	<b>66,0</b>	<b>73,1</b>	<b>78,0</b>	<b>62,8</b>
WACC	7,3%	7,5%	7,8%	8,1%	8,1%	
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,86	0,79	0,73	
DFCF	0,0	47,0	56,7	58,0	57,1	
Wzrost w fazie II	1,5%					
Suma DFCF - Faza I	218,8					
Suma DFCF - Faza II	<b>705,3</b>					
<b>Wartość Firmy (EV)</b>	<b>924,0</b>					
Dług netto	226,6					
Aktywa pozaoperacyjne	21,0					
Korekta długu netto	73,0					
Faktoring	20,0					
<b>Wartość godziwa</b>	<b>625,5</b>					
Liczba akcji (mln szt.)	29,4					
Wartość godziwa na akcję na 30.09.2017	21,3					
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>23,0</b>					
Cena bieżąca	23,0					
Oczekiwana stopa zwrotu	0%					

Źródło: prognozy DM PKO BP



<b>WACC</b>						
	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2020/21P<
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Premia za ryzyko długu	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>
Waga kapitału własnego	64,8%	57,9%	61,4%	67,3%	72,1%	73,0%
Waga długu	35,2%	42,1%	38,6%	32,7%	27,9%	27,0%
<b>WACC</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>

Źródło: prognozy DM PKO BP

#### Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1,0%	1,3%	1,5%	1,8%	2,0%
	7,1%	25,1	26,3	27,6	29,1	30,6
	7,6%	23,0	24,0	25,1	26,3	27,6
<b>WACC</b>	8,1%	21,2	22,1	23,0	24,0	25,1
	8,6%	19,6	20,4	21,2	22,1	23,0
	9,1%	18,2	18,9	19,6	20,4	21,2

Źródło: DM PKO BP

## Analiza porównawcza

## Spółki porównawcze: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
<b>Polskie spółki przemysłowe</b>						
Amica	13,8	10,6	10,0	10,2	7,8	7,7
Alumetal	11,6	11,4	11,3	7,5	7,5	7,4
Aparator	13,4	12,8	12,7	8,3	7,8	7,7
Forte	15,1	12,4	11,0	11,2	9,5	7,6
Kety	15,6	15,2	14,9	10,3	9,7	9,4
Pfleiderer Grajewo	20,9	19,1	19,0	8,3	8,0	7,9
Sanok RC	15,1	14,5	14,0	10,0	9,5	9,1
Wielton	15,8	13,8	13,7	9,6	9,5	9,5
Mangata	15,9	14,6	14,0	9,0	8,8	8,6
<b>Mediana Polskich spółek przemysłowych</b>	<b>15,1</b>	<b>13,8</b>	<b>13,7</b>	<b>9,6</b>	<b>8,8</b>	<b>7,9</b>
<b>Stelmet</b>	<b>21,7</b>	<b>16,0</b>	<b>13,3</b>	<b>12,6</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>
premia / dyskonto	43%	16%	-3%	31%	15%	18%

Źródło: na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP

Analiza porównawcza pokazuje, że Stelmet jest notowany z niewielką premią do spółek porównywalnych. Naszym zdaniem to potwierdza wycenę DCF.



## Prognozy finansowe

<b>Rachunek zysków i strat</b>	<b>12/13</b>	<b>13/14</b>	<b>14/15</b>	<b>15/16</b>	<b>16P/17P</b>	<b>17P/18P</b>	<b>18P/19P</b>	<b>19P/20P</b>
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	- 378	418	554	567	551	597	636	671
Zysk brutto ze sprzedaży	- 130	150	168	190	155	176	190	202
<b>EBITDA</b>	- 81	96	83	82	77	96	105	111
Koszty sprzedaży	- -46	-53	-71	-87	-75	-80	-85	-89
Koszty ogólnego zarządu	- -21	-22	-39	-39	-40	-41	-42	-43
Pozostałe przychody operacyjne	- 1	4	13	0	0	0	0	0
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	- 64	78	62	62	42	55	63	69
Saldo działalności finansowej	- -4	-1	3	10	-6	-8	-6	-5
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	- 60	78	65	72	37	47	57	64
Podatek dochodowy	- 2	0	-4	4	6	5	6	7
<b>Zysk (strata) netto</b>	- 57	78	69	68	31	42	51	57

<b>Bilans</b>	<b>12/13</b>	<b>13/14</b>	<b>14/15</b>	<b>15/16</b>	<b>16P/17P</b>	<b>17P/18P</b>	<b>18P/19P</b>	<b>19P/20P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	- 271	282	365	534	575	560	537	513
Wartości niematerialne i prawne	- 4	4	32	28	28	28	28	28
Rzeczowe aktywa trwałe	- 240	250	290	450	491	476	452	429
Pozostałe aktywa długoterminowe	- 27	28	43	56	56	56	56	56
<b>Aktywa Obrotowe</b>	- 146	187	256	217	245	262	279	294
Zapasy	- 33	47	86	75	81	87	92	97
Należności	- 73	88	132	107	132	142	151	160
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	- 3	3	8	15	16	16	16	16
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	- 36	49	29	19	17	18	19	20
<b>Aktywa razem</b>	- 417	468	621	751	820	822	816	807
<b>Kapitał Własny</b>	- 209	256	332	390	465	507	535	541
Kapitały mniejszości	- 2	2	1	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania</b>	- 209	212	288	361	354	315	281	265
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	- 122	76	171	232	226	188	155	138
Kredyty i pożyczki	- 117	69	150	207	202	164	131	113
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	- 0	0	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania handlowe i pozostałe	- 1	3	2	2	2	2	2	2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	- 87	136	117	129	128	127	126	127
Kredyty i pożyczki	- 43	44	31	27	41	33	27	23
Pozostałe rezerwy	- 16	23	27	35	35	38	40	42
Zobowiązania handlowe i pozostałe	- 21	61	42	58	41	45	48	51
<b>Pasywa razem</b>	- 417	469	621	751	820	822	816	807

<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>12/13</b>	<b>13/14</b>	<b>14/15</b>	<b>15/16</b>	<b>16P/17P</b>	<b>17P/18P</b>	<b>18P/19P</b>	<b>19P/20P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	- 83	85	67	118	24	85	93	101
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	- -8	-22	-124	-186	-73	-26	-18	-18
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	- -57	-50	37	57	46	-57	-74	-82

<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>12/13</b>	<b>13/14</b>	<b>14/15</b>	<b>15/16</b>	<b>16P/17P</b>	<b>17P/18P</b>	<b>18P/19P</b>	<b>19P/20P</b>
ROE	- -	33,3%	23,3%	18,7%	7,3%	8,7%	9,7%	10,6%
Dług netto	- 123,6	64,2	151,0	215,1	226,6	179,2	138,0	116,5

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedeccus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedeccus@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajeniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

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

Niniejsza rekomendacja 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.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

#### Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	23 (34%)
Trzymaj	33 (49%)
Sprzedaj	12 (18%)

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP 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 PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Stelmet	1

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Stelmet.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

#### Pozostałe ujawnienia





Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego należy przyjąć, że jest to cena z [DATA] z godziny zamknięcia notowań.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „Dziennik”.