Dom Maklerski BDM S.A.

SUWARY

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 16,3 PLN

20 LISTOPAD 2014

Suwary działają w obszarze produkcji opakowań w oparciu o przetwórstwo polietylenu (HDPE). W skład grupy wchodzą: jednostka dominująca (produkcja kanistrów, butelek, trójkątów), Kartpol (zakupiony w 2010 roku producent kartuszy), Suwary Tech (nowy zakład produkcyjny spółki uruchomiony w 2Q'14) oraz Suwary Development (koordynacja i nadzór nad wykorzystaniem znaków towarowych oraz patentów). Odbiorcy pochodzą przede wszystkim z branży motoryzacyjnej (opakowania na oleje, paliwa, płyny do spryskiwaczy; największy klient: Orlen) oraz budowlanej (kartusze – opakowania do silikonów i mas szpachlowych, główni odbiorcy: Henkel i Selena). Pod koniec 1H'14 roku spółka oddała do użytku nowy budynek produkcyjno-magazynowy, który i) rozszerzył potencjał wytwórczy, ii) umożliwia pozyskanie nowych kontraktów (także z obszarów, w których spółka nie była dotychczas obecna), iii) obniża koszty logistyki (własny magazyn), iv) w przyszłości daje łatwe możliwości przebudowy/rozbudowy. W najbliższych miesiącach zakład zostanie uzupełniony o kolejne linie produkcyjne (obecnie jest ich pięć). W sumie spółka zainwestuje w fabrykę ok. 33 mln PLN (z czego ponad ¾ zostało już wydane). W ostatnich latach (rok obrotowy spółki rozpoczyna się w październiku, wyniki za 4Q'13/14 zostaną opublikowane 28/11/14) przychody skonsolidowane Suwar oscylowały w okolicach 100 mln PLN, przy marży EBITDA 12-13%. Uważamy, że nowe moce dają potencjał około 20-30% wzrostu produkcji oraz poprawy marży EBITDA (nawet >15%). Po stronie surowcowej spółce powinno sprzyjać obniżenie cen ropy (ceny HDPE w średnim/długim terminie oparte są na jej koszcie). Nasza wycena wskazuje na cenę docelową 1 akcji Suwar na poziomie 16,3 PLN. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na temat spółki od zalecenia Kupuj. Spółka handlowana jest wg naszych prognoz na wskaźnikach EV/EBITDA'14/15=4,7x i EV/EBITDA'15/16=4,0x.

Obecna kapitalizacja Suwar to 49,4 mln PLN (przy cenie 10,7 PLN). W wolnym obrocie znajduje się poniżej 20% akcji. Zadłużenie netto na koniec kalendarzowego 2Q'14 wynosiło 27,4 mln PLN. Raportowane za ostatnie 4Q P/E jest przeciętnie atrakcyjne (12,1x). Zwracamy uwagę, że ostatnie kwartały są obciążone przez koszty rozruchu nowego zakładu (+spółka przeprowadza działania modernizacyjne w starym zakładzie w Pabianicach). Pewnym ciężarem jest też ekspozycja na rynki wschodnie (6-7% bezpośredniej sprzedaży + ekspozycja klientów z segmentu kartuszy). Zakładamy, że w roku obrotowym 2013/14 spółka wypracuje około 13,7 mln EBITDA oraz 4,4 mln PLN zysku netto. Na kolejny rok prognozujemy 16,2 mln PLN EBITDA i 5,2 mln PLN zysku netto.

Uważamy, że w modelu przyjmujemy dość konserwatywne założenia. Dostrzegamy potencjał do wyraźniejszej poprawy marży EBITDA oraz szybszego wzrostu przychodów (wolne moce przetwórcze powinny przyciągnąć nowych klientów). W prognozach i modelu nie uwzględniamy tarczy podatkowej (inwestycja w SSE).

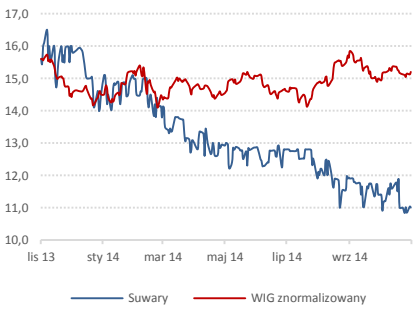
W naszej opinii potencjalną presję na kurs może stanowić „furtka" w postaci możliwej emisji akcji. Zarząd ma możliwość emisji do 1,52 mln akcji (33% obecnych walorów) w ramach kapitału docelowego do 2017 roku. W 2010 roku spółka przyjęła strategię rozwoju do 2016, zakładającą dwukrotne zwiększenie poziomu EBITDA do 2012 roku w stosunku do 2009 roku (6,9 mln PLN) i kolejne jej podwojenie do 2016 roku. Wykonanie pierwszego kroku było możliwe dzięki przejęciu Kartpolu w 2010 roku. Do realizacji drugiego kroku z jednej strony powinien dołożyć się nowy zakład produkcyjny, jednak konieczne może okazać się także kolejne przejęcie lub dalsza rozbudowa mocy produkcyjnych (posiadana działka umożliwia łatwą rozbudowę nowej fabryki), co trudno byłoby sfinansować jedynie w oparciu o dług.

	2011/12	2012/13	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P
Przychody [mln PLN]	102,0	97,1	97,2	107,1	116,1	125,2
EBITDA [mln PLN]	13,3	11,8	13,7	16,2	17,5	18,6
EBIT [mln PLN]	8,0	5,7	7,0	7,8	9,0	10,3
Zysk netto [mln PLN]	9,3	2,6	4,4	5,2	6,2	7,3
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
P/E	5,3	18,7	11,2	9,6	8,0	6,7
EV/EBITDA	5,0	5,6	5,6	4,7	4,0	3,5
EV/EBIT	8,3	11,6	10,9	9,6	7,7	6,3

**rok obrotowy spółki trwa od października do września*

Wycena DCF [PLN]	16,0
Wycena porównawcza [PLN]	17,0
Wycena końcowa [PLN]	**16,3**
Potencjał do wzrostu / spadku	**52,2%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	10,71
Kapitalizacja [mln PLN]	49,4
Ilość akcji [mln. szt.]	4,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-10,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-17,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-28,5%
Struktura akcjonariatu:	
Walter Kuskowski	61,2%
Maria Rascheva	21,0%
Pozostali	17,8%

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



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
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 7
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE 8
PROFIL DZIAŁALNOŚCI 12
PROGNOZA WYNIKÓW NA 4Q'13/14 I KOLEJNE OKRESY 17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Suwary opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2014/15-2023/24 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 16,0 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek działających w branży opakowań z tworzyw sztucznych dała wartość 1 akcji na poziomie 17,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy podmiotami: spółki działają w oparciu o podobne surowce, ale produkty kierują do różnych grup odbiorców). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 16,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	16,0
Wycena metodą porównawczą	30%	17,0
Wycena 1 akcji Suwar [PLN]	**16,3**	

Źródło: DM 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 w modelu:

- W końcówce 2Q'14 spółka oficjalnie uruchomiła nowy zakład produkcyjny w Ksawerowie. Obecnie fabryka wyposażona jest część planowanego parku maszynowego (prowadzona jest normalna produkcja w segmencie opakowań), natomiast pozostała część maszyn zostanie dostarczona i uruchomiona w najbliższych miesiącach (spodziewamy się, że nastąpi to w okolicach 1Q'15). Obecny okres jest dla spółki czasem przejściowym – w starym zakładzie w Pabianicach spółka ma obecnie możliwość przeprowadzenie stopniowej modernizacji dzięki uwolnieniu mocy produkcyjnych. Spodziewamy się, że realny obraz wyników pojawi się mniej więcej za około 2-3Q.
- Spodziewamy się, że w roku obrotowym 2013/14 (spółka raportuje w okresie październik – wrzesień) Suwary wypracują 97 mln PLN przychodów i 13,7 mln PLN EBITDA. W roku 2014/15 zakładamy poprawę do 107 mln PLN przychodów oraz 16,2 mln EBITDA.
- W modelu przyjmujemy, że marża EBITDA, biorąc pod uwagę uruchomienie nowej fabryki wzrośnie w kierunku 15%. W okresie 2004-2014 oczyszczona marża EBITDA wynosiła średnio 12,6% (maksimum 14,3-14,5% w okresie 2008-2009, kiedy wyraźnie spadły ceny surowców). Na kilka dziesiątych punktu proc. szacujemy pozytywny wpływ rezygnacji z wynajmowania zewnętrznej powierzchni magazynowej (nowy zakład posiada własną powierzchnię magazynową, która jest w stanie obsłużyć także stary zakład w Pabianicach). Spodziewamy się także wzrostu efektywności oraz lepszego rozłożenia kosztów stałych. W modelu ostrożnie podchodzimy do ewentualnego pozytywnego wpływu obecnego spadku cen surowców (ropopochodne) - powszechną praktyką w realizacji powtarzalnych, dużych kontraktów przez spółki przetwarzające surowce jest wiązanie cen produktów z benchmarkami surowcowymi (wpływ mocniejszych wahań cen jest zazwyczaj krótkotrwały).
- Spadek przychodów w okresie 2019-20 związany jest z zakładanym spowolnieniem w branży materiałów budowlanych (popyt na kartuszu).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż przedstawiono w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023/24. Nie uwzględniamy w modelu akwizycji.
- W modelu przyjmujemy 19% stawkę podatku. W związku z realizacji inwestycji w strefie ekonomicznej spółce przysługuje zwolnienie z tytułu podatku dochodowego (możliwa ulga na poziomie ponad 22 mln PLN, kwota może jeszcze wzrosnąć przy realizacji dodatkowych inwestycji) z tytułu produkcji w strefie. Nie uwzględniamy tego w modelu – traktujemy to jako dodatkowy upside dla naszej wyceny.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,0%.
- Wycena została sporządzona na dzień 20.11.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 74 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 16,0 PLN.

