Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 43,5 PLN

7 LISTOPAD 2014

Od początku 2014 roku Śnieżka (której jedna z fabryk zlokalizowana jest na Ukrainie, 20 km od granicy z Polską) zmaga się z kryzysem na rynkach wschodnich. Trzy największe kierunki eksportowe spółki to: Ukraina (13% przychodów spółki po 1-3Q'14 vs 22% w całym 2013), Białoruś (9% vs 9%) i Rosja (2% vs 3%). W sumie w 1-3Q'14 przychody z tych krajów spadły w PLN o 32% (na poziomie skonsolidowanym spadek wyniósł -5%). Zawirowania w tamtejszych gospodarkach, będące pochodną działań wojennych we wschodniej Ukrainie, oraz mocne osłabienie lokalnych walut Śnieżce udało się jednak w dużej części zamortyzować cięciem kosztów na Ukrainie (m.in. znaczna redukcja załogi, ograniczenie kosztów SG&A) oraz dobrym wynikiem w Polsce (pozytywne tendencje z 3Q'14 utrzymują się nadal w 4Q'14, czemu sprzyja m.in. dobra pogoda). Po stronie surowcowej sprzyjają niskie ceny bieli tytanowej. Narastająco po 1-3Q'14 wynik netto spadł z 39,8 mln PLN na 36,3 mln PLN. Spodziewamy się, że w 4Q'14 spółka operacyjnie nie poprawi się r/r ze względu na wysoką bazę z końca ubiegłego roku (zdarzenia jednorazowe na poziomie marży brutto ze sprzedaży) a sam kwartał na poziomie netto może skończyć się lekko pod kreską (ujemne różnice kursowe z USD). Zakładamy, że wynik netto w całym roku sięgnie 35,0 mln PLN (vs 45,1 mln PLN w 2013). Implikuje to P/E'14=13,8x, przy czym rok jest w praktyce w całości naznaczony przez trudności na wschodzie oraz kilka mln PLN ujemnych różnic kursowych. Zwracamy jednocześnie uwagę, że Śnieżka operacyjnie nadal generuje mocną gotówkę (cash flow operacyjny po 1-3Q'14 48,7 mln PLN vs 39,7 mln PLN w 1-3Q'13) przy ograniczonych potrzebach w zakresie CAPEX-u (wykorzystanie mocy na Ukrainie to obecnie 30% a w Polsce 75%). W 2013 i 2014 Śnieżka wypłaciła po 2,5 PLN dywidendy na akcję. Przy dług netto/EBITDA'14<1x widzimy możliwość powtórzenia DPS w 2015 roku, co daje atrakcyjny poziom div yield=6,5% przy obecnym kursie rynkowym. Biorąc pod uwagę zmiany w naszym modelu (spadek kontrybucji rynków eksportowych) obniżamy cenę docelową z 45,0 PLN do 43,5 PLN. Jednocześnie zmieniamy zalecenie z Trzymaj na Akumuluj.

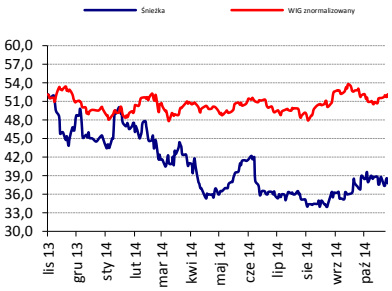
Wyniki za 3Q'14 były minimalnie powyżej naszych oczekiwań. Dodatnią dynamikę sprzedaży z poprzednich kwartałów udało się zachować w Polsce. Natomiast spadki odnotowano na Ukrainie (zwracamy uwagę na wzrost w lokalnej walucie), Białorusi i w Rosji. Pozytywnie odbieramy fakt, że Śnieżce w trudnym otoczeniu (presja na marże na Ukrainie) udało się nawet lekko poprawić poziom EBITDA r/r, do czego przyczynia się ograniczenie kosztów SG&A (m.in. ścięcie nakładów na reklamę na Ukrainie). Na wyniku brutto przy porównaniu r/r ciążą różnice kursowe (spółka posiada kilkanaście mln kredytu w USD). Lepiej r/r wypadł cash flow operacyjny (29,4 mln PLN vs 25,3 mln PLN). Po 4Q'14 oczekujemy zbliżonego do neutralnego wpływu na wynik operacyjny, rezultat netto może być lekko pod kreską przy trendzie umacniania się USD (wynik 4Q'13 nie jest porównywalny ze względu na rozpoznanie jednorazowo wysokiej marży brutto ze sprzedaży).

Spółka handlowa jest z premią w stosunku do innych krajowych producentów materiałów budowalnych, ale broni się naszym zdaniem polityką dywidendową oraz niskim zadłużeniem. W stosunku do producentów europejskich odchylenie we wskaźnikach jest niewielkie, natomiast do amerykańskich odpowiedników nadal utrzymuje się wyraźne dyskonto.

Wycena DCF [PLN]	43,3
Wycena porównawcza [PLN]	44,1
Wycena końcowa [PLN]	**43,5**
Potencjał do wzrostu / spadku	**13,8%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	38,3
Kapitalizacja [mln PLN]	482,6
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	42,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	34,0
Stopa zwrotu za 3 mc	10,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	4,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-18,6%
Struktura akcjonariatu:	
Pater Jerzy	20,1%
Cymbor Stanisław	20,1%
Mikrut Rafał	9,9%
Mikrut Piotr	9,9%
Amplico OFE	9,9%
Aviva OFE	9,5%
Pozostali	20,4%

Krzysztof Pado
pado@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-32
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	550,6	576,5	573,9	545,8	559,7	582,4
EBITDA [mln PLN]	57,1	72,9	78,0	68,2	70,8	74,4
EBIT [mln PLN]	40,8	56,4	58,8	49,7	52,1	55,2
Zysk netto [mln PLN]	17,2	45,5	45,1	35,0	41,9	44,9
P/BV	2,3	2,4	2,2	2,2	2,1	2,0
P/E	28,1	10,6	10,7	13,8	11,5	10,8
EV/EBITDA	9,8	7,6	7,0	7,9	7,6	7,1
EV/EBIT	13,7	9,9	9,3	10,8	10,3	9,6



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 3
WYCENA PORÓWNAWCZA 6
WYNIKI ZA 3Q'14 8
GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI 10
PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2014-2023 15
DANE FINANSOWE 18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 43,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 44,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki europejskich (33%) oraz amerykańskich producentów farb (33%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 43,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	**70%**	**43,3**
Wycena metodą porównawczą, w tym:	**30%**	**44,1**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	30,9
- wycena do europejskich producentów farb	33%	41,6
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	59,8
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]	**43,5**	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2014 roku zakładamy 5% spadek przychodów do 546 mln PLN (co wynika załamania się rynku ukraińskiego ze 126 mln PLN w 2013 do szacowanych przez nas 73 mln PLN w 2014, w 2015 przyjmujemy, że rynek sprzedaż na Ukrainie spadnie jeszcze o kolejne 5% a następnie powróci do trendu wzrostowego). W kolejnych latach zakładamy konserwatywne przyrosty sprzedaży na poziomie CAGR'23/14=2,7%.
- Zakładamy, że w 2014 roku marża brutto ze sprzedaży spadnie nieznacznie poniżej 36% a w kolejnych roku lekko się odbuduje (m.in. zakładamy stabilizację biznesu na Ukrainie). Ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa) utrzymywały się generalnie na stabilnych poziomach przez ostatnie miesiące (w ślad za cenami ropy w najbliższych miesiącach nieco spaść mogą ceny surowców ropopochodnych). Indeks składów budowlanych PSB wskazuje na wyhamowanie presji cenowej na rynku farb, która widoczna była od początku 2013 do mniej więcej 1/2Q'14.
- Łączny CAPEX spółki w 2014 roku zakładamy na poziomie około 20 mln PLN. Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych (wykorzystanie mocy w Polsce w 2014 roku wynosi wg zarządu ok 75% a na Ukrainie spadło do 30%). W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2023 roku. Model nie uwzględnia akwizycji.
- Uwzględniliśmy w modelu efekt zastosowania przez spółkę amortyzacji znaku towarowego, co obniża do 2021 efektywną stopę podatku dochodowego (efekt szacujemy na ok. 2,5-3,0 mln PLN/rok). W długim terminie zakładamy 19% stopę podatkową.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 7 listopada 2014 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 546,3 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 43,3 PLN.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	545,8	559,7	582,4	602,6	621,3	636,0	649,6	663,4	677,6	692,0
EBIT [mln PLN]	49,7	52,1	55,2	56,4	57,9	58,9	59,8	61,2	62,6	64,2
Stopa podatkowa*	14,7%	14,1%	14,3%	14,2%	14,2%	14,3%	14,3%	14,3%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,3	7,4	7,9	8,0	8,2	8,4	8,5	8,7	11,9	12,2
NOPLAT [mln PLN]	42,4	44,8	47,3	48,4	49,6	50,5	51,3	52,4	50,7	52,0
Amortyzacja [mln PLN]	18,5	18,7	19,2	20,0	20,6	21,2	21,7	22,1	22,5	22,8
CAPEX [mln PLN]	-20,0	-21,2	-23,1	-23,7	-24,0	-24,2	-24,3	-24,4	-24,5	-24,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	8,7	-5,9	-4,1	-3,7	-3,4	-2,7	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6
FCF [mln PLN]	49,6	36,4	39,3	40,9	42,9	44,8	46,2	47,6	46,1	47,5
DFCF [mln PLN]	49,1	33,2	33,2	31,9	30,8	29,7	28,2	26,7	23,7	22,4
Suma DFCF [mln PLN]	308,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	719,3		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	339,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	648,3									
Dług netto 2013** [mln PLN]	70,5									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	31,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	**546,3**									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**43,3**									
Przychody zmiana r/r	-4,9%	2,5%	4,1%	3,5%	3,1%	2,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-15,5%	4,8%	5,9%	2,1%	2,6%	1,7%	1,6%	2,3%	2,4%	2,5%
FCF zmiana r/r*	26,9%	-26,8%	8,1%	4,0%	4,9%	4,6%	3,0%	3,1%	-3,1%	3,1%
Marża EBITDA	12,5%	12,7%	12,8%	12,7%	12,6%	12,6%	12,5%	12,6%	12,6%	12,6%
Marża EBIT	9,1%	9,3%	9,5%	9,4%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,3%
Marża NOPLAT	7,8%	8,0%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,5%	7,5%
CAPEX / Przychody	3,7%	3,8%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	108,1%	113,7%	120,2%	119,0%	116,2%	113,9%	111,9%	110,3%	109,0%	108,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,6%	1,1%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	31,1%	42,4%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *spadek FCF w 2022 roku wynika ze wzrostu efektywnej stopy podatku do 19%, ** w długu netto ujęto ujemne różnice kursowe z tytułu zmiany kursu USD/PLN (na koniec 2013 roku spółka miała 12,5 mln USD kredytu + zadłużenie w PLN i UAH)*

