

Stalexport Autostrady SA

Wyniki spółki za ostatni kwartał 2014 roku były bardzo dobre, a dynamika wzrostu ruchu wysoka mimo otwarcia w listopadzie 2014 roku drogi alternatywnej DK 94. Wydaje się, że poprawa kondycji polskiego konsumenta przekłada się również na wzrost ruchu autostradowego. W tym kontekście wprowadzona od 1 marca 2015 roku podwyżka opłat o średnio 10% powinna bardzo pozytywnie przełożyć się na wyniki finansowe w spółce w bieżącym roku. Skłania nas to do poniesienia naszych prognoz dla spółki w bieżącym roku oraz w latach kolejnych. W wyniku aktualizacji naszych prognoz i wyceny podnosimy ją z 3,10 zł do 3,50 zł i z uwagi na wzrost kursu od momentu wydania poprzedniej rekomendacji obniżamy rekomendację do TRZYMAJ.

Dobre wyniki 4Q2014

Stalexport Autostrady zanotował w 4Q14 wzrost przychodów o 5,8% r/r (vs +4,2% r/r w 3Q14), co jest głównie konsekwencją wzrostu ruchu samochodów ciężarowych o 5,4% r/r oraz samochodów osobowych o 5,8% r/r. Naszym zdaniem dynamika wzrostu przychodów jest bardzo dobra, gdyż od listopada 2014 roku otwarta jest droga alternatywna (DK 94) i nie spowodowało to spadku dynamiki ruchu - a wręcz przeciwnie. Może to sugerować poprawę uwarunkowań makroekonomicznych. EBITDA gotówkowa (skorygowana o rezerwę na wymianę nawierzchni) wyniosła 41,3 mln zł (+4,8% r/r), a zysk netto wyniósł 14,8 mln zł (+43,5% r/r) co m.in. wynika z niższych kosztów finansowych.

Podwyżka opłat od 1 marca 2015 roku o średnio 10%

Średnio stawki wzrosły od 1 marca o około 10%, co w całości znajdzie odzwierciedlenie w przychodach spółki. Ponieważ stawka obowiązywać będzie przez 10 miesięcy, szacunkowy wpływ podwyżki na przychody wyniesie ok. +8%. Teoretycznie wzrost stawek może mieć negatywny wpływ na liczbę podróżujących samochodów, jednak pierwsze miesiące po otwarciu drogi alternatywnej DK 94 pokazują, że kierowcy nie rezygnują z autostrady. W tym kontekście podwyżka nie musi się przekładać negatywnie na ruch. W naszych prognozach zakładamy wzrost przychodów w 2015 roku o 8%, w 2016 roku o 6% i wzrosty o 4% w latach kolejnych.

Kwestia dywidendy

W kwestii potencjalnej dywidendy i jej wysokości zarząd nie daje jasnej deklaracji. Na ostatnim spotkaniu dla analityków padło sformułowanie, że dywidenda ze spółki koncesyjnej mogłaby być pobrana w 2017 roku, co przełożyłoby się na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy Stalexport Autostrady dopiero w 2018 roku. Jest to o rok później niż wcześniej zakładaliśmy. Dodatkowo przedstawiona w raporcie finansowym analiza szacowanych przez spółkę przepływów z tytułu realizacji zobowiązań naszym zdaniem sugeruje, że do momentu rozpoczęcia obsługi płatności z tytułu koncesji Stalexport Autostrady pobierze ze spółki koncesyjnej dwie dywidendy (w 2017 i 2018 roku). W 2019 roku natomiast rozpocznie się płatność zobowiązań z tytułu koncesji (łącznie ponad 229 mln zł). W stosunku do naszych wcześniejszych oczekiwań jest to bardziej konserwatywne założenie.

Wartość akcji Stalexport Autostrady SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: sum częściowych (3,08 zł) oraz porównawczą (3,91 zł), co po zważeniu powyższych wycen wagami 75% i 25% dało 9-miesięczną cenę docelową równą 3,50zł.

mln zł	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	186	206	223	240	254	264
EBITDA	106	156	151	177	191	200
EBITDA gotówkowa	139	164	186	197	211	220
EBIT	66	115	107	132	146	154
zysk netto	9	59	60	86	99	108
P/E (x)	92,3	13,6	13,1	9,3	8,0	7,3
EV/EBITDA (x)	7,6	5,2	5,4	4,6	4,2	4,0

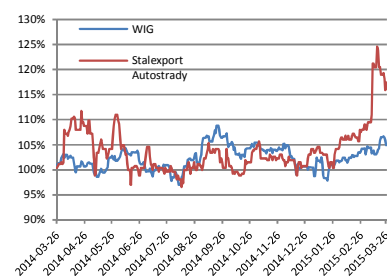
Źródło: Spółka, Noble Securities

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

TRZYMAJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	3,21 zł
Cena docelowa (9M)	3,50 zł
Potencjał wzrostu	9%
Kapitalizacja	794 mln zł
Free float	39,34%
Śr. wolumen 6M	100 275



PROFIL SPÓŁKI

Stalexport Autostrady poprzez spółkę zależną Stalexport Autostrada Małopolska eksploatuje płatny odcinek 61 km autostrady A4 Katowice – Kraków. Spółka posiada na to koncesję do marca 2027 roku.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Autostrade per l'Italia	60,63%
ALTUS TFI	5,13%
Pozostali	34,24%

WAŻNE DATY

Raport za 1Q2015 r.	08.05.15
Raport za 1H2015 r.	03.08.15

Krzysztof Radojewski, CFA

Analitik akcji

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRAWOWANIACH I REKOMENDACIACH PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgową
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez Noble Securities S.A. obowiązuje przez okres 9 miesięcy lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny analityka.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczone są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPOJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -20,00% do -10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRAWOWANIACH I REKOMENDACIACH

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Metoda sum częściowych – opiera się na osobnej wycenie poszczególnych segmentów ocenianego podmiotu i ich późniejszym zsumowaniu; wadą tej metody jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- Analityk nie posiada papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe,
- ani Analityk, ani osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2010 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- ani Analityk, ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Rekomendacji.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Rekomendacji.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanych z Noble Securities S.A. oraz Analitykiem **nie występują inne niż wskazane w treści Rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność Rekomendacji.**

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Rekomendacja jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715).

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania aktywami.

Rekomendacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniana nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie jej na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Rekomendacji, w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłączny charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanej Rekomendacji nie została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Rekomendacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wyeliminowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowaniu w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktem interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Stalexport Autostrady S.A.		
Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Kupuj
Data wydania	17.10.2013	17.03.2014
Kurs z dnia rekomendacji	2,07	2,58
Cena docelowa	2,86	3,10
WIG w dniu rekomendacji	52 861,41	49 520,84

Zalecenie w ostatnich 12 miesiącach	Wydane rekomendacje		Wydane rekomendacje dla klientów bankowości inwestycyjnej Noble Securities	
	Liczba	% wszystkich	Liczba	udział
Kupuj	16	47%	0	0%
Akumuluj	10	29%	0	0%
Trzymaj	8	24%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%
SUMA	34		0	0%