Model DCF

	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	107,1	116,1	125,2	129,6	132,7	132,4	132,1	134,6	137,2	140,0
EBIT [mln PLN]	7,8	9,0	10,3	10,8	11,0	10,7	10,4	10,6	10,8	11,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,5	1,7	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
NOPLAT [mln PLN]	6,3	7,3	8,3	8,7	8,9	8,7	8,4	8,6	8,7	8,9
Amortyzacja [mln PLN]	8,4	8,5	8,3	8,3	8,4	8,4	8,5	8,5	8,5	8,6
CAPEX [mln PLN]	-10,3	-6,6	-7,4	-8,4	-8,6	-8,5	-8,5	-8,5	-8,6	-8,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,3	-2,1	-2,1	-1,0	-0,7	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-0,6
FCF [mln PLN]	2,1	7,1	7,1	7,7	8,0	8,7	8,5	8,0	8,1	8,3
DFCF [mln PLN]	2,0	6,1	5,7	5,7	5,4	5,4	4,9	4,2	3,9	3,7
Suma DFCF [mln PLN]	47,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	121,2		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	53,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	100,9									
Dług netto 2013/14P [mln PLN]	27,0									
Wartość kapitału[mln PLN]	**73,9**									
Ilość akcji [mln szt.]	4,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**16,0**									
Przychody zmiana r/r	10,1%	8,5%	7,8%	3,5%	2,4%	-0,2%	-0,3%	1,9%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	11,2%	14,9%	14,1%	5,1%	1,6%	-2,1%	-3,1%	1,4%	1,9%	2,5%
FCF zmiana r/r	-123,8%	229,0%	0,3%	8,3%	4,2%	8,3%	-2,0%	-6,1%	1,5%	2,6%
Marża EBITDA	15,1%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
Marża EBIT	7,3%	7,8%	8,2%	8,3%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,8%	7,9%
Marża NOPLAT	5,9%	6,3%	6,6%	6,8%	6,7%	6,6%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
CAPEX / Przychody	9,7%	5,7%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%
CAPEX / Amortyzacja	123,2%	78,3%	89,9%	101,0%	102,4%	101,3%	100,5%	100,4%	100,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	2,1%	1,8%	1,7%	0,8%	0,5%	0,0%	-0,1%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
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 lewarowana	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	76,6%	79,3%	82,1%	85,7%	89,9%	94,0%	96,7%	98,6%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	23,4%	20,7%	17,9%	14,3%	10,1%	6,0%	3,3%	1,4%	0,0%	0,0%
WACC	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: 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	13,4	14,3	15,6	17,1	19,1	21,8	25,8	31,9	43,1
	0,8	12,4	13,3	14,3	15,6	17,3	19,6	22,7	27,4	35,2
	0,9	11,6	12,3	13,2	14,4	15,8	17,6	20,2	23,8	29,6
	1,0	10,8	11,5	12,3	13,2	14,4	16,0	18,1	21,0	25,4
	1,1	10,1	10,7	11,4	12,2	13,3	14,6	16,3	18,7	22,1
	1,2	9,4	9,9	10,6	11,3	12,2	13,3	14,8	16,7	19,4
	1,3	8,8	9,3	9,8	10,5	11,3	12,2	13,5	15,1	17,3

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%	14,4	15,5	16,9	18,7	21,1	24,5	29,6	38,0	54,9
	4%	12,4	13,3	14,3	15,6	17,3	19,6	22,7	27,4	35,2
	5%	10,8	11,5	12,3	13,2	14,4	16,0	18,1	21,0	25,4
	6%	9,4	9,9	10,6	11,3	12,2	13,3	14,8	16,7	19,4
	7%	8,2	8,7	9,1	9,7	10,4	11,2	12,3	13,6	15,4
	8%	7,2	7,6	7,9	8,4	8,9	9,6	10,4	11,3	12,6
	9%	6,3	6,6	6,9	7,3	7,7	8,2	8,8	9,5	10,4

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%	31,0	28,6	26,4	24,5	22,8	21,3	20,0	18,8	17,6
	4%	25,8	23,4	21,3	19,6	18,0	16,6	15,4	14,3	13,3
	5%	21,8	19,6	17,6	16,0	14,6	13,3	12,2	11,2	10,4
	6%	18,8	16,6	14,8	13,3	12,0	10,9	9,9	9,0	8,2
	7%	16,3	14,3	12,7	11,2	10,0	9,0	8,1	7,3	6,5
	8%	14,3	12,4	10,9	9,6	8,5	7,5	6,6	5,9	5,2
	9%	12,7	10,9	9,4	8,2	7,2	6,3	5,5	4,8	4,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy dla Suwar na lata 2013/14-2015/16 do wybranych spółek działających w sektorze produkcji opakowań z tworzyw sztucznych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach. Dla obecnego roku przypisaliśmy wagę 20%, dla kolejnych lat po 40%. **Porównując wyniki Suwar ze wskaźnikami innych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 17,0 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie. Brak jest pełnej porównywalności pomiędzy spółkami (ekspozycja na różne segmenty rynku opakowań).**

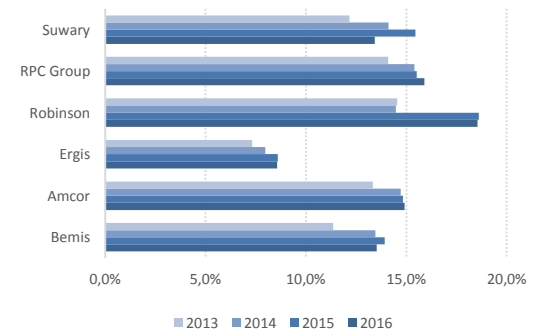
RPC Group to brytyjski producent szerokiego zakresu opakowań z tworzyw sztucznych (spółka posiada 2 zakłady w Polsce). Robinson posiada podobny profil działalności jak RPC, jednak działa na wielokrotnie mniejszą skalę (w 2014 roku Robinson przejął polską spółkę Madrox). Ergis jest polskim producentem folii z tworzyw sztucznych. Amcor i Bemis to globalni producent szerokiego wachlarza opakowań (nie tylko z tworzyw sztucznych). W wycenie nie uwzględniliśmy spółki Plast-Box (produkcja wiader z polipropylenu) ze względu na brak rynkowych prognoz na kolejne lata – za ostatnie 4Q spółka handlowana jest na poziomie EV/EBITDA=7,1x

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2013/14P	**2014/15P**	**2015/16P**	**2013/4P**	**2014/15P**	**2015/16P**
RPC Group	12,5	11,5	10,2	7,4	6,8	6,2
Robinson	14,2	10,2	10,0	10,2	7,4	7,0
Ergis	7,0	6,2	6,0	5,0	4,4	4,1
Amcor	18,1	16,8	15,9	10,5	9,9	9,5
Bemis	16,6	15,8	15,3	8,3	8,0	8,2
Mediana	14,2	11,5	10,2	8,3	7,4	7,0
Suwary	11,2	9,6	8,0	5,6	4,7	4,0
Premia / dyskonto	-20,7%	-16,6%	-21,2%	-32,5%	-37,2%	-42,9%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	13,5	12,8	13,6	18,7	20,4	22,0
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**13,3**			**20,7**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**17,0**					

*Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, obliczenia własne, *wskaźniki dla spółek z grupy porównawczej na 2014, 2015, 2016*

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA (4Q narastająco)



Źródło: BDM S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko zmian cen surowców i walut.** Podstawowym surowcem zużywanym przez spółkę jest polietylen typu HDPE (high density polyethylene). Udział surowca w kosztach produkcji spółki waha się od 50% do 70% w zależności od asortymentu. Ceny polietylenu powiązane są z cenami etylenu, które z kolei obecnie bazują przede wszystkim na cenach ropy (etylen można w tańszy sposób uzyskiwać także na bazie etanu). Poziom ceny HDPE jest w takim układzie pochodną ceny ropy i marży przerobowej na kolejnych etapach łańcucha produkcji (marża zmienia się głównie pod wpływem relacji popyt-podaży). Spółka zużywa także mniejsze ilości innych tworzyw jak polipropylen (PP) czy PET. Suwary starają się dywersyfikować dostawców surowca (w regionie CEE produkcję HDPE prowadzą Basell/Orlen, TVK i Unipetrol), jednak należy brać pod uwagę, że cześć produktów może wymagać specyficznego składu.

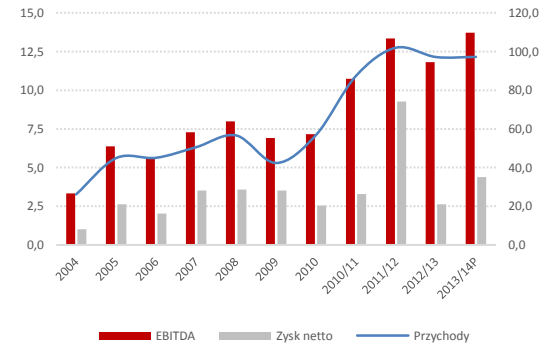
  Walutą rozliczeniową przy zakupie surowca jest EUR (zarówno od dostawców krajowych jak i zagranicznych; zakupy szacujemy na niskie kilkanaście mln EUR rocznie). Po stronie przychodowej około 1/3 stanowi eksport (w roku obrotowym 2012/13: 7,3 mln EUR, z czego za większość odpowiada Kartpol). Dla spółki niekorzystne jest więc osłabiania się PLN vs EUR.

  Zwracamy uwagę, że powszechną praktyką w realizacji powtarzalnych, dużych kontraktów przez spółki przetwarzające surowce jest wiązanie cen produktów z cenami surowców.
- **Uzależnienie od głównych odbiorców.** W segmencie opakowań głównym odbiorcą jest Orlen, odpowiadający za 19% przychodów jednostkowych Suwar (w roku obrotowym 2012/13). W przypadku Kartpolu za 39% sprzedaży odpowiadał Henkel a za 25% Carina (grupa Selena). W sumie trzech głównych odbiorców koncentruje 38% sprzedaży skonsolidowanej. Utrata lub znaczne zmniejszenie zamówień ze strony któregoś z nich mogłoby w znaczący sposób wpłynąć na wyniki spółki.
- **Ekspozycja na rynki wschodnie**. Za około 1/5 bezpośredniego eksportu odpowiadają rynek rosyjski i ukraiński (pozostała część to kraje UE). Dodatkowo cześć sprzedaży realizowana w Polsce czy w UE może znajdować zastosowanie w produktach, które są dedykowane na wspomniane rynki wschodnie (zwracamy uwagę, że np. Selena sprzedaż do Rosji realizuje z polskich zakładów).
- **Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy**. Szczyt zapotrzebowania na opakowania HDPE produkowane w Suwarach (kanistry) przypada na miesiące jesienno-zimowe, co związane jest z sezonowym popytem na samochodowy płyn do spryskiwaczy. Łagodna i sucha pogoda w tym okresie może mieć negatywny wpływ na popyt na produkty spółki. Natomiast opakowania Kartpolu (kartusze) zastosowanie znajdują w materiałach budowlanych – negatywny wpływ na wyniki może mieć słaba pogoda w okresie letnim lub ogólny brak koniunktury w sektorze budowlanym.
- **Transakcje z podmiotami powiązanymi.** Od 2009 roku głównym akcjonariuszem (obecnie 61% akcji i głosów) jest Walter T. Kuskowski pośrednio poprzez spółki Wentworth i Savtec. Grupa Wentworth zajmuje się produkcją form rozdmuchowych, wtryskowych oraz opakowań (w segmencie form rozdmuchowych jest jednym z największych podmiotów na świecie). W poprzednim pełnym roku obrotowym zakupy Suwar od podmiotów powiązanych wyniosły 3,6 mln PLN i dotyczą przede wszystkim maszyn oraz serwisu form produkcyjnych (zwracamy uwagę, że spółka działa także w oparciu o formy dostarczane przez odbiorców produktów, natomiast Kartpol zakupuje inne typy form niż produkowane przez Wentworth a z form Wentworth korzysta także konkurencja Suwar).
- **Możliwa emisji akcji.** Zarząd ma możliwość emisji do 1,52 mln akcji (33% obecnych walorów) w ramach kapitału docelowego do 2017 roku. Środki pozyskane z emisji mogłyby posłużyć na przeprowadzenie akwizycji lub kontynuację programu inwestycyjnego (nowy zakład w Ksawerowie posiada łatwe możliwość zamiany powierzchni magazynowej na produkcyjną lub rozbudowy na użytkowanej przez spółkę działce).