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	76,7%	79,2%	81,9%	84,4%	87,1%	89,9%	92,6%	95,3%	97,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	23,3%	20,8%	18,1%	15,6%	12,9%	10,1%	7,4%	4,7%	2,1%	0,0%
WACC	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	36,7	39,0	41,7	45,2	49,8	56,0	65,0	79,1	104,5
	0,8	34,8	36,7	39,1	42,1	45,9	51,1	58,2	69,0	86,9
	0,9	33,0	34,7	36,8	39,4	42,6	46,9	52,7	61,1	74,3
	1,0	31,3	32,8	34,7	36,9	39,7	43,3	48,1	54,8	64,9
	1,1	29,8	31,2	32,8	34,7	37,1	40,2	44,2	49,6	57,5
	1,2	28,4	29,6	31,0	32,8	34,8	37,5	40,8	45,3	51,6
	1,3	27,1	28,2	29,5	31,0	32,8	35,1	37,9	41,7	46,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	38,9	41,5	44,7	48,8	54,3	61,9	73,4	92,6	130,9
	4%	34,8	36,7	39,1	42,1	45,9	51,1	58,2	69,0	86,9
	5%	31,3	32,8	34,7	36,9	39,7	43,3	48,1	54,8	64,9
	6%	28,4	29,6	31,0	32,8	34,8	37,5	40,8	45,3	51,6
	7%	25,9	26,9	28,0	29,4	31,0	32,9	35,4	38,5	42,7
	8%	23,8	24,5	25,5	26,5	27,8	29,3	31,1	33,4	36,4
	9%	21,9	22,5	23,3	24,1	25,1	26,3	27,7	29,4	31,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	76,2	70,8	66,1	61,9	58,2	54,9	52,0	49,3	46,9
	4%	64,6	59,4	54,9	51,1	47,7	44,7	42,0	39,6	37,5
	5%	56,0	51,1	46,9	43,3	40,2	37,5	35,1	32,9	31,0
	6%	49,3	44,7	40,8	37,5	34,6	32,1	29,9	28,0	26,3
	7%	44,0	39,6	36,0	32,9	30,3	28,0	26,0	24,3	22,7
	8%	39,6	35,5	32,1	29,3	26,8	24,7	22,9	21,3	19,9
	9%	36,0	32,1	28,9	26,3	24,0	22,1	20,4	18,9	17,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki europejskich (waga 33%) oraz amerykańskich producentów farb (waga 33%). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikowi P/E przypisana została waga 30%, natomiast dla EV/EBITDA jest to 70%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (dla 2014 roku przyjęliśmy wagę 20%, dla kolejnych lat po 40%). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

Brak na GPW innych podmiotów z branży farb. Zagraniczne spółki mają często inną ekspozycję produktową (większy udział farb przemysłowych, produkcja także innych chemikaliów) oraz geograficzną (ekspozycja globalna a nie regionalna). W porównaniu z częścią zagranicznych producentów farb (AkzoNobel, PPG, RPM), którzy w swoim asortymencie oferują także szeroki zakres specjalistycznych chemikaliów i innych produktów, działalność Śnieżki jest wyraźnie mniej zdywersyfikowana. Jednakże z drugiej strony działalność spółki daje ekspozycję na rozwojowe rynki CEE (zużycie farb w Polsce w przeliczeniu na 1 mieszkańca jest o około 1/3 niższe niż w Europie Zachodniej a na Ukrainie 2-krotnie niższe niż w Polsce), które jednocześnie charakteryzują się podwyższonym ryzykiem politycznym i gospodarczym. Uważamy, że najbardziej porównywalnym do Śnieżki podmiotem jest fińska Tikkurila (głównie farby dekoracyjne, wysoka ekspozycja na rynek CEE, porównywalna marża EBITDA), która obecnie handlowana z 5-7% premią dla EV/EBITDA'14-16 oraz 4-19% dla P/E w tym samym okresie.

Śnieżka posiada mocną pozycję na relatywnie stabilnym rynku (popyt na farby to głównie rynek remontowy, zużycie farb w Polsce i na Ukrainie jest wyraźnie niższe niż w Europie Zachodniej), gdzie jest ostatnim dużym niezależnym podmiotem. Uważamy, że takie warunki stwarzają możliwość zainteresowania się spółką przez inwestorów branżowych lub finansowych (w 1Q'12 spółka informowała o rozmowach z inwestorem branżowym, które zakończyły się bez porozumienia).

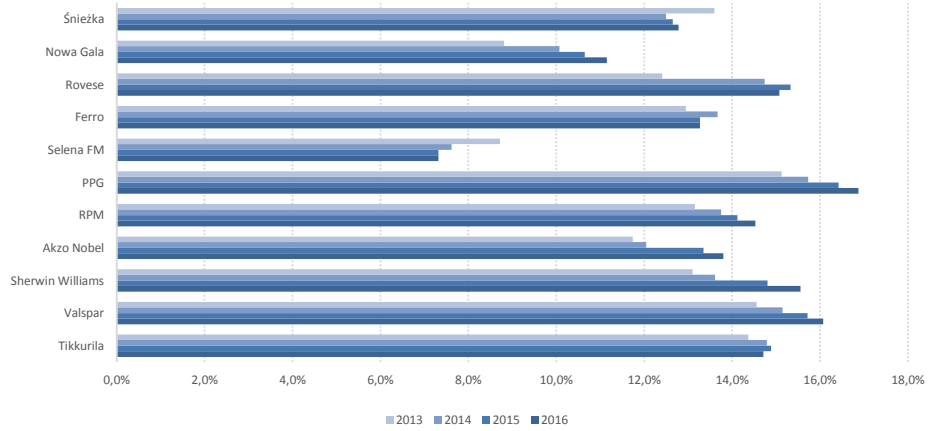
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 556,2 mln PLN, czyli 44,1 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		**44,1**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	30,9
- wycena do europejskich producentów farb	33%	41,6
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	59,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	**2015P**	**2016P**	**2014P**	**2015P**	**2015P**
Nowa Gala	18,7	15,6	13,0	4,9	4,8	4,6
Rovese	-	48,7	20,7	7,5	6,5	5,8
Decora	8,4	8,4	8,3	7,4	7,1	6,8
Selena FM	10,1	8,1	7,7	5,2	5,1	4,8
Mediana	10,1	12,0	10,6	6,3	5,8	5,3
Śnieżka	13,8	11,5	10,8	7,9	7,6	7,1
Premia/dyskonto dla Śnieżki	36,4%	-4,0%	1,2%	24,8%	29,8%	34,3%
Wycena wg wskaźnika	28,0	39,8	37,8	29,8	28,5	27,5
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**36,7**			**28,4**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**30,9**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne, Bloomeberg, wg cen z 7.11.2014

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	**2015P**	**2016P**	**2014P**	**2015P**	**2015P**
Akzo Nobel	17,4	14,7	13,3	8,7	7,5	6,9
Tikkurrila	14,3	13,7	12,7	8,3	8,0	7,6
Mediana	15,9	14,2	13,0	8,5	7,7	7,3
Śnieżka	13,8	11,5	10,8	7,9	7,6	7,1
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-13,0%	-19,0%	-17,3%	-7,0%	-2,5%	-2,0%
Wycena wg wskaźnika	44,0	47,2	46,3	41,5	39,3	39,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**46,2**			**39,7**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**41,6**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 7.11.2014

