

Analiza STALEXPORT AUTOSTRADY SA po wynikach 1 półrocza 2020 roku

Autor: Paweł Malik



Przedmiot działalności

Stalexport Autostrady (ticker: STX) poprzez spółkę zależną Stalexport Autostrada Małopolska (SAM) zarządza odcinkiem autostrady A4 pomiędzy Katowicami i Krakowem. Stawki za przejazd w przeliczeniu na km są jednymi z najwyższych w Europie, a mimo to spółka wystąpiła o ich podwyżkę.

Kluczowa dla działalności jest umowa koncesyjna zawarta w 1997 r. ze Skarbem Państwa, która wygasa w 2027 r. Zapisy umowy są ściśle chronione i to powoduje, że trudno określić dokładne rozliczenia SAM ze Skarbem Państwa.

Wiadomo, że od 4 kwartału 2018 r. SAM płaci Skarbowi Państwa udział w zysku z projektu, choć nie wiadomo w jakiej wysokości procentowej i jak jest liczony. To wprowadza dużą niepewność, co do przyszłych wyników Grupy.

Poboczną działalnością jest najem powierzchni w biurowcu w Katowicach.

Wyniki po 1 półroczu

Okres marzec-czerwiec 2020 r. to czas epidemii koronawirusa i ograniczeń w gospodarce co przełożyło się na znaczny spadek ruchu na autostradzie A4.

ADT	styczeń			luty			marzec		
	2020	2019	zmiana	2020	2019	zmiana	2020	2019	zmiana
Samochody osobowe	35 682	33 408	6,8%	36 167	36 507	-0,9%	21 417	34 910	-38,6%
Samochody ciężarowe	6 495	6 794	-4,4%	7 092	7 251	-2,2%	6 657	7 269	-8,4%
Razem	42 177	40 202	4,9%	43 260	43 759	-1,1%	28 074	42 178	-33,4%

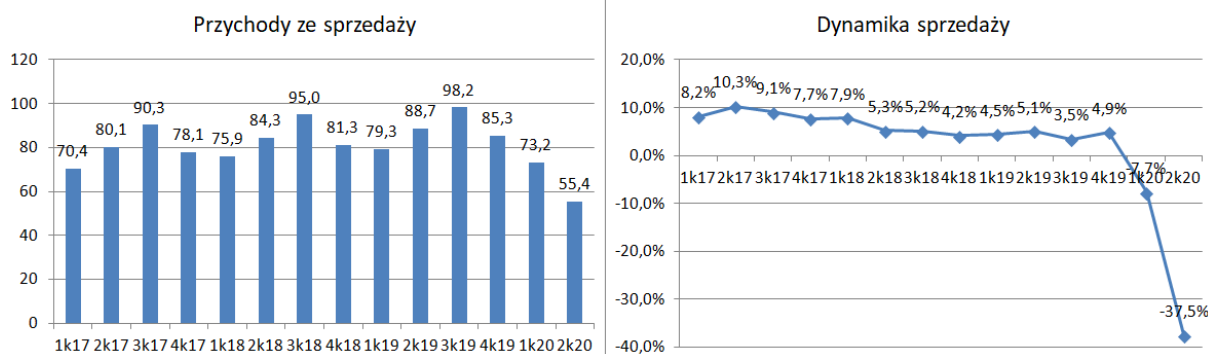
ADT	kwiecień			maj			czerwiec		
	2020	2019	zmiana	2020	2019	zmiana	2020	2019	zmiana
Samochody osobowe	12 513	37 339	-66,5%	21 339	37 192	-42,6%	30 505	40 612	-24,9%
Samochody ciężarowe	5 208	7 355	-29,2%	5 717	7 399	-22,7%	6 544	7 349	-11,0%
Razem	17 721	44 694	-60,4%	27 056	44 591	-39,3%	37 049	47 961	-22,8%

Wg ostatnich danych tygodniowych ruch jest obecnie niższy o niecałe 8%, co zapowiada lepszy 3 kwartał.