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

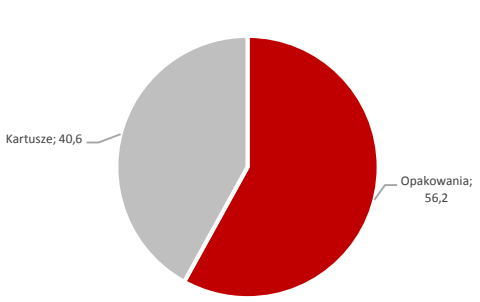
Suwary prowadzą działalność produkcyjną w oparciu o przetwórstwo polietylenu (HDPE) oraz w mniejszym stopniu innych tworzyw sztucznych (m.in. polipropylen, PET). Głównymi produktami są kanistry, butelki, kartusze, trójkąty ostrzegawcze oraz zamknięcia do opakowań. Odbiorcy pochodzą przede wszystkim z branży motoryzacyjnej (duże koncerny rafineryjno-paliwowe: opakowania na oleje, paliwa, płyny do spryskiwaczy + trójkąty ostrzegawcze; największy klient to Orlen) oraz budowlanej (kartusze – opakowania do silikonów i mas szpachlowych). W skład grupy kapitałowej wchodzą: Suwary (jako jednostka dominująca), Kartpol (zakupiony w 2010 roku od dwóch osób fizycznych producent kartuszy), Suwary Tech (nowy zakład produkcyjny spółki uruchomiony w 2Q'14) oraz Suwary Development (koordynacja i nadzór nad wykorzystaniem znaków towarowych oraz patentów).

Skonsolidowane przychody, EBITDA, zysk netto [mln PLN]



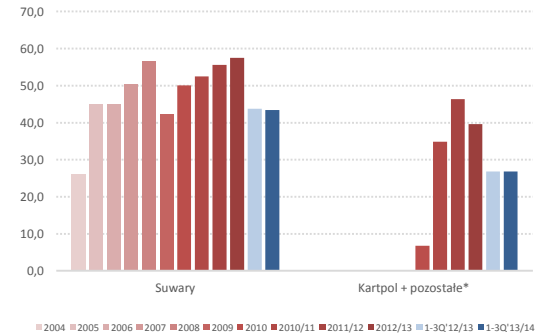
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura segmentowa sprzedaży za ostatnie 4Q [mln PLN]



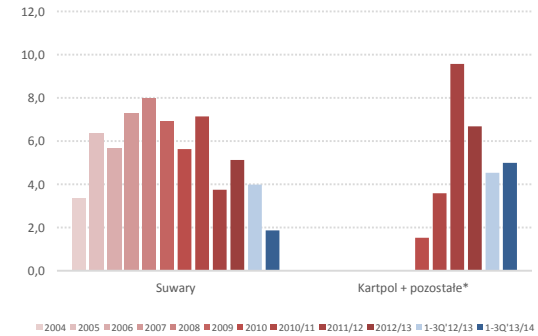
Źródło: BDM S.A., spółka, segment opakowania = kanistry, butelki + inne produkty z Suwary S.A.

Przychodów ze sprzedaży wg spółek [mln PLN]



*Źródło: BDM S.A., spółka, *pozostałe spółki dotychczas w minimalnym stopniu kontrybuowały do wyników*

EBITDA wg spółek [mln PLN]



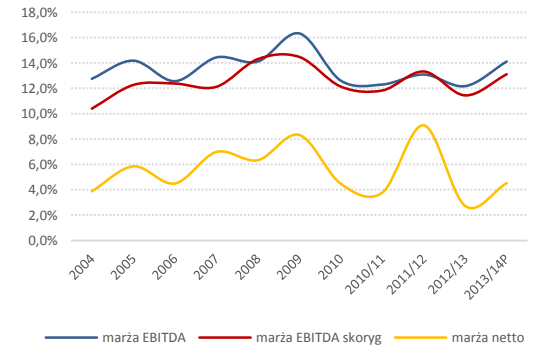
Źródło: BDM S.A., spółka

Kurs akcji [PLN]



Źródło: BDM S.A.

Marża EBITDA i netto



Źródło: BDM S.A., spółka

Akcjonariat

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Kuskowski, Walter Tymon	2 824 544	61,2%	2 824 544	61,2%
Maria Rascheva	967 816	21,0%	967 816	21,0%
Pozostali	822 710	17,8%	822 710	17,83%
Razem	**4 615 070**	**100,0%**	**4 615 070**	**100,0%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Od 2009 roku głównym akcjonariuszem (obecnie 61% akcji i głosów) jest Walter T. Kuskowski pośrednio poprzez spółki Wentworth i Savtec. Z łącznym pakietem obecnie 21% akcji w Suwarach (od kilkunastu lat) obecni są także P. Manzelow oraz M. Rascheva (działający w porozumieniu). W akcjonariacie brak powyżej progu 5% TFI czy OFE.

Zarząd ma możliwość emisji do 1,52 mln akcji (33% obecnych walorów) w ramach kapitału docelowego do 2017 roku. Ostatnie emisja akcji w spółce miała miejsce w 2011 roku. Dotyczyła ona 419,6 tys po cenie emisyjnej 16,1 PLN (oferta prywatna, w której uczestniczyło 12 podmiotów).

Grupa Wentworth (z siedzibą w Kanadzie), generująca roczne przychody na poziomie >500 mln PLN, zajmuje się produkcją form rozdmuchowych, wtryskowych oraz opakowań (grupa posiada 1 zakład w USA, 4 w Kanadzie oraz 8 w Polsce; w segmencie form rozdmuchowych jest jednym z największych podmiotów na świecie). W ostatnim roku obrotowym zakupy Suwar od podmiotów powiązanych wyniosły 3,6 mln PLN (1,2 mln PLN w 1H'13/14; szerszy opis w czynnikach ryzyka).

Oprócz Suwar (i zależnego Kartpolu) inne podmioty grupy Wentworth w Polsce to: Wentworth Tech (produkcja form do przetwórstwa tworzyw sztucznych oraz przetwórstwo tworzyw; w 2013 roku 53 mln PLN przychodów oraz 3,9 mln PLN zysku netto – dane za portalem EMIS), Amhil (produkcja wieczek z polistyrenu i kubków PET; w 2013 roku 43 mln PLN przychodów oraz 7,8 mln PLN zysku netto) oraz Kaj (produkcja opakowań kosmetycznych; w 2013 roku 11 mln PLN przychodów oraz 0,5 mln PLN zysku netto)

Grupa Wentworth



Źródło: spółka

Strategia

W 2010 roku spółka przyjęła strategię rozwoju do 2016, zakładającą dwukrotne zwiększenie poziomu EBITDA do 2012 roku w stosunku do 2009 roku (6,9 mln PLN) i kolejne jej podwojenie do 2016 roku. Wykonanie pierwszego kroku było możliwe dzięki przejęciu producenta kartuszy Kartpol w 2010 roku.

Do wykonania drugiego kroku z jednej strony powinien przełożyć się nowy zakład produkcyjny, jednak konieczne może okazać się także kolejne przejęcie (po Kartpolu spółka zapowiadała jeszcze 1-2 akwizycje w branży tworzyw). Ze względu na wzrost zadłużenia po przeprowadzeniu inwestycji w nową fabrykę, nie można wykluczyć emisji akcji w celu sfinansowania akwizycji.

Skład grupy kapitałowej

W skład grupy kapitałowej wchodzą

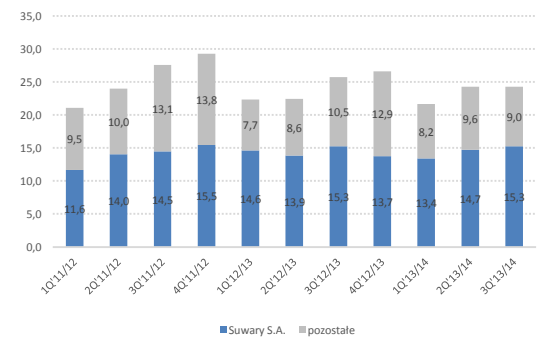
- **Suwary** – jednostka dominująca z siedzibą w Pabianicach pod Łodzią, gdzie zlokalizowany jest zakład produkcyjny (wytwarzanie kanistrów, butelek, trójkątów);
- **Kartpol** (98,2% udziałów, docelowo 100% po odkupieniu ostatniej transzy udziałów na koniec 2014) – spółka z siedzibą w Wołominie, przejęta pod koniec 3Q'10 za łącznie ok. 31 mln PLN (zakupu udziałów dokonywano w transzach); trzeci co do wielkości w Europie producent kartuszy;
- **Suwary Tech** (100% udziałów) – spółka odpowiedzialna za inwestycję w nowy zakład produkcyjny w Ksawerowie (5 km od Pabianic);
- **Suwary Development** (100% udziałów) – spółka zajmująca się koordynacją i nadzorem nad wykorzystaniem znaków towarowych oraz patentów spółek z grupy.