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	**2015P**	**2016P**	**2014P**	**2015P**	**2015P**
PPG	21,1	18,8	17,3	12,6	11,5	10,8
RPM	19,0	16,3	14,9	10,9	9,5	8,7
Sherwin Williams	25,8	21,9	19,8	15,6	13,3	11,9
Valspar	19,6	17,5	16,1	12,3	11,2	10,4
Mediana	20,4	18,2	16,7	12,4	11,4	10,6
Śnieżka	13,8	11,5	10,8	7,9	7,6	7,1
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-32,3%	-36,5%	-35,6%	-36,7%	-33,4%	-33,2%
Wycena wg wskaźnika	56,5	60,3	59,4	62,9	59,5	59,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**59,2**			**60,0**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**59,8**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 7.11.2014

WYNIKI ZA 3Q'14

Wyniki za 3Q'2014

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	3Q'14P BDM	odchyl.	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	180,5	171,5	-5,0%	171,3	0,1%	481,2	454,9	-5,5%
Wynik brutto na sprzedaży	66,1	62,3	-5,8%	61,3	1,5%	175,8	165,0	-6,1%
EBITDA	28,4	29,0	1,9%	28,6	1,1%	67,1	63,1	-6,0%
EBIT	23,6	24,4	3,4%	23,9	1,9%	52,7	49,4	-6,3%
Zysk brutto	23,7	20,6	-13,1%	19,8	4,2%	49,0	43,0	-12,2%
Zysk netto	19,1	17,2	-10,0%	16,9	1,8%	39,8	36,3	-8,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,6%	36,3%		35,8%		36,5%	36,3%	
Marża EBITDA	15,7%	16,9%		16,7%		13,9%	13,9%	
Marża EBIT	13,1%	14,2%		14,0%		11,0%	10,9%	
Marża zysku netto	10,6%	10,0%		9,8%		8,3%	8,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki za 3Q'14 były minimalnie powyżej naszych założeń na każdym z poziomów. Dodatnie dynamiki sprzedaży z poprzednich kwartałów udało się zachować w Polsce. Natomiast spadki (oprócz Ukrainy – zmniejszenie sprzedaży w PLN ze względu na osłabienie UAH - kurs UAH/PLN spadł o 37% r/r, w UAH spółka odnotowała wzrost – należy jednak brać pod uwagę niską bazę z 3Q'13) odczuwalne są także na Białorusi i w Rosji. Zwracamy uwagę, że mimo problemów na Ukrainie (presja na marże ze strony waluty– spółka stara się walczyć o rentowność podnosząc ceny, przy czym zbyt gwałtowne ruchy na tym polu mogą negatywnie wpływać na popyt) Śnieżce udało się nawet lekko poprawić poziom EBITDA r/r, do czego przyczynia się ograniczenie kosztów SG&A (ścięcie nakładów na reklamę na Ukrainie). Na wyniku brutto przy porównaniu r/r ciążą różnice kursowe (spółka posiada 15,0 mln USD kredytu, w 3Q'14 kurs zmienił się z 3,03 na 3,31) – ujemne saldo finansowe wyniosło -3,9 mln PLN. Lepiej r/r wypadł cash flow operacyjny (29,4 mln PLN vs 25,3 mln PLN). Zadłużenie netto po 3Q'14 (spółka wypłaciła w tym okresie dywidendę) wynosiło 69,6 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

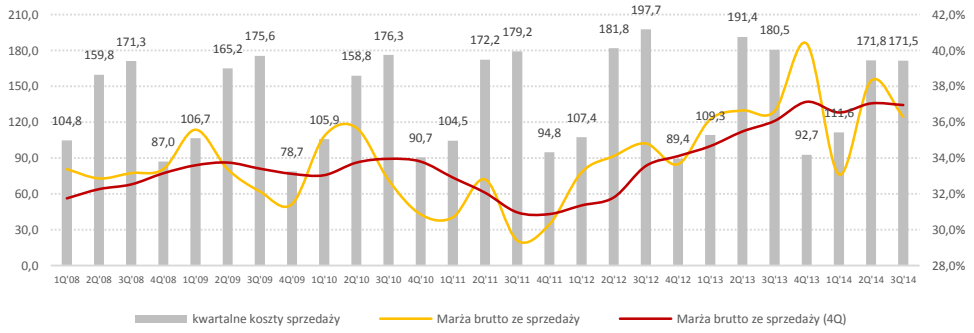
	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	1-3Q'13	1-3Q'14
Przychody [mln PLN]	107,4	181,8	197,7	89,6	109,3	191,4	180,5	93,7	111,6	171,8	171,5	481,2	454,9
Polska	68,9	120,8	120,5	59,1	67,0	125,5	114,2	60,8	79,9	129,6	120,8	306,7	330,2
Ukraina	24,8	38,8	50,3	18,2	26,8	41,3	39,1	19,6	15,3	19,4	25,5	107,2	60,2
Białorus	9,5	11,8	13,7	7,5	11,2	14,8	14,6	8,4	10,9	13,7	14,3	40,6	39,0
Mołdawia	1,1	3,0	5,6	1,8	0,8	2,4	4,7	1,2	1,8	2,8	4,3	7,8	8,9
Rosja	1,8	6,1	5,8	1,9	2,1	5,0	6,9	1,7	1,7	4,0	4,4	13,9	10,1
pozostałe	1,2	1,4	1,8	1,2	1,4	2,5	1,1	2,0	1,9	2,3	2,3	5,0	6,5
zmiana r/r	**2,8%**	**5,6%**	**10,3%**	**-5,4%**	**1,8%**	**5,3%**	**-8,7%**	**4,5%**	**2,1%**	**-10,3%**	**-5,0%**	**-1,2%**	**-5,5%**
Polska	4,7%	-0,7%	7,2%	-8,9%	-2,7%	3,9%	-5,2%	2,9%	19,2%	3,2%	5,8%	-1,1%	7,6%
Ukraina	15,9%	20,1%	16,7%	-16,3%	7,9%	6,5%	-22,2%	8,0%	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-5,9%	-43,8%
Białoruś	-28,2%	3,6%	10,5%	95,0%	17,9%	25,6%	6,2%	12,7%	-2,8%	-7,0%	-1,9%	15,9%	-4,0%
Mołdawia	-26,0%	11,2%	66,1%	37,5%	-28,4%	-22,1%	-17,0%	-34,8%	129,0%	17,7%	-8,6%	-19,9%	13,3%
Rosja	38,0%	128,9%	14,6%	34,0%	15,5%	-18,3%	19,0%	-11,1%	-19,7%	-19,4%	-35,8%	2,0%	-27,5%
pozostałe	95,4%	51,5%	20,1%	-70,8%	15,1%	79,0%	-40,6%	65,0%	35,3%	-7,0%	112,3%	12,6%	30,6%
Ukraina [mln UAH]	63,4	93,0	123,4	47,0	69,4	105,1	98,3	59,2	53,9	77,1	104,1	272,8	235,1
zmiana r/r	6,4%	1,6%	13,4%	-19,0%	9,5%	13,0%	-20,3%	26,0%	-22,3%	-26,6%	5,9%	-2,5%	-13,8%
Wynik na sprzedaży	**8,4**	**22,6**	**29,7**	**-1,6**	**10,6**	**21,5**	**24,1**	**5,5**	**7,9**	**20,2**	**26,4**	**56,1**	**54,5**
Polska					16,5	19,4	25,0	16,1	15,5	25,4	29,9	60,9	70,9
Ukraina					7,9	15,6	13,6	4,3	5,2	6,3	5,7	37,1	17,1
Białoruś					4,1	3,6	3,9	2,5	3,5	3,4	4,2	11,6	11,1
Mołdawia					0,2	0,6	1,2	0,6	0,5	0,8	1,7	2,0	3,0
Rosja					0,6	1,5	1,9	-0,1	0,5	1,0	1,4	4,0	2,9
pozostałe					0,4	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	0,7	1,6	2,2
koszty nieprzypisane					-19,1	-20,1	-21,9	-18,1	-18,1	-17,4	-17,2	-61,1	-52,7
rentowność	**7,8%**	**12,4%**	**15,0%**	**-1,8%**	**9,7%**	**11,2%**	**13,4%**	**5,9%**	**7,1%**	**11,8%**	**15,4%**	**11,7%**	**12,0%**
Polska					24,7%	15,5%	21,9%	26,5%	19,5%	19,6%	24,8%	19,9%	21,5%
Ukraina					29,3%	37,7%	34,9%	21,7%	33,6%	32,5%	22,3%	34,6%	28,5%
Białoruś					36,5%	24,7%	26,5%	29,8%	31,8%	25,1%	29,5%	28,6%	28,6%
Mołdawia					28,3%	26,6%	25,3%	54,4%	29,8%	28,1%	38,9%	26,0%	33,7%
Rosja					26,7%	29,4%	28,4%	-8,1%	28,1%	25,9%	31,1%	28,5%	28,5%

pozostałe	28,6%	31,7%	36,6%	10,6%	42,9%	27,0%	33,1%	31,9%	33,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, wynik w podziale na segmenty przed 2013 rokiem prezentowany był przez spółkę wg innej metodologii niż obecnie