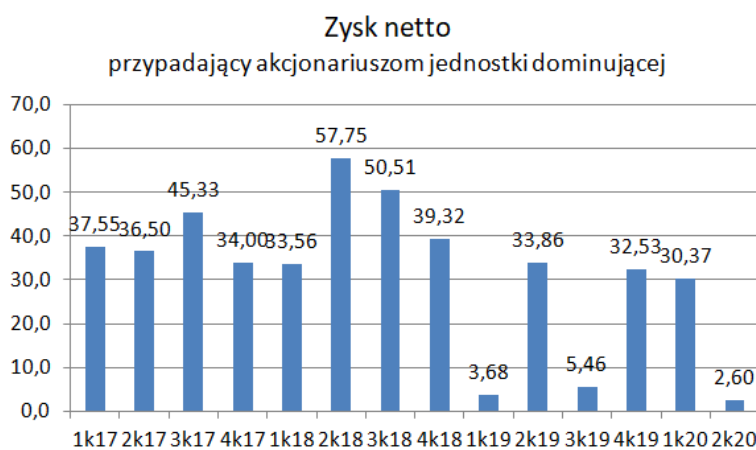
Przychody ze sprzedaży w 2 kwartale 2020 r. osiągnęły poziom 55,4 mln zł i były aż o 37% niższe r/r. Zysk ze sprzedaży brutto wyniósł 39,4 mln zł (-47%).

W I półroczu 2020 r. przychody wyniosły 128,7 mln zł (-23%). Zysk ze sprzedaży brutto 84 mln zł (-31%).

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor może posiadać akcje Spółki.



Wyniki za 2 kwartał na pierwszy rzut oka wydają się dramatyczne. Zysk netto (przynależny jednostce dominującej) to zaledwie 2,6 mln zł.



Wyniki skonsolidowane STALEXPORT są znacznie niższe począwszy od 4 kwartału 2018 r. niż w poprzednich latach. Wynika to z pojawienia się **Płatności na rzecz Skarbu Państwa**, jako udział w zysku z zarządzania autostradą A4.

W 2019 roku Płatność naliczana była 31 marca i 30 września i obciążała wyniki 1 i 3 kwartału. W 2020 roku będą to 30 czerwiec i 31 grudzień, czyli gorsze wyniki w 2 i 4 kwartałe 2020 r.

W I półroczu 2020 r. wyniósł on **tylko 14,88 mln zł**. Ostatni raz udział liczony był na 30 września, a zatem te 14,88 mln zł to płatność za trzy kwartały.

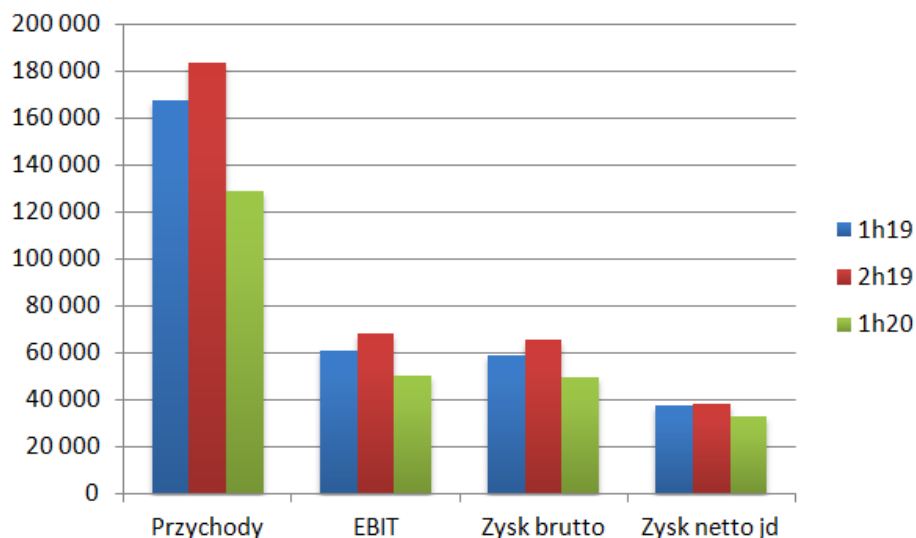
Przypomnę, że w 1 półroczu 2019 było to 44,4 mln zł i w 2 półroczu 2019 r. również 44,4 mln zł. Zatem 14,88 mln zł za trzy kwartały to wyjątkowo mało.

Można więc przypuszczać, że wzór na wyliczenie Płatności na rzecz Skarbu Państwa gwarantuje SAM osiągnięcie określonego poziomu zysku i dopiero powyżej tego poziomu nadwyżka jest dzielona pomiędzy SAM i SP.