Wyniki jednostkowe i skonsolidowane [mln PLN]

					2011/12				2012/13				2013/14		
	2010	2010/11	2011/12	2012/13	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'
Skonsolidowane															
Przychody	**56,8**	**87,4**	**102,0**	**97,1**	**21,1**	**24,0**	**27,6**	**29,3**	**22,4**	**22,4**	**25,8**	**26,6**	**21,6**	**24,3**	**24,3**
Zysk brutto ze sprzedaży	14,0	19,0	23,3	18,8	5,2	4,6	5,5	7,9	4,0	4,5	5,6	4,7	3,5	4,8	5,8
rentowność	24,6%	21,7%	22,8%	19,4%	24,8%	19,4%	19,9%	27,0%	18,0%	20,1%	21,6%	17,8%	16,0%	19,9%	24,0%
Zysk na sprzedaży	3,3	5,4	8,2	5,0	1,6	1,0	1,8	3,8	0,7	0,7	2,3	1,4	0,1	1,6	2,4
rentowność	5,8%	6,2%	8,1%	5,2%	7,7%	4,1%	6,4%	13,1%	2,9%	3,2%	8,8%	5,3%	0,5%	6,5%	9,7%
EBIT	3,5	5,8	8,0	5,7	1,3	1,0	1,9	3,8	0,8	0,8	2,4	1,7	0,3	1,8	2,8
rentowność	6,2%	6,6%	7,8%	5,9%	6,3%	4,0%	6,8%	12,9%	3,5%	3,7%	9,3%	6,4%	1,6%	7,5%	11,6%
EBITDA	**7,2**	**10,7**	**13,3**	**11,8**	**2,7**	**2,2**	**3,2**	**5,3**	**2,3**	**2,3**	**4,0**	**3,3**	**1,9**	**3,4**	**4,5**
rentowność	12,6%	12,3%	13,1%	12,2%	12,6%	9,4%	11,5%	18,0%	10,1%	10,2%	15,5%	12,3%	8,9%	14,0%	18,5%
Suwary S.A.															
Przychody	**50,1**	**52,5**	**55,6**	**57,5**	**11,6**	**14,0**	**14,5**	**15,5**	**14,6**	**13,9**	**15,3**	**13,7**	**13,4**	**14,7**	**15,3**
Zysk brutto ze sprzedaży	11,5	10,7	11,9	11,9	2,6	2,8	2,6	3,9	2,9	3,1	3,4	2,4	2,0	3,1	3,8
rentowność	23,1%	20,3%	21,3%	20,6%	22,2%	19,9%	17,7%	25,3%	19,9%	22,6%	22,4%	17,5%	15,2%	21,0%	24,8%
Zysk na sprzedaży	2,4	1,9	0,8	0,9	0,3	-0,1	-0,2	0,8	0,3	0,0	0,6	-0,1	-0,6	0,4	1,2
rentowność	4,7%	3,6%	1,4%	1,5%	2,4%	-0,7%	-1,0%	5,0%	2,1%	0,1%	4,2%	-0,6%	-4,4%	3,0%	7,8%
EBIT	2,5	4,2	0,9	1,5	0,3	0,0	0,0	0,7	0,4	0,1	0,8	0,2	-0,4	0,6	1,6
rentowność	4,9%	7,9%	1,5%	2,6%	2,4%	-0,3%	-0,3%	4,3%	2,5%	1,0%	5,4%	1,2%	-3,0%	4,4%	10,7%
EBITDA	**5,6**	**7,1**	**3,8**	**5,1**	**1,0**	**0,7**	**0,7**	**1,4**	**1,2**	**1,0**	**1,8**	**1,1**	**0,6**	**1,6**	**2,6**
rentowność	11,3%	13,6%	6,7%	8,9%	8,7%	4,7%	4,6%	9,1%	8,3%	7,1%	11,8%	8,3%	4,2%	11,1%	17,1%
Pozostałe spółki															
Przychody	**6,8**	**34,9**	**46,3**	**39,6**	**9,5**	**10,0**	**13,1**	**13,8**	**7,7**	**8,6**	**10,5**	**12,9**	**8,2**	**9,6**	**9,0**
Zysk brutto ze sprzedaży	2,5	8,3	11,4	6,9	2,6	1,8	2,9	4,0	1,1	1,4	2,1	2,3	1,4	1,7	2,0
rentowność	36,3%	23,7%	24,6%	17,5%	27,9%	18,5%	22,3%	28,9%	14,3%	16,0%	20,5%	18,0%	17,4%	18,2%	22,7%
Zysk na sprzedaży	0,9	3,5	7,4	4,1	1,4	1,1	1,9	3,1	0,4	0,7	1,6	1,5	0,7	1,1	1,2
rentowność	13,6%	10,0%	16,0%	10,5%	14,3%	10,8%	14,6%	22,3%	4,5%	8,2%	15,4%	11,5%	8,3%	11,8%	13,1%
EBIT	1,1	1,6	7,1	4,2	1,1	1,0	1,9	3,1	0,4	0,7	1,6	1,5	0,7	1,2	1,2
rentowność	16,0%	4,7%	15,3%	10,7%	11,2%	10,1%	14,6%	22,6%	5,5%	8,2%	15,0%	11,9%	9,0%	12,3%	13,2%
EBITDA	**1,5**	**3,6**	**9,6**	**6,7**	**1,6**	**1,6**	**2,5**	**3,8**	**1,0**	**1,3**	**2,2**	**2,1**	**1,4**	**1,8**	**1,9**
rentowność	22,5%	10,3%	20,7%	16,9%	17,4%	15,9%	19,2%	27,9%	13,4%	15,2%	21,0%	16,7%	16,5%	18,5%	20,8%

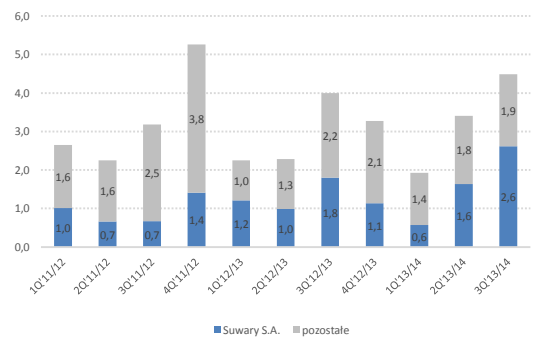
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura wyniku EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Segmenty sprawozdawcze

Spółka prezentuje dane wg trzech segmentów:

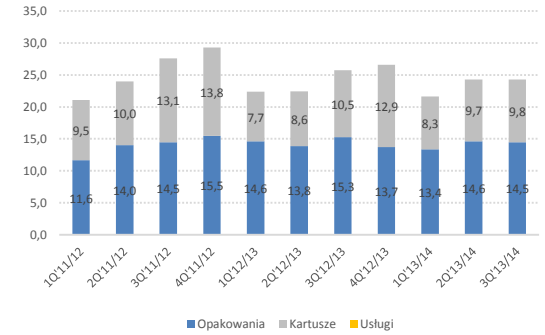
- **Sprzedaż opakowań** – sprzedaż kanistrów, butelek, trójkątów ostrzegawczych
- **Sprzedaż kartuszy** – sprzedaż opakowań do silikonów i mas szpachlowych
- **Sprzedaż usług w zakresie zarządzania własnością intelektualną oraz badaniami i rozwojem** – pod koniec 2011 roku wyodrębniono w postaci zorganizowanej części przedsiębiorstwa dział zarządzania własnością intelektualną oraz badaniami i rozwojem i wniesiono go aportem do spółki zależnej Suwary Development, która zajęła się koordynacją i nadzorem nad wykorzystaniem znaków towarowych oraz patentów spółek z grupy. Zwracamy uwagę, że od 2011/12 zaczęła pojawiać się tu (a także w pozycji „wyłączenia") istotna część marży, która wcześniej była przypisana segmentom. Saldo nieprzypisanych przychodów i kosztów zwykle pokrywa się z saldem pozostałej działalności operacyjnej.

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

					2011/12				2012/13				2013/14		
	2010	2010/11	2011/12	2012/13	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'
Skonsolidowane															
Przychody	56,8	87,4	102,0	97,1	21,1	24,0	27,6	29,3	22,4	22,4	25,8	26,6	21,6	24,3	24,3
Zysk brutto ze sprzedaży	14,0	19,0	23,3	18,8	5,2	4,6	5,5	7,9	4,0	4,5	5,6	4,7	3,5	4,8	5,8
rentowność	24,6%	21,7%	22,8%	19,4%	24,8%	19,4%	19,9%	27,0%	18,0%	20,1%	21,6%	17,8%	16,0%	19,9%	24,0%
Zysk na sprzedaży	3,3	5,4	8,2	5,0	1,6	1,0	1,8	3,8	0,7	0,7	2,3	1,4	0,1	1,6	2,4
rentowność	5,8%	6,2%	8,1%	5,2%	7,7%	4,1%	6,4%	13,1%	2,9%	3,2%	8,8%	5,3%	0,5%	6,5%	9,7%
EBIT	3,5	5,8	8,0	5,7	1,3	1,0	1,9	3,8	0,8	0,8	2,4	1,7	0,3	1,8	2,8
rentowność	6,2%	6,6%	7,8%	5,9%	6,3%	4,0%	6,8%	12,9%	3,5%	3,7%	9,3%	6,4%	1,6%	7,5%	11,6%
EBITDA	7,2	10,7	13,3	11,8	2,7	2,2	3,2	5,3	2,3	2,3	4,0	3,3	1,9	3,4	4,5
rentowność	12,6%	12,3%	13,1%	12,2%	12,6%	9,4%	11,5%	18,0%	10,1%	10,2%	15,5%	12,3%	8,9%	14,0%	18,5%
Opakowania															
Sprzedaż zewnętrzna	50,1	52,5	55,6	57,4	11,6	14,0	14,5	15,5	14,6	13,8	15,3	13,7	13,4	14,6	14,5
Sprzedaż wewnętrzna	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	1,1
Wynik segmentu	**2,3**	**1,6**	**0,6**	**0,6**	**0,3**	**-0,1**	**-0,2**	**0,7**	**0,2**	**-0,1**	**0,6**	**-0,2**	**-0,7**	**0,5**	**1,1**
rentowność	4,7%	3,0%	1,2%	1,0%	2,2%	-1,0%	-1,3%	4,7%	1,6%	-0,4%	3,7%	-1,3%	-5,4%	3,6%	7,4%
Kartusze															
Sprzedaż zewnętrzna	6,8	34,9	46,4	39,7	9,5	10,0	13,1	13,8	7,7	8,6	10,5	12,9	8,3	9,7	9,8
Sprzedaż wewnętrzna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik segmentu	**0,9**	**3,6**	**4,4**	**1,3**	**1,4**	**0,1**	**0,9**	**2,0**	**-0,2**	**0,1**	**0,7**	**0,8**	**0,3**	**0,1**	**0,7**
rentowność	13,9%	10,3%	9,5%	3,3%	14,6%	1,2%	6,8%	14,6%	-3,2%	1,2%	6,4%	6,0%	3,5%	1,1%	6,6%
Usługi															
Sprzedaż zewnętrzna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sprzedaż wewnętrzna	0,0	0,0	3,4	3,6	0,0	1,1	1,2	1,2	0,8	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,9
Wynik segmentu	**0,0**	**0,0**	**2,1**	**1,8**	**0,0**	**1,0**	**1,1**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,7**	**0,5**	**0,2**	**0,7**	**0,4**
Rentowność*	-	-	61,8%	50,7%	-	91,6%	91,8%	6,0%	41,6%	44,2%	61,0%	51,8%	29,6%	60,6%	44,9%
Wynik wg segmentów	3,3	5,2	7,2	3,7	1,6	1,0	1,8	2,8	0,3	0,4	1,9	1,1	-0,2	1,3	2,1
Przychody nieprzypisane	1,2	1,8	4,4	2,0	0,5	0,2	0,5	3,2	0,3	0,3	0,5	0,9	0,5	0,4	0,6
Koszty nieprzypisane	-1,0	-1,2	-2,0	-1,3	-0,8	-0,2	-0,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
Wyłączenia	0,0	0,0	-1,6	1,4	0,0	0,0	0,0	-1,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EBIT	3,5	5,8	8,0	5,7	1,3	1,0	1,9	3,8	0,8	0,8	2,4	1,7	0,3	1,8	2,8