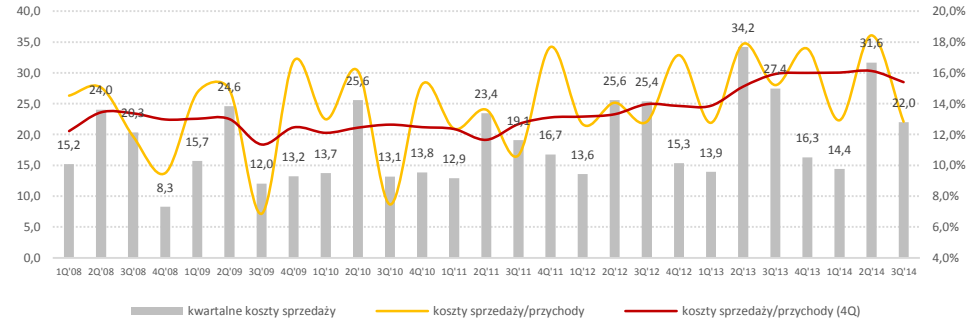
GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] oraz rentowność brutto ze sprzedaży



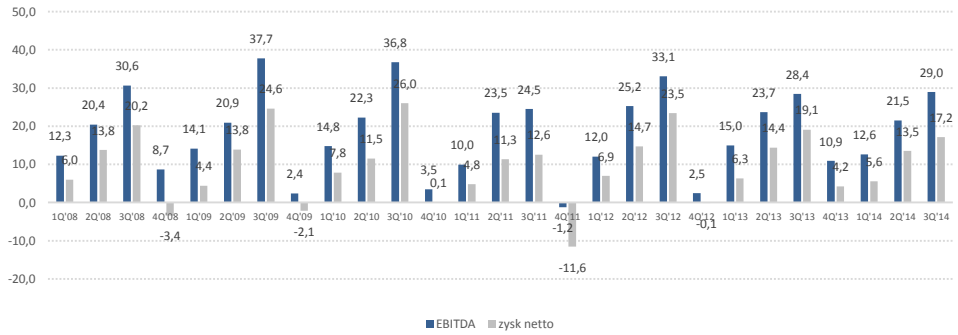
Źródło: BDM S.A., spółka

Koszty sprzedaży [mln PLN]



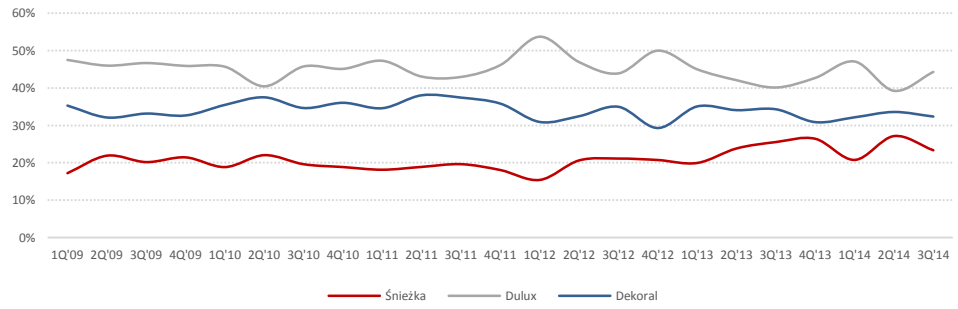
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA i zysk netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Popularność marek farb w wyszukiwarce Google



Źródło: BDM S.A., google.pl/trends, udział wskazań dla "farby Śnieżka", "farby Dekoral", "farby Dulux", w łącznej liczbie wskazań dla wyżej wymienionych wyszukań

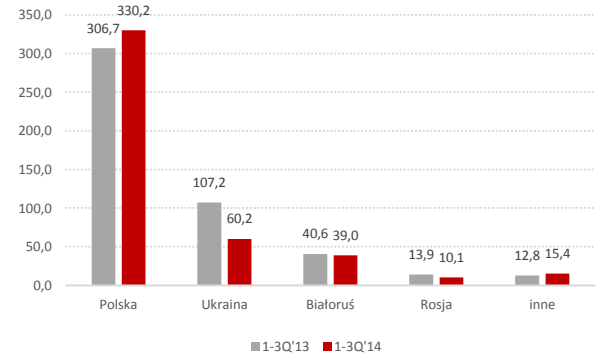
Koniunktura gospodarcza/kursy walut

Od początku 2014 Śnieżka zmaga się z kryzysem na rynkach wschodnich. Trzy największe kierunki eksportowe spółki to: Ukraina (13% przychodów spółki po 1-3Q'14 vs 22% w całym 2013), Białoruś (9% vs 9%, spadek wartościowy 4,5% r/r) i Rosja (2% vs 3%). W sumie w 1-3Q'14 przychody z tych krajów spadły w PLN o 32% (na poziomie skonsolidowanym spadek wyniósł -5%).

Zawirowania w tamtejszych gospodarkach oraz mocne spadki wartości lokalnych walut (rykoszetem dostaje także w sposób ciągły osłabiający się białoruski rubel) są pochodną działań wojennych we wschodniej Ukrainie. Tamtejsza fabryka spółki zlokalizowana jest 20 km od granicy z Polską w obwodzie lwowskim. Wyroby Śnieżki obecne są na terenie całej Ukrainy, jednak zdecydowana większość przychodów realizowana jest w zachodniej i centralnej części. Dystrybucja produktów na Ukrainie odbywa się głównie z wykorzystaniem tradycyjnego kanału (hurtownie, punkty sprzedaży detalicznej) oraz w sieci marketów DIY (Epicenter, Nowa Linia, Leroy Merlin i Praktiker).

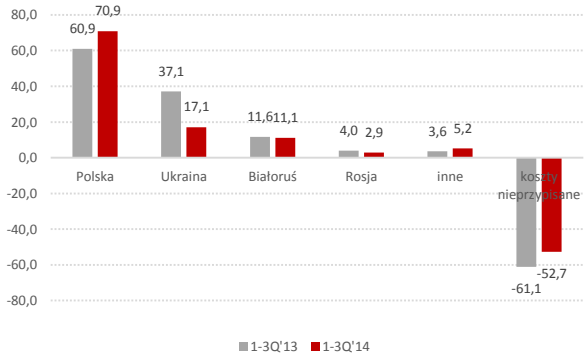
Zwracamy uwagę, że za spadek przychodów na Ukrainie o 44% w 1-3Q'14 w mniej niż 1/3 odpowiada sam spadek w UAH (przy czym spadek wolumenu był głębszy ponieważ spółka podnosiła ceny) a za większość - osłabienie ukraińskiej waluty wobec PLN. Śnieżce udało się w części zamortyzować spadek przychodów cięciem kosztów na Ukrainie (m.in. znaczna redukcja załogi, ograniczenie kosztów SG&A). Warto pamiętać, że spółka już wcześniej przygotowywała się do ewentualnych skutków dewaluacji hrywny (o czym spekulowano przez cały 2013 rok), co przełożyło się na ograniczenie ryzyk płynnościowych na tamtejszym rynku (należności na Ukrainie po 1H'14 to jedynie 7,5 mln PLN a zobowiązania 2,9 mln PLN). Pomniejszając zysk na segmencie Ukraina proporcjonalnie (w stosunku do przychodów) o koszty nieprzypisane spółka zarówno w 1H'14 jak i w 3Q'14 była powyżej break-even na poziomie EBIT (na rentowności w 3Q'14 odbił się słaby kurs UAH w sierpniu i wrześniu – spółka z opóźnieniem wprowadza kolejne podwyżki cen). W skali skonsolidowanej pozytywnie kontrybuuje poprawa wyniku w Polsce, przy czym skala wzrostu przychodów z 1Q'14 nie utrzymała się w kolejnych miesiącach (duży efekt dobrej pogody w zimie, wpływ konfliktu na gospodarkę polską). Dobra pogoda w pierwszej połowie 4Q'14 powinna sprzyjać sprzedaży na rynku polskim. Zatrudnienie w całej grupie spadło z 1067 osób po 1H'13 do 949 osób po 1H'14 (wspomniany efekt cięć na Ukrainie).