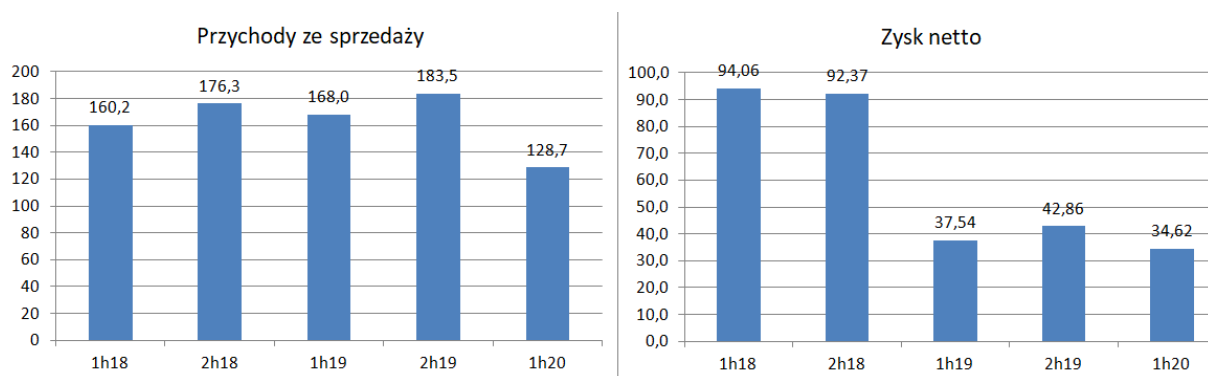
W takiej sytuacji spadek ruchu i przychodów odczuwa w znacznie większym stopniu Skarb Państwa, a nie Stalexport!

Widać to po wynikach półrocznych Grupy:

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor może posiadać akcje Spółki.



Pomimo dużego spadku przychodów (-39 mln zł r/r) zysk netto jest tylko o niecałe 3 mln zł niższy r/r.



Obecnie Płatność na rzecz Skarbu Państwa nie stanowi kosztu uzyskania przychodu i SAM otrzymała niekorzystną interpretację z Urzędu Skarbowego. Jednak dalej zamierza walczyć o uznanie Płatności na rzecz SP jako koszt podatkowy, co znacznie poprawiłoby wyniki.

Perspektywy

W 2027 r. kończy się koncesja. Do tego czasu trzeba wykonać ujęte w umowie prace remontowe (wymiana nawierzchni, remont mostów, odwodnienia). SAM już utworzył na to rezerwy i ma na to zgromadzone środki. Praktycznie cały zysk Grupy Stalexport może zostać wypłacony w postaci dywidendy.

SAM wystąpiła o podwyżkę opłat na autostradzie A4 (Katowice-Kraków) pomimo, że i tak jest to jedna z najdroższych autostrad w Europie. GDDKiA nie zgadza się z tym, ale prawdopodobnie nie ma wyjścia, bo takie są zapisy umowy koncesyjnej. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest wobec tego wprowadzenie tej podwyżki, co poprawi wyniki Grupy.

Jako ryzyko (oceniłam, że niewielkie) trzeba wziąć pod uwagę ewentualne naruszenie/zerwanie umowy koncesyjnej przez Skarb Państwa. Wiązałoby się to z wieloletnim procesem Spółki z Polską.

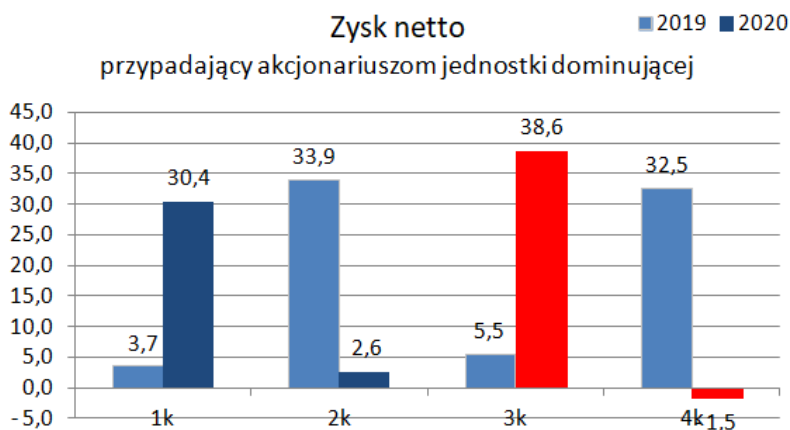
Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor może posiadać akcje Spółki.