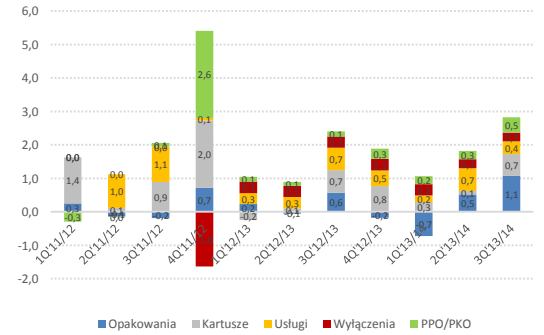
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *do sprzedaży wewnętrznej*

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura wyniku EBIT [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

PROFIL DZIAŁALNOŚCI

Kanister HDPE 5L



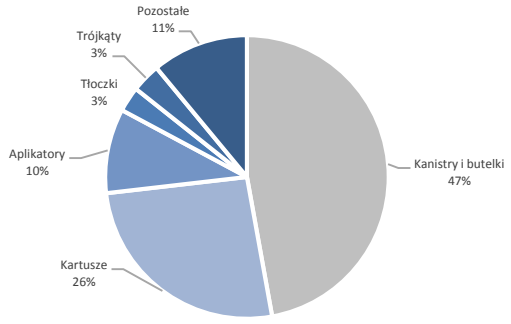
Źródło: Suwary, waga: ok 200g

Kartusze



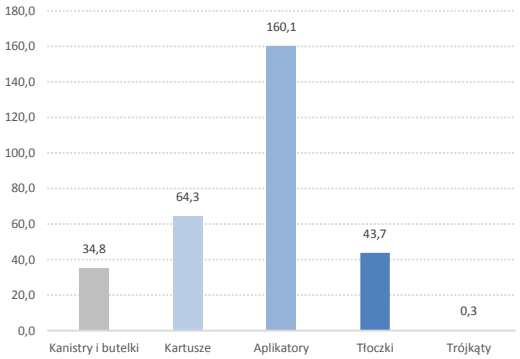
Źródło: Kartpol, waga: kartusz ok 50g, aplikator ok 6g, tłoczek ok 6g

Struktura sprzedaży wartościowej



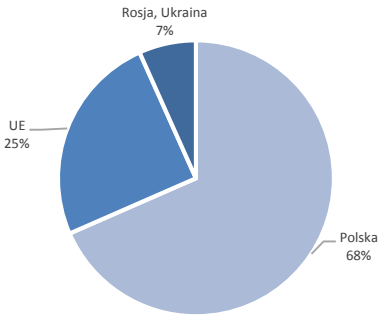
Źródło: BDM S.A., spółka, dane za rok 2012/13

Sprzedaż ilościowa [tys szt]



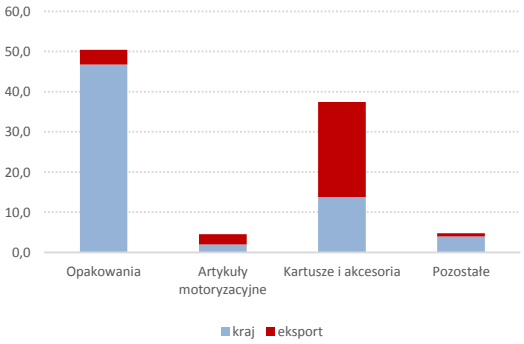
Źródło: BDM S.A., spółka, dane za rok 2012/13

Struktura geograficzna przychodów



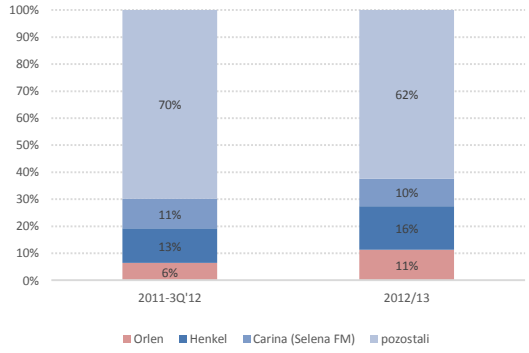
Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2012/13

Struktura geograficzna przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2012/13

Struktura przychodów wg głównych klientów



Źródło: BDM S.A., spółka

Asortyment
Blisko połowę wartości sprzedaży spółki stanowią kanistry i butelki. Zdecydowana większość sprzedaży lokowana jest na rynku krajowym. Kluczowe znaczenie mają tu koszty transportu (kanistry mają relatywnie dużą objętość przy małej wartości jednostkowej). Głównymi klientami spółki są Orlen (19% sprzedaży jednostkowej) czy Lotos, dla których spółka dostarcza różnej wielkości kanistry przeznaczone m.in. do olejów i płynów eksploatacyjnych (np. spryskiwaczy do szyb). Z głównymi odbiorcami spółka podpisuje kilkuletnie umowy (2-3 lata), które poprzedzone są przetargami.

Drugą gałąź przychodów stanowią kartusze (opakowania do silikonów i mas szpachlowych) wraz z akcesoriami (aplikatory, tłoczki). Popyt na kartusze zależy przede wszystkim od koniunktury w branży budowlanej. Odbiorcami są głównie Henkel i Selena FM (Carina). Spółka współpracuje także m.in. z Den Braven, Soudal i Krimelte. Większość produkcji trafia na eksport (głównie do fabryk w UE).

Kilkuprocentowy udział w sprzedaży mają trójkąty ostrzegawcze. W minionych latach w tym obszarze rynek zdominowany został przez dostawców chińskich. Obecnie obserwuje się jednak stopniowy powrót klientów do lepszych jakościowo produktów europejskich.

Nowy zakład produkcyjny
W ostatnim tygodniu czerwca 2014 spółka oficjalnie otworzyła nowy obiekt produkcyjno-magazynowy w Ksawerowie (woj. łódzkie). Suwary posiadają obecnie trzy zakłady produkcyjne: w Pabianicach (stary zakład; produkcja kanistrów, butelek, trójkątów), w Wołominie (spółka zależna Kartpol, produkcja kartuszy) oraz w Ksawerowie (nowa inwestycja; produkcja dotychczasowych rodzajów opakowań z HDPE + możliwość wejścia w nowe obszary odbiorców). Całkowita wartość nowej inwestycji to około 33 mln PLN (z czego 25 mln PLN poniesiono w trzech ostatnich latach, a pozostała część będzie przeznaczona na uzupełnienie parku maszynowego w najbliższych kwartałach). Nowy obiekt ma powierzchnię 6,8 tys mkw. Obecnie, oprócz magazynu, znajduje się w nim pięć linii produkcyjnych (dmucharki i wtryskarki), w najbliższych miesiącach powinny pojawić się jeszcze trzy kolejne (+ istnieje łatwa możliwość dostawienie kolejnych, jak i rozbudowy obiektu). Nowa inwestycja zapewnia skokowy wzrost efektywności produkcji. Z drugiej strony, naszym zdaniem, przed spółką stoi wyzwania pozyskania klientów, aby zapełnić wykorzystanie zwiększonego potencjału produkcyjnego (dotychczasowy zakład spółki w Pabianicach, odpowiedzialny za produkcję kanistrów i butelek, będzie nadal funkcjonował w obecnym zakresie - przechodzi on stopniową modernizację). Moce produkcyjne w dotychczasowych zakładach spółki w wielu liniach produktowych były bliskie pełnego wykorzystania. W nowej fabryce spółka będzie mogła posiadać zarówno linie do produkcji tradycyjnych kanistrów/opakowań jak i kartuszy.

Docelowo nowy zakład z jednej strony ma umożliwić powrót na ścieżkę wzrostu sprzedaży a z drugiej zwiększyć rentowność biznesu (większa automatyzacja, efektywniejsze rozlokowanie produkcji pomiędzy zakładami, możliwość modernizacji zakładu w Pabianicach, lepsze rozłożenie kosztów SG&A, rezygnacja z zewnętrznego najmu powierzchni magazynowej). Szacujemy, że nowy zakład jest w stanie wygenerować 20-30 mln PLN dodatkowych przychodów w skali roku (przy czym cześć asortymentu jest przeniesiona z Pabianic), przy kilka % wyższej marży EBITDA w stosunku do obecnego stanu grupy. Dodatkowo ze względu na lokalizację w SSE spółka może skorzystać z ulgi podatkowej (ponad 22 mln PLN, kwota może jeszcze wzrosnąć przy realizacji dodatkowych inwestycji).

Konkurencja
Do głównych konkurentów należą takie spółki jak Alpla, Buwar, Madrox, Plastico (w segmencie opakowań) a także Fischbach i Ritter (w segmencie kartuszy). Suwary są średniej wielkości firmą w skali regionu CEE (gigant jakim jest Alpla ma 40 zakładów na świecie i przychody na poziomie 3,1 mld EUR). Znaczącym graczem w Europie jest Kartpol (wg spółki zajmuje 3. miejsce za niemieckimi producentami). Głównym atutem spółki w walce z mniejszą lokalną konkurencją jest jakość i powtarzalność wyrobów, natomiast w stosunku do zachodnich graczy elastyczność i koszty pracy. Główną pozycją kosztową w branży jest surowiec. Duzi gracze mają większe możliwości negocjacji cen surowców (bonusy za ilość). Zwyczajowo duże kontrakty z odbiorcami produktów posiadają zabezpieczenia (dla obu stron) przed większymi zmianami cen surowców.

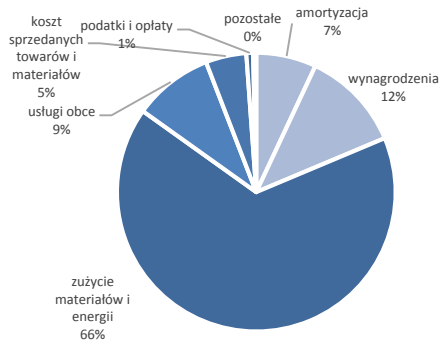
Struktura kosztów
Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 2/3). Z tego przede wszystkim najwięcej waży zużycie polietylenu (HDPE) - udział surowca w kosztach produkcji spółki waha się od 50% do 70% w zależności od asortymentu. Poza tym spółka ponosi koszty energii elektrycznej oraz zużywa w mniejszej ilości inne tworzywa sztuczna (np. polipropylen, PET). Koszty

wynagrodzeń stanowią około 12%. Mniej niż 10% stanowią pozostałe grupy kosztów (m.in. usługi obce, amortyzacja).

Ceny polietylenu w średnim i długim terminie są wyraźnie skorelowane z ropą naftową. Etylen, z którego powstaje polietylen, może być wytwarzany na bazie nafty (Europa) lub gazu (USA, Bliski Wschód), jednak koszt tej pierwszej jest wyraźnie wyższy, wiec to ona wyznacza poziom opłacalności produkcji (a tym samym pośrednio cenę końcową). W krótkim terminie ceny polietylenu mogą pozostawać pod wpływem gry popytu i podaży (m.in. ograniczanie dostępności surowca przez producentów w okresach spadku cen wsadu). Polietylen HDPE, oprócz obszaru opakowań, znajduje zastosowanie do m.in. produkcji: rur, złączek, armatury, płyt, aparatury dla przemysłu chemicznego i samochodowego, skrzynek na butelki czy beczek.