Kontrybucja rynków do przychodów [mln PLN]



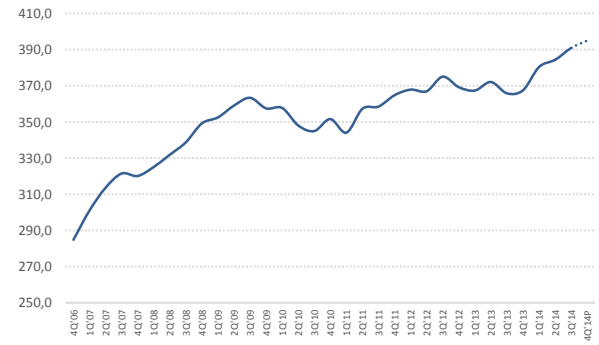
Źródło: BDM S.A., spółka

Kontrybucja rynków do zysku na sprzedaży [mln PLN]



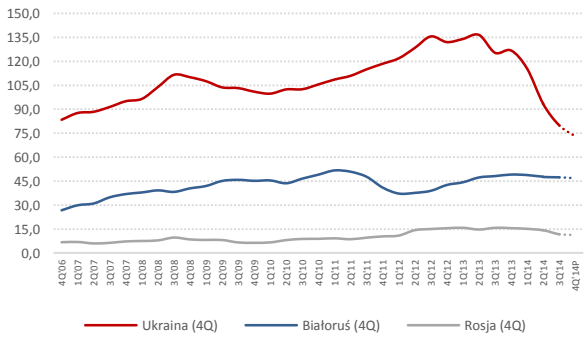
Źródło: BDM S.A., spółka

Sprzedaż w Polsce – narastająco 4Q [mln PLN]



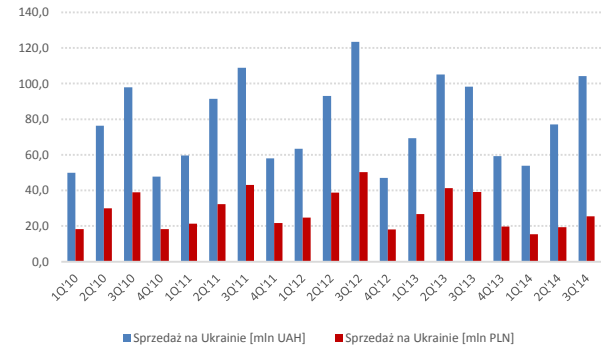
Źródło: BDM S.A., spółka

Sprzedaż na rynkach eksportowych – narastająco 4Q [mln PLN]



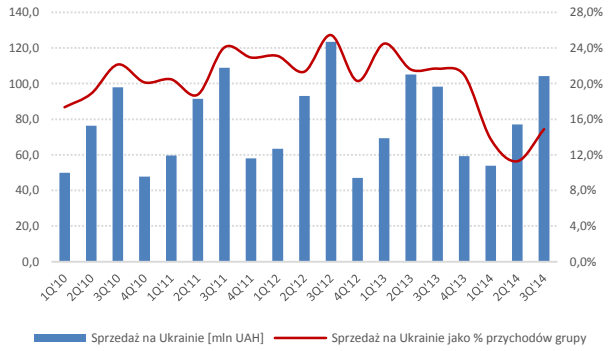
Źródło: BDM S.A., spółka

Ukraina – porównanie sprzedaży w mln UAH i mln PLN



Źródło: BDM S.A., spółka

Kontrybucja Ukrainy do przychodów Śnieżki



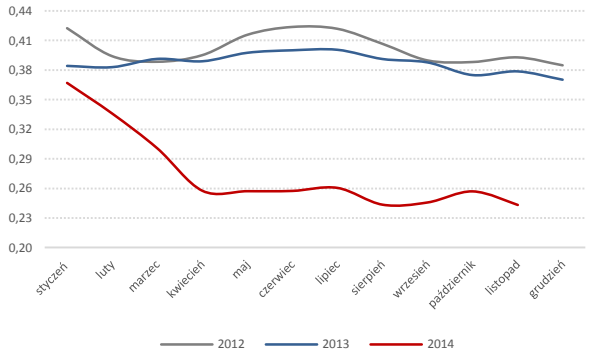
Źródło: BDM S.A., spółka

UAH/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

UAH/PLN



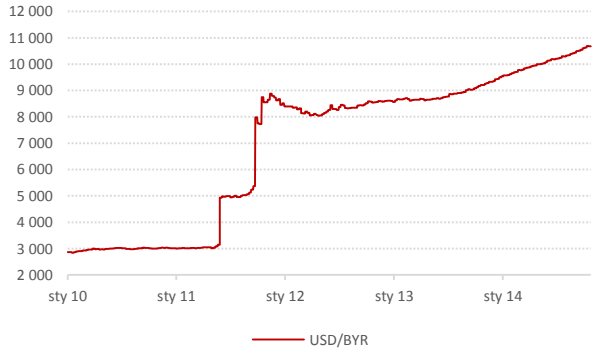
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

USD/PLN



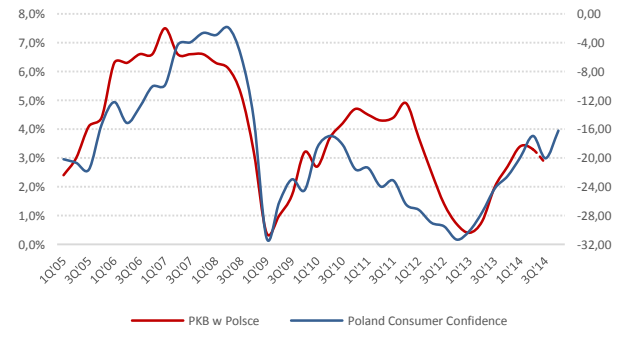
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

USD/BYR



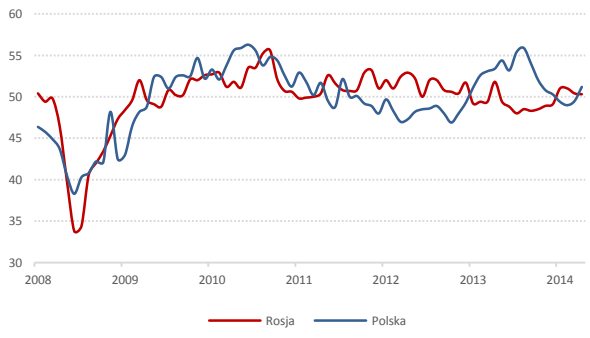
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, BYR=rubel białoruski

PKB w Polsce r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów



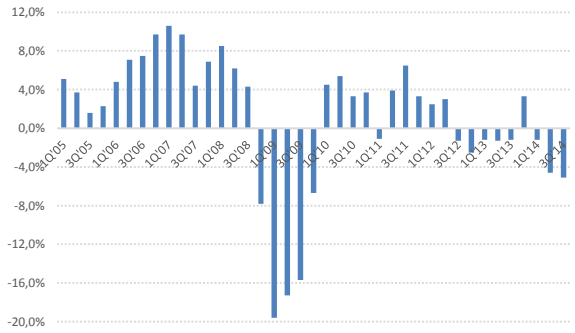
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

PMI dla przemysłu w Polsce i w Rosji



Źródło: BDM S.A., Markit

PKB na Ukrainie r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rezerwy zagraniczne Ukrainy [mld USD]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, waluta+SDR+złoto

Surowce

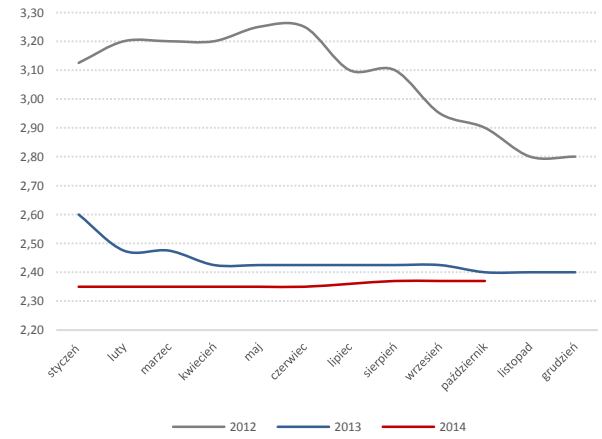
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 70% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo zbliżona) szacunkowo największy koszt w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Po około 10% udziału w koszcie wytworzenia mają rozpuszczalniki, inne dodatki oraz opakowania (plastik lub metal).

Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb

	szacunkowy udział w koszcie
Opakowanie	12%
Rozpuszczalniki	11%
Żywice	35%
Pigmenty (w tym biel)	31%
Dodatki	10%

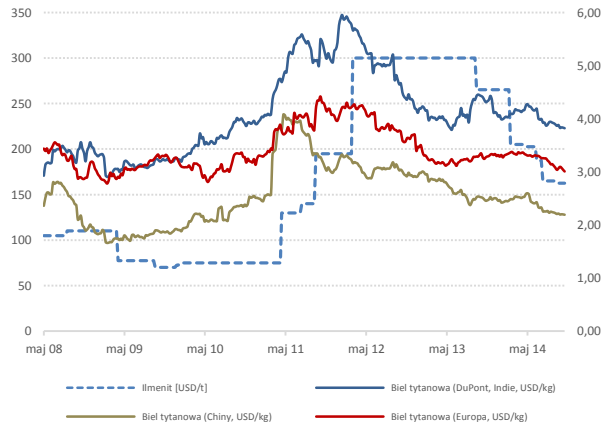
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