I półrocze było dramatyczne, jeśli chodzi o przychody, a jednak zysk jest zbliżony do dwóch poprzednich półroczy. **Wynikać to może z konstrukcji wyliczenia Płatności dla Skarbu Państwa, który zapewne gwarantuje spóźnie określony poziom zysku.**

3 kwartał będzie znakomity r/r – pomimo niższego ruchu samochodów r/r sezonowo 3 kwartał jest najlepszy, a nie będzie obciążenia Płatnością na rzecz Skarbu Państwa.

Rok temu w 3 kwartale naliczona była Płatność dla Skarbu Państwa (44,4 mln zł.) W tym roku opłata będzie naliczona dopiero w 4 kwartale.

Szacuję, że zysk netto w 3 kwartale wyniesie blisko 40 mln zł (vs. 9 mln zł w 3k19).



łącznie zysk netto w 2020 roku szacuję na 70 mln zł (vs. 80,4 mln zł w 2019 r.).

Zysk ten będzie zapewne przeznaczony na dywidendę (kwestią techniczną jest przekazanie zysku z SAM do STX – dywidenda jest płacona z zysku jednostkowego – przesunięcie 1 rok).

A w 2027 roku po wygaśnięciu koncesji w aktywach pozostanie praktycznie sama gotówka w wysokości kapitałów (już ponad 800 mln zł), która również może zostać wypłacona i spółka zakończy działalność, o ile Skarb Państwa nie przedłuży koncesji.

No, ale również może się okazać, że w umowie koncesyjnej jest coś, co zupełnie zmieni te wyliczenia.

Dywidenda

Za 2019 rok dywidenda wynosi 0,05 zł/akcję. STX przeznaczył na nią cały zysk netto jednostkowy Stalexport (10,4 mln zł) oraz 2 mln zł z kapitału zapasowego.

Dopiero 27 maja 2020 r. spółka zależna Stalexport Autostrady Małopolskie wypłaciła dywidendę za 2019 r. w kwocie aż 131 mln zł (z zysku za 2019 r. i kapitału rezerwowego). Do tego dołożyła się spółka VIA4 przekazując 10 mln zł dywidendy.

Dzięki temu zysk jednostkowy za I półrocze 2020 r. wynosi blisko 140 mln zł. Można oczekiwać, że spółka w 2021 roku przeznaczy go na dywidendę, która może wynieść 140 mln zł (stopa dywidendy ok. 20%).

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor może posiadać akcje Spółki.

Podsumowanie

Brak jawności umowy koncesyjnej powoduje, że przyszłość Stalexport nie jest jasna - szczególnie jeśli chodzi o poziom zysku. I jest to największe ryzyko – czy nie pojawi się jakiś nieznanym obecnie negatywny czynnik.

Niski poziom Płatności na rzecz Skarbu Państwa w I półroczu 2020 r. wskazuje na to, że konstrukcja wyliczeń gwarantuje określony poziom zysku Stalexportowi, a dzieli się on jedynie nadwyżką ponad minimalny zysk.

I dlatego pomimo drastycznego spadku ruchu w 2 kwartale zysk netto za całe I półrocze był na porównywalnym poziomie jak wcześniej.

Można zatem oczekiwać, że w kolejnych półroczach również zysk nie będzie niższy. Wydaje się, że Stalexport może osiągać co roku co najmniej 70 mln zł zysku netto i przeznaczać go na dywidendę. Na koniec koncesji w 2027 r. pozostanie w aktywach 700-800 mln zł gotówki, która albo wtedy jednorazowo albo stopniowo we wcześniejszych latach będzie wypłacana.

Dywidenda za 2020 r. może wynieść 140 mln zł (stopa dywidendy ok.20%), a w kolejnych latach 70-80 mln zł. Przy obecnej kapitalizacji 730 mln zł inwestycja w akcje Stalexportu może być zatem czymś w rodzaju lokaty ze stopą pow. 10% i zwrotem po 7 latach.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Autor analizy może posiadać akcje analizowanej spółki. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor może posiadać akcje Spółki.