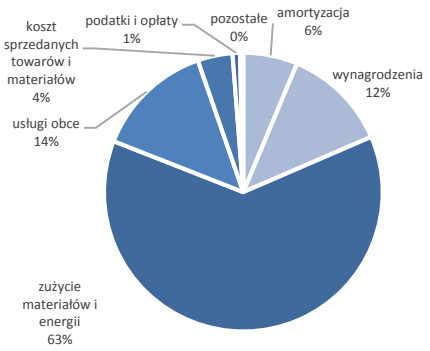
Suwary starają się dywersyfikować dostawców surowca (w regionie CEE produkcję HDPE prowadzą Basell/Orlen, TVK i Unipetrol), jednak należy brać pod uwagę, że część produktów może wymagać specyficznego składu HDPE. Walutą rozliczeniową przy zakupie surowca jest EUR (zarówno od dostawców krajowych jak i zagranicznych; zakupy szacujemy na niskie kilkanaście mln EUR rocznie).

Struktura kosztów rodzajowych – skonsolidowane



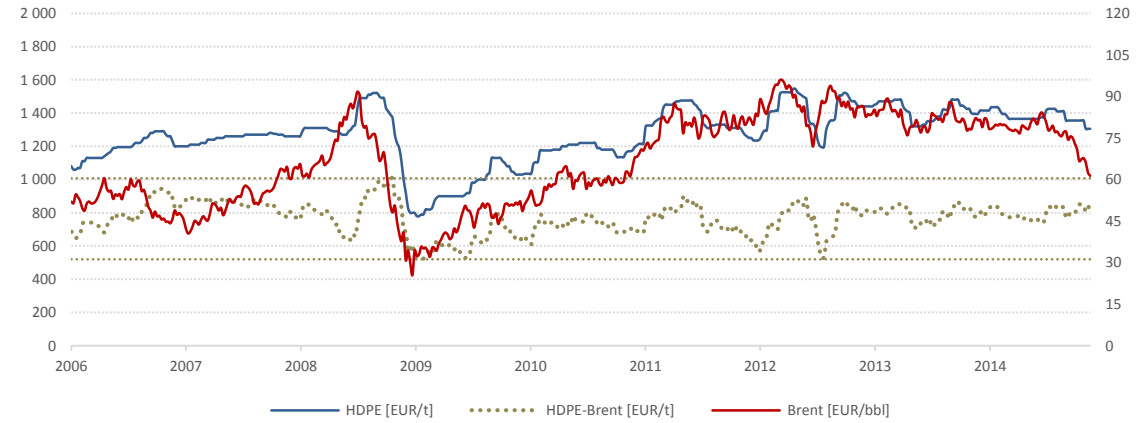
Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2012/13

Struktura kosztów rodzajowych – jednostkowe



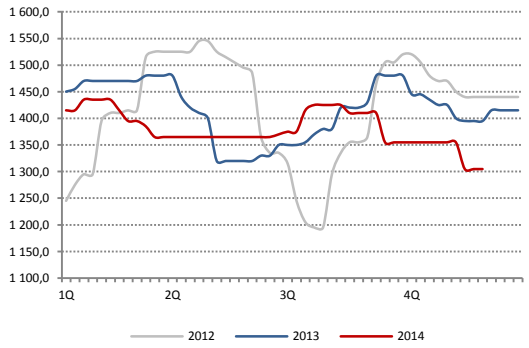
Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2012/13

Cena polietylenu HDPE [EUR/t, skala prawa] oraz ropy Brent [EUR/bbl, skala lewa]



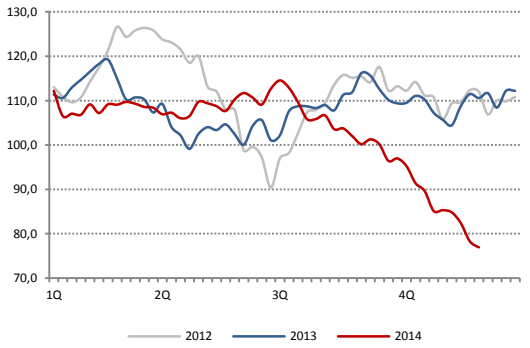
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena polietylenu HDPE [EUR/t]



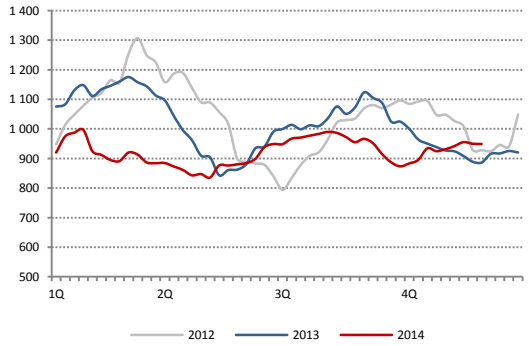
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena ropy Brent [USD/bbl]



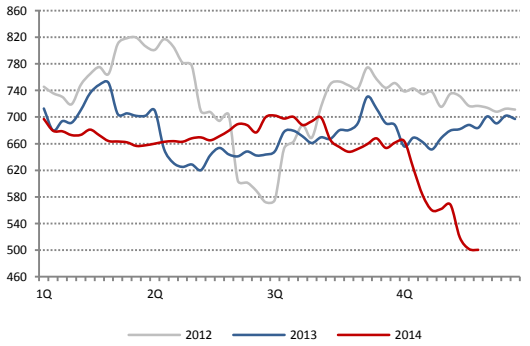
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena etylenu [EUR/t]



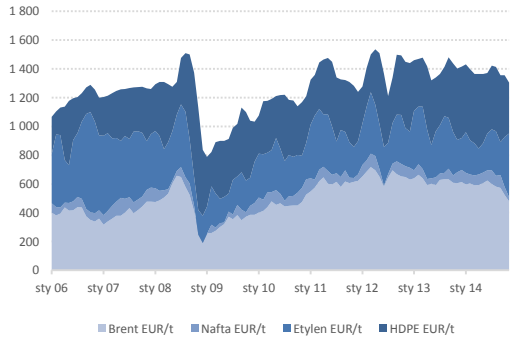
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena nafty [EUR/t]



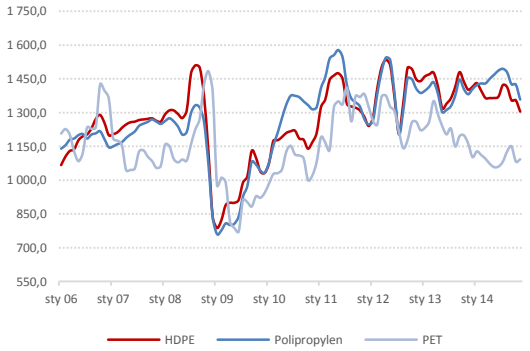
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny HDPE na tle wsadu [EUR/t]



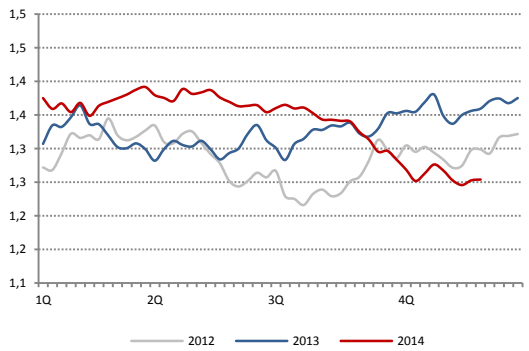
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny HDPE na tle innych tworzyw sztucznych [EUR/t]



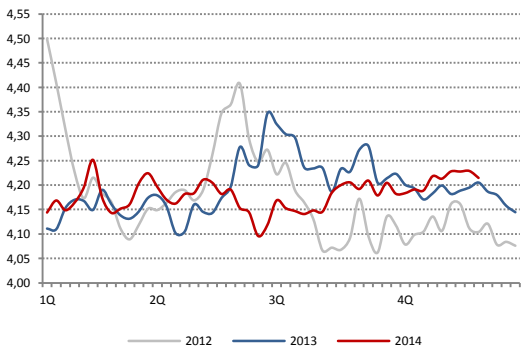
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/USD



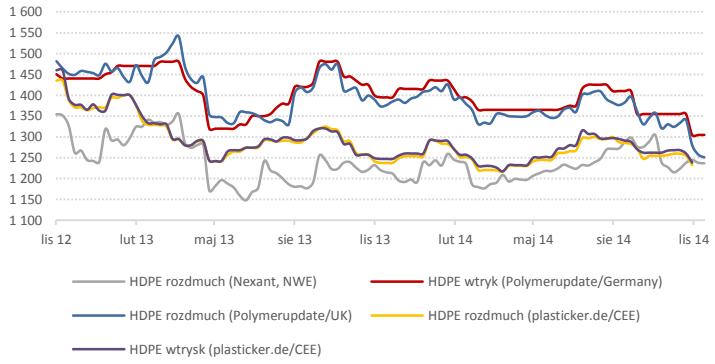
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



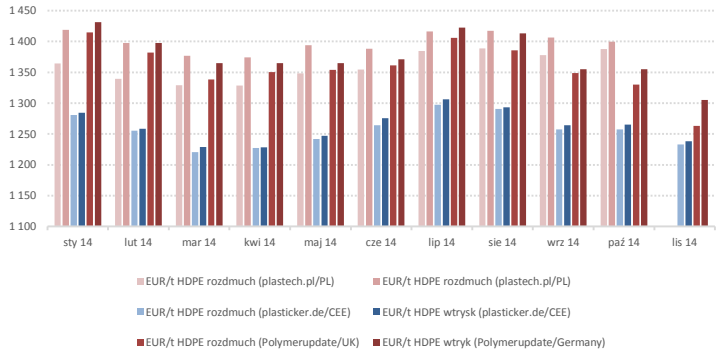
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Porównanie cen HDPE [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, plasticker.de

Porównanie cen HDPE [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, plasticker.de, plastech.pl(dane przeliczone na EUR wg kurs średn.)