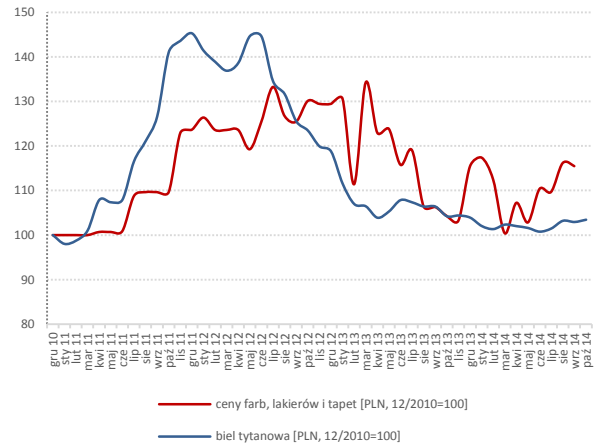
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE

Ceny bieli na różnych rynkach vs ceny ilmenitu



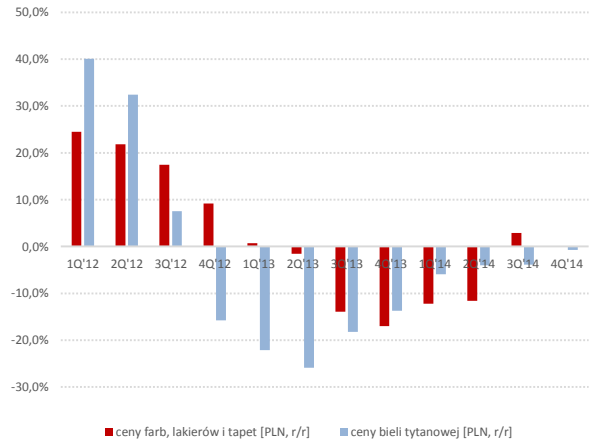
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Titanium Ore Ilmenite bulk conc min 54% TiO2 Australia $/tonne fob – surowiec bazowy do bieli tytanowe

Indeks cen farb, lakierów i tapet [PSB] oraz bieli tytanowej [Europa]



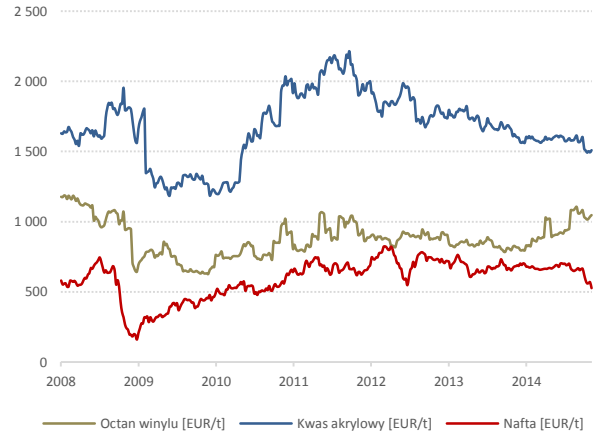
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, Azoty Tarnów, Bloomberg

Zmiana r/r cen farb, lakierów i tapet [PSB] oraz bieli tytanowej [Europa]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, Azoty Tarnów, Bloomberg

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ceny bieli wyrażone w EUR utrzymują się na pułapie ok 2,4 EUR/kg od 2Q'13, mimo że producenci na przestrzeni ostatniego 1,5 roku próbowali forsować na rynek podwyżki cen (m.in. DuPont). Stabilizacji cen sprzyjają spadające ceny ilmenitu.

Po spadku cen bieli., z opóźnieniem, na przełomie 2013/2014 na rynku farb w Polsce pojawiła się presja na ceny produktów (widoczna w indeksie cenowym PSB). W 1-3Q'14 marża brutto spółki spadła jednak nieznacznie, z 36,5% na 36,3% (przy czym należy brać pod uwagę problemy z marżowością na Ukrainie – spółka musi podwyższać ceny w lokalnej walucie). Zwracamy uwagę, że wysokie ceny bieli w 2011/12 zmobilizowały producentów farb do tworzenia efektywniejszych formuł.

Spora cześć pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny są w różnym stopniu powiązane z naftą. Zwracamy uwagę, że cenniki surowców tworzone są globalnie, ich wzrosty odczuwa także zachodnia konkurencja na rynku polskim (w przypadku firm z zagranicznym kapitałem niekorzystny efekt niesie także osłabienie się kursu PLN przy konsolidacji podmiotów krajowych na poziomie globalnym).

PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2014-2023

Okres 4Q zwykle jest bez większego wpływu na wynik roczny (2013 rok był specyficzny pod tym względem, gdy spółka wypracowała 5,3 mln PLN na poziomie netto, ze względu na zaburzoną zdarzeniami jednorazowymi marżę brutto ze sprzedaży, która wyniosła wtedy aż 40%). Spodziewamy się, że dynamika sprzedaży będzie nadal ujemna r/r ze względu na dość wysoką bazę (Ukraina w UAH w 4Q'13 wzrosła o 26% r/r, w Polsce dynamika była dodatnia po słabym 3Q'13). Na poziomie operacyjnym zakładamy wynik w okolicy 0+. Na wynik netto kluczowy wpływ będzie mieć zachowanie się PLN vs USD (spółka ma około 12-13 mln USD kredytu wg danych na koniec 2013 – poziom ten jest w przybliżeniu utrzymywany w 2014 roku). Osłabienie się kursu o 10 groszy implikuje ok. 1,2-1,3 mln PLN ujemnych różnic kursowych (w prognozach przyjęliśmy na koniec roku obecny kurs USD/PLN=3,41). Spodziewamy się dobrego cash flow operacyjnego – w całym roku porównywalnego z 2013 rokiem (zwracamy uwagę na efektywniejsza politykę gospodarowania zapasami), co przy relatywnie niskim CAPEX-ie daje naszym zdaniem pole do 2,5 PLN dywidendy w przyszłym roku.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2014-2016 rok [mln PLN]

	2014P poprzednio	2014P aktualnie	zmiana	2015P poprzednio	2015P aktualnie	zmiana	2016P poprzednio	2016P aktualnie	zmiana
Przychody	593,0	545,8	-8,0%	631,0	559,7	-11,3%	656,6	582,4	-11,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	209,9	196,1	-6,6%	221,3	202,1	-8,7%	229,3	210,7	-8,1%
EBITDA	74,5	68,2	-8,4%	81,3	70,8	-12,9%	84,5	74,4	-11,9%
EBIT	55,1	49,7	-9,7%	61,1	52,1	-14,7%	63,5	55,2	-13,1%
Zysk (strata) netto	42,6	35,0	-17,8%	47,7	41,9	-12,2%	50,00	44,9	-10,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,4%	35,9%		35,1%	36,1%		34,9%	36,2%	
Marża EBITDA	12,6%	12,5%		12,9%	12,7%		12,9%	12,8%	
Marża EBIT	9,3%	9,1%		9,7%	9,3%		9,7%	9,5%	
Marża zysku netto	7,2%	6,4%		7,6%	7,5%		7,6%	7,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., poprzednio: rekomendacja z 6.12.2013

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14P	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	**109,3**	**191,4**	**180,5**	**93,7**	**111,6**	**171,8**	**171,5**	**91,0**	**576,5**	**573,9**	**545,8**	**559,7**	**582,4**	**602,6**	**621,3**	**636,0**	**649,6**
Polska	67,0	125,5	114,2	60,8	79,9	129,6	120,8	64,8	369,2	367,5	395,0	410,7	426,2	438,9	449,9	458,9	468,1
Ukraina	26,8	41,3	39,1	19,6	15,3	19,4	25,5	12,8	132,0	126,8	73,0	69,4	72,9	76,5	80,3	83,1	85,2
Białoruś	11,2	14,8	14,6	8,4	10,9	13,7	14,3	7,9	42,5	49,0	46,8	48,2	50,6	53,2	55,8	57,8	59,2
Rosja	2,1	5,0	6,9	1,7	1,7	4,0	4,4	1,1	15,6	15,6	11,3	11,3	11,8	12,3	12,7	12,9	13,2
pozostałe	2,2	4,9	5,7	3,1	3,8	5,1	6,5	4,4	17,2	15,0	19,7	20,1	20,9	21,7	22,6	23,2	23,8
Zmiana r/r																	
Przychody	1,8%	5,3%	-8,7%	4,5%	2,1%	-10,3%	-5,0%	-2,9%	4,7%	-0,5%	-4,9%	2,5%	4,1%	3,5%	3,1%	2,4%	2,1%
Polska	-2,7%	3,9%	-5,2%	2,9%	19,2%	3,2%	5,8%	6,6%	1,2%	-0,5%	7,5%	4,0%	3,8%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%
Ukraina	7,9%	6,5%	-22,2%	8,0%	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-34,7%	11,4%	-4,0%	-42,4%	-5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Białoruś	17,9%	25,6%	6,2%	12,7%	-2,8%	-7,0%	-1,9%	-6,9%	4,0%	15,3%	-4,5%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Rosja	15,5%	-18,3%	19,0%	-11,1%	-19,7%	-19,4%	-35,8%	-31,8%	49,3%	0,4%	-28,0%	0,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	-5,5%	9,5%	-22,7%	5,3%	68,8%	5,1%	13,8%	38,5%	6,9%	-13,0%	31,9%	1,7%	4,1%	4,0%	3,8%	3,0%	2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	39,5	70,2	66,1	37,4	36,9	65,8	62,3	31,1	196,8	213,2	196,1	202,1	210,7	217,3	223,7	228,7	233,2
marża	36,2%	36,7%	36,6%	40,0%	33,1%	38,3%	36,3%	34,2%	34,1%	37,1%	35,9%	36,1%	36,2%	36,1%	36,0%	36,0%	35,9%
SG&A	29,0	48,7	42,0	32,2	29,0	45,6	35,8	30,7	137,7	151,5	141,2	148,3	153,8	159,1	164,0	167,9	171,5
Zysk na sprzedaży	10,6	21,5	24,1	5,2	7,9	20,2	26,4	0,3	59,1	61,7	54,9	53,8	56,9	58,2	59,7	60,8	61,7
EBITDA	**15,0**	**23,7**	**28,4**	**10,9**	**12,6**	**21,5**	**29,0**	**5,1**	**72,9**	**78,0**	**68,2**	**70,8**	**74,4**	**76,3**	**78,5**	**80,1**	**81,5**
marża	**13,7%**	**12,4%**	**15,7%**	**11,7%**	**11,3%**	**12,5%**	**16,9%**	**5,6%**	**12,6%**	**13,6%**	**12,5%**	**12,7%**	**12,8%**	**12,7%**	**12,6%**	**12,6%**	**12,5%**
EBIT	10,3	18,8	23,6	5,0	8,1	16,9	24,4	0,3	56,4	58,8	49,7	52,1	55,2	56,4	57,9	58,9	59,8
Zysk brutto	7,5	17,8	23,7	4,8	6,5	15,9	20,6	-1,8	54,3	55,0	41,3	49,3	52,9	54,4	56,2	57,6	58,9
Zysk netto	6,3	14,4	19,1	4,2	5,6	13,5	17,2	-1,3	45,5	45,1	35,0	41,9	44,9	46,1	47,6	48,7	49,8