Zwracamy uwagę, że ceny HDPE mogą być zróżnicowane pomiędzy źródłach. Generalnie, biorąc jedno źródło do analiz, pomiędzy HDPE do rozdmuchu (blow molding) i wtrysku (injection molding) cena jeśli się różni, to zwykle o kilkanaście EUR/t (na korzyść rozdmuchu). Dla wykresów powyżej przyjęliśmy jako benchmark dane zamieszczone na Bloombergu dla rynku niemieckiego (na bazie Polymerupdate.com) - ze względu na najdłuższą historię. Z pewnym opóźnieniem dane z rynku polskiego można znaleźć na http://www.plastech.pl/plasticprices/compare/

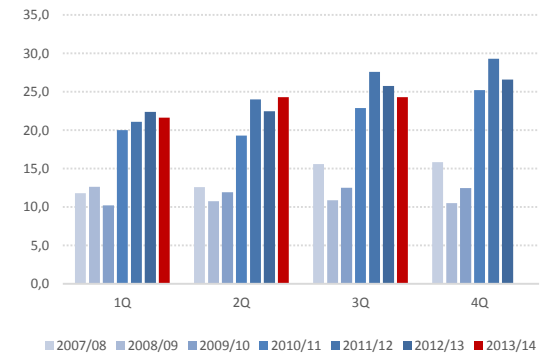
PROGNOZA WYNIKÓW NA 4Q'13/14 I KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na 4Q'2013/14 [mln PLN]

	4Q'12/13	4Q'13/14P	zmiana r/r	2012/13	2013/14P	zmiana r/r
Przychody	26,6	27,0	1,5%	97,1	97,2	0,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	4,7	5,4	14,9%	18,8	19,6	4,0%
Zysk na sprzedaży	1,4	2,0	46,1%	5,0	6,1	20,9%
EBITDA	3,3	3,9	18,8%	11,8	13,7	16,1%
EBIT	1,7	2,1	21,0%	5,7	7,0	23,0%
Zysk brutto	1,4	1,6	17,9%	3,8	5,8	52,0%
Zysk netto	1,0	1,3	29,5%	2,6	4,4	66,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,8%	20,1%		19,4%	20,1%	
Marża EBITDA	12,3%	14,4%		12,2%	14,1%	
Marża EBIT	6,4%	7,6%		5,9%	7,2%	
Marża zysku netto	3,8%	4,8%		2,7%	4,5%	

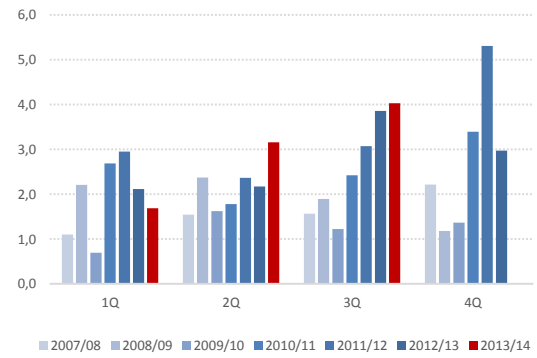
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



*Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja*

4Q'2013/14 prognoza

Spółka posługuje się przesuniętym rokiem obrotowym (1.10-30.09). Raport za księgowy okres 4Q'13/14 (czyli kalendarzowy 3Q'14) zostanie opublikowany 28 listopada.

Poprzednie kwartały charakteryzowały się dość zmienną dynamiką na poziomie przychodów: 2Q'13/14: +8%, 3Q'13/14: -6%. Po 1-3Q'13/14 spółka odnotowała spadek o -0,5%. Pozytywnie postrzegamy poprawę marży na sprzedaży i EBITDA. Po słabej końcówce 2013 roku, kolejne kwartały przyniosły już poprawę

Spodziewamy się podobnych tendencji w 4Q'13/14. Zakładamy, że przychody w całym roku obrotowym będą zbliżone r/r, co implikuje sprzedaż kwartalną na poziomie 26-27 mln PLN. Spodziewamy się poprawy marży EBITDA o około 2 pp, co powinno dać ok. 3,9 mln PLN EBITDA w ostatnim kwartale roku obrotowego.

Kolejne okresy

Zakładamy, że w roku obrotowym 2013/14 spółka wypracuje około 97,2 mln PLN sprzedaży, 13,7 mln EBITDA oraz 4,4 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że ostatnie kwartały są obciążone przez koszty rozruchu nowego zakładu. W starym zakładzie w Pabianicach spółka ma obecnie możliwość przeprowadzenie stopniowej modernizacji dzięki uwolnieniu mocy produkcyjnych. Pewnym ciężarem jest też ekspozycja na rynki wschodnie (6-7% bezpośredniej sprzedaży + ekspozycja klientów z segmentu kartuszy).

Nowy budynek produkcyjno-magazynowy niesie za sobą: i) rozszerzenie potencjału wytwórczego (możliwość pozyskania nowych klientów, także z obszarów, w których spółka nie była dotychczas obecna), ii) obniżenie kosztów logistyki (własny magazyn, wcześniej spółka wynajmowała zewnętrzne powierzchnie; zwracamy uwagę, że kanistry zajmują dużą powierzchnię przy niewielkiej wartości jednostkowej), iii) potencjał do rozbudowy w przyszłości.

Obecnie fabryka wyposażona jest w część planowanego parku maszynowego (prowadzona jest normalna produkcja w segmencie opakowań), natomiast pozostała część maszyn zostanie dostarczona i uruchomiona

w najbliższych miesiącach (spodziewamy się, że nastąpi to w okolicach 1Q'15). W sumie spółka zainwestuje w fabrykę ok. 33 mln PLN, z czego ponad ¾ zostało już wydane, co mniej więcej pokrywa się z obecnym zadłużeniem netto.

Uważamy, że obecny okres jest dla spółki nadal czasem przejściowym. Spodziewamy się, że realny obraz wyników pojawi się mniej więcej za około 2-3Q. W ostatnich latach przychody skonsolidowane oscylowały w okolicach 100 mln PLN, przy marży EBITDA 12-13%. Spodziewamy się, że w roku obrotowym 2014/15 spółka wypracuje 107 mln PLN przychodów, 16,2 mln EBITDA oraz 5,2 zysku netto. W kolejnych latach zakładamy dalszy przyrost sprzedaży. Uważamy, że nowe moce dają potencjał około 20-30% wzrostu produkcji (pod warunkiem pozyskania nowych kontrahentów) oraz poprawy EBITDA. W okresie 2004-2014 oczyszczona marża EBITDA wynosiła średnio 12,6% (maksimum 14,3-14,5% w okresie 2008-2009, kiedy wyraźnie spadły ceny surowców). Zakładamy pozytywny wpływ rezygnacji z wynajmowania zewnętrznej powierzchni magazynowej (nowy zakład posiada własną powierzchnię magazynową, która jest w stanie obsłużyć także stary zakład w Pabianicach). Spodziewamy się także wzrostu efektywności oraz lepszego rozłożenia kosztów stałych.

W modelu przyjmujemy dość konserwatywne założenia. Dostrzegamy potencjał do wyraźniejszej poprawy marży EBITDA oraz szybszego wzrostu przychodów (wolne moce przetwórcze powinny przyciągnąć nowych klientów).

Po stronie surowcowej spółce powinno sprzyjać także obniżenie cen ropy. Ceny HDPE w średnim/długim terminie oparte są na jej koszcie, przy czym jeśli nastąpi głębszy spadek cen surowca to wpłynie to negatywnie na poziom cen produktów (powszechną praktyką w realizacji powtarzalnych, dużych kontraktów przez spółki przetwarzające surowce jest wiązanie cen produktów z benchmarkami surowcowymi; wpływ mocniejszych wahań cen jest zazwyczaj krótkotrwały).

Zwracamy uwagę, że w prognozach przyjmujemy 19% stawkę podatku. W związku z realizacji inwestycji w strefie ekonomicznej spółce przysługuje zwolnienie z tytułu podatku dochodowego (możliwa ulga na poziomie ponad 22 mln PLN, kwota może jeszcze wzrosnąć przy realizacji dodatkowych inwestycji) z tytułu produkcji w strefie. Nie uwzględniamy tego w modelu – traktujemy to jako dodatkowy upside dla naszej wyceny.

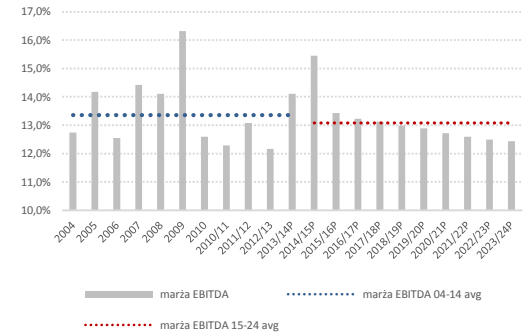
W 2010 roku spółka przyjęła strategię rozwoju do 2016, zakładającą dwukrotne zwiększenie poziomu EBITDA do 2012 roku w stosunku do 2009 roku (6,9 mln PLN) i kolejne jej podwojenie do 2016 roku. Wykonanie pierwszego kroku było możliwe dzięki przejęciu producenta kartuszy Kartpol w 2010 roku. Do wykonania drugiego kroku nie wystarczy sam nowy zakład produkcyjny w obecnym wymiarze. Konieczne może okazać się albo kolejne przejęcie (po Kartpolu spółka zapowiadała jeszcze 1-2 akwizycje w branży tworzyw) albo dalsza rozbudowa mocy. Ze względu na wzrost zadłużenia po przeprowadzeniu inwestycji w nową fabrykę, nie można wykluczyć emisji akcji z takim celem. Zarząd ma możliwość emisji do 1,52 mln walorów (33% obecnych walorów) w ramach kapitału docelowego do 2017 roku. Ostatnie emisja akcji w spółce miała miejsce w 2011 roku. Dotyczyła ona 419,6 tys po cenie emisyjnej 16,1 PLN (oferta prywatna, w której uczestniczyło 12 podmiotów).

Prognozy skonsolidowane – wybrane dane [mln PLN]