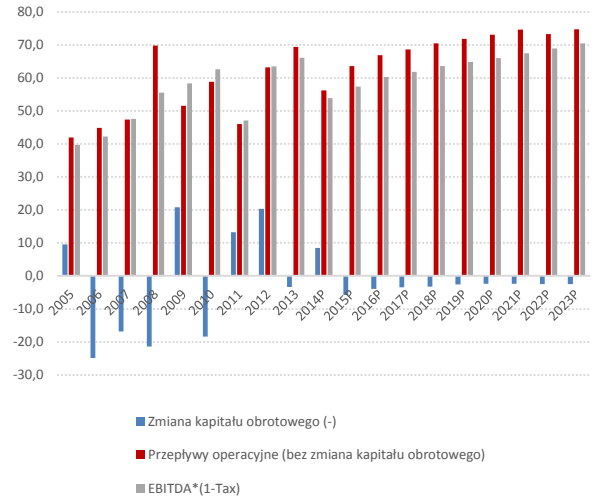
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 2014 roku zakładamy 5% spadek przychodów do 546 mln PLN (co wynika z załamania się rynku ukraińskiego ze 126 mln PLN w 2013 do szacowanych przez nas 73 mln PLN w 2014, w 2015 przyjmujemy, że rynek sprzedaż na Ukrainie spadnie jeszcze o kolejne 5% a następnie powróci do trendu wzrostowego). W kolejnych latach zakładamy konserwatywne przyrosty sprzedaży na poziomie CAGR'23/14=2,7%. Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych (wykorzystanie mocy w Polsce w 2014 roku wynosi wg zarządu ok 75% a na Ukrainie spadło do 30%).

Zakładamy, że w 2014 roku marża brutto ze sprzedaży spadnie nieznacznie poniżej 36% a w kolejnym roku lekko się odbuduje (m.in. zakładamy stabilizację biznesu na Ukrainie). Ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa) utrzymywały się generalnie na stabilnych poziomach przez ostatnie miesiące (w ślad za cenami ropy w najbliższych miesiącach nieco spaść mogą ceny surowców ropopochodnych). Indeks składów budowlanych PSB wskazuje na wyhamowanie presji cenowej na rynku farb, która widoczna była od początku 2013 do mniej więcej 1/2Q'14.

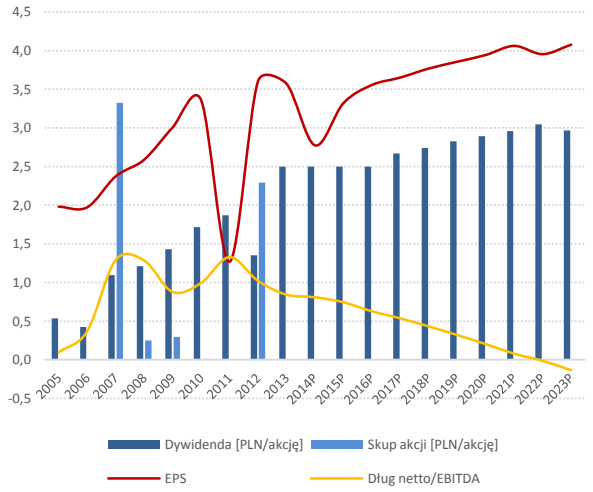
Konserwatywnie docelowo w modelu zakładamy, że marża EBITDA będzie kształtować się na poziomie <13%. Uwzględniliśmy w modelu efekt zastosowania przez spółkę amortyzacji znaku towarowego, co obniży do 2021 efektywną stopę podatku dochodowego (efekt szacujemy na około 2,5-3,0 mln PLN/rok).

Przepływy operacyjne [mln PLN]



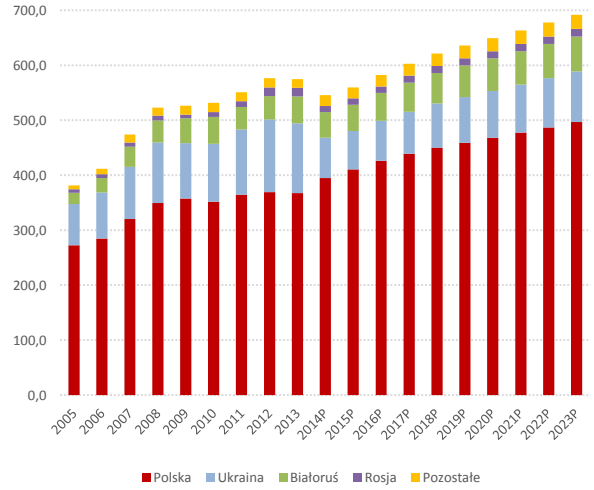
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



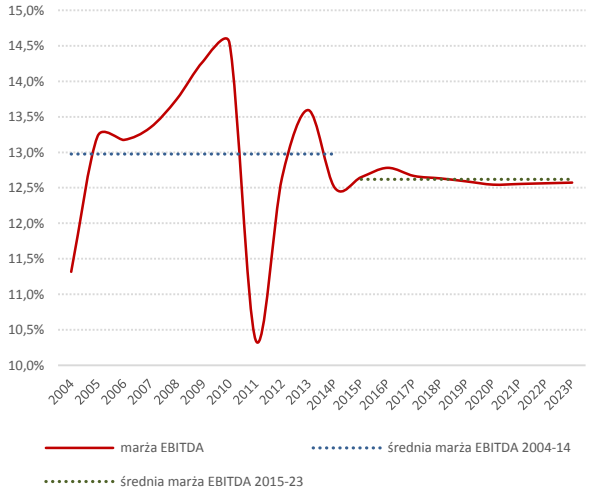
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	183,1	186,9	188,4	191,0	194,8	198,6	202,0	204,9	207,5	209,8	211,8	213,6
Wartości niematerialne i prawne	1,7	1,8	2,1	2,5	2,8	3,1	3,3	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6
Rzeczowe aktywa trwałe	160,0	164,3	165,4	167,7	171,2	174,7	177,8	180,5	182,8	184,8	186,6	188,2
Pozostałe aktywa trwałe	21,4	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Aktywa obrotowe	164,2	169,8	161,5	162,8	166,4	169,3	171,7	173,6	176,1	179,6	181,0	186,8
Zapasy	77,4	72,4	62,2	67,2	69,9	72,3	74,6	76,3	78,0	79,6	81,3	83,1
Należności krótkoterminowe	68,2	72,5	72,0	73,9	76,8	79,5	82,0	83,9	85,7	87,5	89,4	91,3
Inwestycje krótkoterminowe	18,5	24,9	27,3	21,7	19,7	17,4	15,2	13,4	12,5	12,5	10,3	12,4
Aktywa razem	351,4	357,6	350,9	354,7	362,2	368,9	374,6	379,5	384,6	390,4	393,8	401,4
Kapitał (fundusz) własny	197,0	208,1	211,5	221,8	235,1	247,6	260,6	273,6	286,8	300,8	312,2	326,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	13,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	157,7	126,4	94,9	98,3	108,7	119,9	131,4	143,3	155,5	167,9	180,8	193,2
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	35,0	41,9	44,9	46,1	47,6	48,7	49,8	51,3	49,9	51,5
Pozostałe pozycje kapitału własnego	25,7	69,0	68,9	68,9	68,9	68,9	68,9	68,9	68,9	68,9	68,9	68,9
Kapitał mniejszości	8,4	9,1	9,3	9,7	10,2	10,8	11,5	12,2	12,9	13,7	14,4	15,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	146,1	140,4	130,1	123,1	116,9	110,5	102,6	93,8	84,9	76,0	67,1	59,9
Zobowiązania oprocentowane	91,8	89,9	81,8	73,7	65,7	57,7	48,3	38,3	28,3	18,3	8,3	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	54,3	50,5	48,3	49,4	51,2	52,8	54,3	55,5	56,5	57,6	58,8	59,9
Pasywa razem	351,4	357,6	350,9	354,7	362,2	368,9	374,6	379,5	384,6	390,4	393,8	401,4

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	576,5	573,9	545,8	559,7	582,4	602,6	621,3	636,0	649,6	663,4	677,6	692,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	379,7	360,7	349,7	357,6	371,7	385,4	397,5	407,3	416,3	425,1	434,0	443,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	196,8	213,2	196,1	202,1	210,7	217,3	223,7	228,7	233,2	238,3	243,5	249,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	137,7	151,5	141,2	148,3	153,8	159,1	164,0	167,9	171,5	175,1	178,9	182,7
Zysk (strata) na sprzedaży	59,1	61,7	54,9	53,8	56,9	58,2	59,7	60,8	61,7	63,1	64,7	66,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,7	-2,8	-5,1	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
EBITDA	72,9	78,0	68,2	70,8	74,4	76,3	78,5	80,1	81,5	83,3	85,1	87,0
EBIT	56,4	58,8	49,7	52,1	55,2	56,4	57,9	58,9	59,8	61,2	62,6	64,2
Saldo działalności finansowej	-2,5	-4,2	-8,8	-3,1	-2,6	-2,3	-2,0	-1,6	-1,2	-0,8	-0,4	-0,1
Zysk (strata) brutto	54,3	55,0	41,3	49,3	52,9	54,4	56,2	57,6	58,9	60,7	62,6	64,5
Zysk (strata) netto mniejszości	1,8	1,5	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Zysk (strata) netto*	45,5	45,1	35,0	41,9	44,9	46,1	47,6	48,7	49,8	51,3	49,9	51,5

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	83,5	66,0	64,7	57,8	63,0	65,1	67,3	69,3	70,7	72,2	70,8	72,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-34,6	-22,5	-19,4	-20,7	-22,6	-23,3	-23,5	-23,7	-23,8	-23,9	-24,1	-24,2
Przepływy z działalności finansowej	-41,1	-35,9	-42,8	-42,7	-42,4	-44,1	-46,0	-47,4	-47,8	-48,3	-49,0	-45,9
Przepływy pieniężne netto	7,8	7,6	2,4	-5,6	-2,0	-2,3	-2,3	-1,8	-0,9	0,0	-2,2	2,2
Środki pieniężne na początek okresu	10,5	17,5	24,3	26,7	21,1	19,1	16,8	14,6	12,8	11,9	11,9	9,6
Środki pieniężne na koniec okresu	17,5	24,3	26,7	21,1	19,1	16,8	14,6	12,8	11,9	11,9	9,6	11,8

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-0,5%	-4,9%	2,5%	4,1%	3,5%	3,1%	2,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBITDA zmiana r/r	7,0%	-12,6%	3,8%	5,1%	2,6%	2,8%	2,0%	1,8%	2,2%	2,2%	2,2%
EBIT zmiana r/r	4,3%	-15,5%	4,8%	5,9%	2,1%	2,6%	1,7%	1,6%	2,3%	2,4%	2,5%
Zysk netto zmiana r/r	-0,9%	-22,4%	19,7%	7,1%	2,7%	3,2%	2,3%	2,3%	3,0%	-2,6%	3,1%
Marża brutto na sprzedaży	37,1%	35,9%	36,1%	36,2%	36,1%	36,0%	36,0%	35,9%	35,9%	35,9%	36,0%
Marża EBITDA	13,6%	12,5%	12,7%	12,8%	12,7%	12,6%	12,6%	12,5%	12,6%	12,6%	12,6%
Marża EBIT	10,3%	9,1%	9,3%	9,5%	9,4%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,3%
Marża brutto	9,6%	7,6%	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%
Marża netto	7,9%	6,4%	7,5%	7,7%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,4%	7,4%
COGS / przychody	62,9%	64,1%	63,9%	63,8%	63,9%	64,0%	64,0%	64,1%	64,1%	64,1%	64,0%
SG&A / przychody	26,4%	25,9%	26,5%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
SG&A / COGS	42,0%	40,4%	41,5%	41,4%	41,3%	41,3%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%
ROE	22,3%	16,7%	19,3%	19,6%	19,1%	18,7%	18,2%	17,8%	17,4%	16,3%	16,1%
ROA	12,6%	10,0%	11,8%	12,4%	12,5%	12,7%	12,8%	12,9%	13,1%	12,7%	12,8%
Dług	89,9	81,8	73,7	65,7	57,7	48,3	38,3	28,3	18,3	8,3	0,0
D / (D+E)	25,1%	23,3%	20,8%	18,1%	15,6%	12,9%	10,1%	7,4%	4,7%	2,1%	0,0%
D / E	32,6%	29,5%	25,5%	21,6%	18,0%	14,4%	10,9%	7,7%	4,8%	2,1%	0,0%
Odsetki / EBIT	-7,2%	-17,6%	-6,0%	-4,7%	-4,1%	-3,4%	-2,7%	-2,0%	-1,3%	-0,7%	-0,1%
Dług / kapitał własny	41,4%	37,1%	31,8%	26,8%	22,3%	17,8%	13,4%	9,5%	5,8%	2,5%	0,0%
Dług netto	65,6	55,1	52,6	46,6	40,9	33,8	25,5	16,5	6,5	-1,3	-11,8
Dług netto / kapitał własny	31,5%	26,1%	23,7%	19,8%	16,5%	13,0%	9,3%	5,7%	2,1%	-0,4%	-3,6%
Dług netto / EBITDA	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1
Dług netto / EBIT	1,1	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,2
EV	548,3	537,7	535,2	529,2	523,5	516,4	508,2	499,1	489,1	481,3	470,8
Dług / EV	16,4%	15,2%	13,8%	12,4%	11,0%	9,4%	7,5%	5,7%	3,7%	1,7%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,8%	3,7%	3,8%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	142,9%	108,1%	113,7%	120,2%	119,0%	116,2%	113,9%	111,9%	110,3%	109,0%	108,0%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	-1,6%	1,1%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-94,6%	31,1%	42,4%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%

Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	10,7	13,8	11,5	10,8	10,5	10,1	9,9	9,7	9,4	9,7	9,4
P/BV*	2,2	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4
P/CE*	7,5	9,0	8,0	7,5	7,3	7,1	6,9	6,8	6,6	6,7	6,5
EV/EBITDA*	7,0	7,9	7,6	7,1	6,9	6,6	6,3	6,1	5,9	5,7	5,4
EV/EBIT*	9,3	10,8	10,3	9,6	9,3	8,9	8,6	8,3	8,0	7,7	7,3
EV/S*	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
BVPS	17,2	17,5	18,4	19,4	20,5	21,6	22,6	23,8	24,9	25,9	27,1
EPS	3,6	2,8	3,3	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	4,1	4,0	4,1
CEPS	5,1	4,2	4,8	5,1	5,2	5,4	5,5	5,7	5,8	5,7	5,9
FCFPS	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,7	3,8	3,7	3,8	3,9	0,0
DPS	2,50	2,50	2,50	2,50	2,67	2,74	2,83	2,89	2,96	3,05	2,97
Payout ratio	69%	70%	90%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 38,3 PLN*

Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
Strategia, banki/finanse, media, handel stalą

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
akumuluj	43,5	trzymaj	45,0	7.11.2014	38,3	53 400
trzymaj	45,0	sprzedaj	45,4	6.12.2013	47,9	52 577
sprzedaj	45,4	redukuj	43,0	21.10.2013	58,48	53 854
redukuj	43,0	akumuluj	48,00	19.07.2013	48,89	46 400
trzymaj	48,00	akumuluj	36,60	6.03.2013	49,45	46 798
akumuluj	36,60	trzymaj	33,90	22.10.2012	31,61	43 759
trzymaj	33,90	kupuj	32,70	24.07.2012	34,00	38 983
kupuj	32,70	trzymaj	39,80	1.03.2011	27,19	41 534
trzymaj	39,80	akumuluj	47,10	26.05.2011	39,10	49 245
akumuluj	47,10	akumuluj	45,10	15.03.2011	42,95	47 440
akumuluj	45.10	akumuluj	45.10	17.11.2010	40.70	46 456
akumuluj	45.10	kupuj	41.20	14.05.2010	40.51	41 656
kupuj	41.20	-	-	27.10.2009	33.05	39 147

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	1	25%
Akumuluj	1	25%
Trzymaj	1	25%
Redukuj	1	25%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

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

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 07.11.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.11.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 07.11.2014 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.