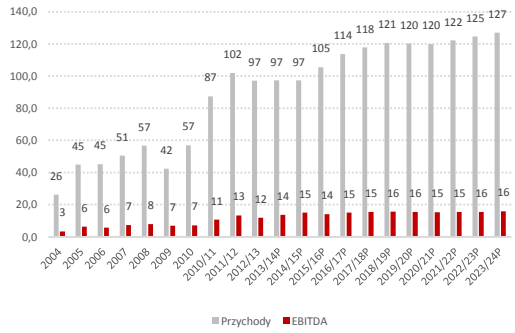
	2012/13	2013/14	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Brent [USD/bbl]	109	107	82	84	96	100	100	100	100	100	100	100
HDPE [EUR/t]*	1 427	1 395	1 287	1 311	1 381	1 402	1 402	1 402	1 402	1 402	1 402	1 402
HDPE [PLN/t]*	5 959	5 826	5 346	5 243	5 456	5 469	5 399	5 329	5 329	5 329	5 329	5 329
EUR/PLN	4,18	4,18	4,15	4,00	3,95	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Przychody	**97,1**	**97,2**	**107,1**	**116,1**	**125,2**	**129,6**	**132,7**	**132,4**	**132,1**	**134,6**	**137,2**	**140,0**
zmiana r/r	-4,7%	0,1%	10,1%	8,5%	7,8%	3,5%	2,4%	-0,2%	-0,3%	1,9%	2,0%	2,0%
Opakowania	57,4	56,4	63,0	68,3	73,3	75,5	77,1	78,4	79,9	81,9	83,5	85,2
Kartusze	39,7	40,8	44,0	47,8	51,9	54,1	55,5	54,0	52,1	52,7	53,7	54,8
Zysk brutto ze sprzedaży	**18,8**	**19,6**	**21,9**	**24,2**	**26,7**	**27,8**	**28,4**	**28,1**	**27,7**	**28,2**	**28,7**	**29,4**
rentowność	19,4%	20,1%	20,4%	20,9%	21,3%	21,4%	21,4%	21,2%	21,0%	21,0%	20,9%	21,0%
SG&A	**13,8**	**13,5**	**14,0**	**15,2**	**16,4**	**17,0**	**17,4**	**17,3**	**17,3**	**17,6**	**18,0**	**18,3**
/przychody	14,2%	13,9%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Zysk na sprzedaży	**5,0**	**6,1**	**7,8**	**9,0**	**10,3**	**10,8**	**11,0**	**10,7**	**10,4**	**10,6**	**10,8**	**11,0**
rentowność	5,2%	6,2%	7,3%	7,8%	8,2%	8,3%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,8%	7,9%
EBIT	**5,7**	**7,0**	**7,8**	**9,0**	**10,3**	**10,8**	**11,0**	**10,7**	**10,4**	**10,6**	**10,8**	**11,0**
rentowność	5,9%	7,2%	7,3%	7,8%	8,2%	8,3%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,8%	7,9%
EBITDA	**11,8**	**13,7**	**16,2**	**17,5**	**18,6**	**19,1**	**19,3**	**19,2**	**18,9**	**19,1**	**19,3**	**19,6**
rentowność	12,2%	14,1%	15,1%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
EBITDA skoryg.	**11,1**	**12,7**	**16,2**	**17,5**	**18,6**	**19,1**	**19,3**	**19,2**	**18,9**	**19,1**	**19,3**	**19,6**
rentowność	11,4%	13,1%	15,1%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
Zysk brutto	**3,8**	**5,8**	**6,4**	**7,6**	**9,0**	**9,8**	**10,2**	**10,2**	**10,1**	**10,4**	**10,7**	**11,0**
rentowność	3,9%	5,9%	5,9%	6,6%	7,2%	7,5%	7,7%	7,7%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%
Zysk netto	**2,6**	**4,4**	**5,2**	**6,2**	**7,3**	**7,9**	**8,2**	**8,3**	**8,2**	**8,4**	**8,6**	**8,9**
rentowność	2,7%	4,5%	4,8%	5,3%	5,9%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%

Źródło: DM BDM S.A., ** prognoza w oparciu o ceny ropy, dane na podstawie notowań Bloomberga – spółka może uzyskiwać inne ceny zakupu (kwestia upustów, odpowiedniej mieszanki)*

Marża EBITDA – historycznie i prognoza

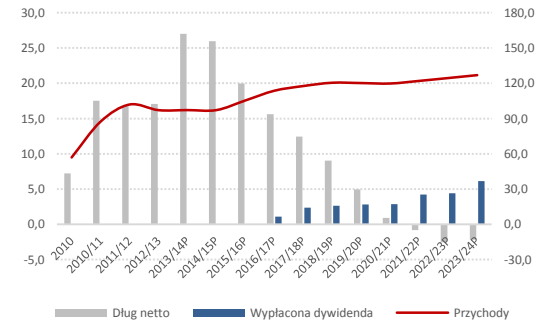


Przychody [mln PLN] i EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., spółka

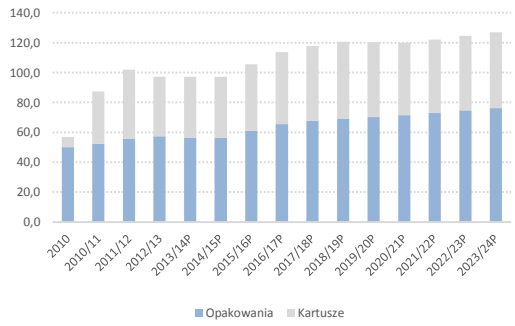
Wybrane dane finansowe [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012/13	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Aktywa trwałe	61,8	74,7	76,7	74,8	74,0	74,1	74,3	74,4	74,4	74,5	74,5	74,5
Wartości niematerialne i prawne	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Rzeczowe aktywa trwałe	49,4	62,3	64,2	62,4	61,5	61,6	61,8	61,9	62,0	62,0	62,0	62,1
Pozostałe aktywa trwałe	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Aktywa obrotowe	41,5	40,9	45,7	53,1	58,4	58,6	57,6	56,1	56,5	56,7	57,6	58,3
Zapasy	11,4	12,8	14,1	15,3	16,5	17,1	17,5	17,5	17,4	17,8	18,1	18,5
Należności krótkoterminowe	25,8	25,9	28,5	30,9	33,3	34,5	35,3	35,2	35,1	35,8	36,5	37,2
Inwestycje krótkoterminowe	3,8	1,8	2,7	6,5	8,1	6,6	4,3	2,9	3,5	2,7	2,5	2,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	3,8	1,8	2,7	6,5	8,1	6,6	4,3	2,9	3,5	2,7	2,5	2,2
-pozostałe	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe aktywa obrotowe	103,2	115,7	122,4	128,0	132,4	132,7	131,8	130,4	130,9	131,1	132,1	132,9
Aktywa razem												
	52,8	57,2	62,3	68,5	74,0	78,2	82,5	86,6	90,7	92,9	95,3	95,5
Kapitał (fundusz) własny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	50,5	58,5	60,1	59,5	58,4	54,5	49,4	43,8	40,3	38,2	36,8	37,3
Rezerwy na zobowiązania	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Zobowiązania długoterminowe	10,8	10,8	10,8	8,8	6,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
- w tym dług oprocentowany	9,0	9,0	9,0	7,0	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	29,2	37,2	38,8	40,2	41,6	42,2	37,1	31,6	28,0	26,0	24,6	25,1
- w tym dług oprocentowany	11,8	19,8	19,6	19,4	19,2	19,0	13,3	7,8	4,3	1,8	0,0	0,0
Pasywa razem	103,2	115,7	122,4	128,0	132,4	132,7	131,8	130,4	130,9	131,1	132,1	132,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012/13	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Przychody netto ze sprzedaży	97,1	97,2	107,1	116,1	125,2	129,6	132,7	132,4	132,1	134,6	137,2	140,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	78,3	77,6	85,2	91,9	98,5	101,8	104,3	104,3	104,4	106,4	108,5	110,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	18,8	19,6	21,9	24,2	26,7	27,8	28,4	28,1	27,7	28,2	28,7	29,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	13,8	13,5	14,0	15,2	16,4	17,0	17,4	17,3	17,3	17,6	18,0	18,3
Zysk (strata) na sprzedaży	5,0	6,1	7,8	9,0	10,3	10,8	11,0	10,7	10,4	10,6	10,8	11,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,7	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik na instrumentach pochodnych	11,8	13,7	16,2	17,5	18,6	19,1	19,3	19,2	18,9	19,1	19,3	19,6
EBITDA	5,7	7,0	7,8	9,0	10,3	10,8	11,0	10,7	10,4	10,6	10,8	11,0
EBIT	-1,9	-1,3	-1,5	-1,4	-1,2	-1,0	-0,8	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Saldo działalności finansowej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	3,8	5,8	6,4	7,6	9,0	9,8	10,2	10,2	10,1	10,4	10,7	11,0
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	2,6	4,4	5,2	6,2	7,3	7,9	8,2	8,3	8,2	8,4	8,6	8,9

CF [mln PLN]	2012/13	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Przepływy z działalności operacyjnej	8,1	10,8	12,8	14,0	14,8	16,2	16,7	17,2	17,0	16,5	16,6	16,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,2	-19,6	-10,3	-6,6	-7,4	-8,3	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,6	-8,6
Przepływy z działalności finansowej	0,8	6,8	-1,6	-3,6	-5,8	-9,5	-10,4	-10,1	-7,9	-8,8	-8,2	-8,6
Przepływy pieniężne netto	1,7	-2,0	0,9	3,8	1,6	-1,5	-2,2	-1,4	0,6	-0,8	-0,1	-0,4
Środki pieniężne na początek okresu	2,1	3,8	1,8	2,7	6,5	8,1	6,6	4,3	2,9	3,5	2,7	2,6
Środki pieniężne na koniec okresu	3,8	1,8	2,7	6,5	8,1	6,6	4,3	2,9	3,5	2,7	2,6	2,2

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Przychody zmiana r/r	0,1%	10,1%	8,5%	7,8%	3,5%	2,4%	-0,2%	-0,3%	1,9%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	16,1%	18,2%	7,7%	6,3%	2,8%	1,3%	-0,8%	-1,5%	1,0%	1,2%	1,6%
EBIT zmiana r/r	23,0%	11,2%	14,9%	14,1%	5,1%	1,6%	-2,1%	-3,1%	1,4%	1,9%	2,5%
Zysk netto zmiana r/r	66,5%	17,2%	19,8%	18,8%	7,8%	4,2%	0,2%	-1,1%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	20,1%	20,4%	20,9%	21,3%	21,4%	21,4%	21,2%	21,0%	21,0%	20,9%	21,0%
Marża EBITDA	14,1%	15,1%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
Marża EBIT	7,2%	7,3%	7,8%	8,2%	8,3%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,8%	7,9%
Marża brutto	5,9%	5,9%	6,6%	7,2%	7,5%	7,7%	7,7%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%
Marża netto	4,5%	4,8%	5,3%	5,9%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%
COGS / przychody	79,9%	79,6%	79,1%	78,7%	78,6%	78,6%	78,8%	79,0%	79,0%	79,1%	79,0%
SG&A / przychody	13,9%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
SG&A / COGS	17,4%	16,5%	16,6%	16,6%	16,7%	16,7%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
ROE	7,7%	8,3%	9,0%	9,9%	10,1%	10,0%	9,5%	9,0%	9,0%	9,1%	9,3%
ROA	3,8%	4,2%	4,8%	5,5%	6,0%	6,2%	6,3%	6,2%	6,4%	6,5%	6,7%
Dług	28,8	28,6	26,4	23,7	19,0	13,3	7,8	4,3	1,8	0,0	0,0
D / (D+E)	24,9%	23,4%	20,7%	17,9%	14,3%	10,1%	6,0%	3,3%	1,4%	0,0%	0,0%
D / E	33,2%	30,5%	26,0%	21,8%	16,7%	11,3%	6,4%	3,4%	1,4%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-17,9%	-18,8%	-15,4%	-11,9%	-9,6%	-7,4%	-5,2%	-3,3%	-1,9%	-0,9%	-0,5%
Dług / kapitał własny	50,4%	45,9%	38,6%	32,1%	24,3%	16,2%	9,1%	4,8%	2,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	27,0	26,0	20,0	15,6	12,4	9,0	5,0	0,9	-0,8	-2,5	-2,2
Dług netto / kapitał własny	47,3%	41,7%	29,1%	21,1%	15,9%	10,9%	5,7%	1,0%	-0,9%	-2,7%	-2,3%
Dług netto / EBITDA	2,0	1,6	1,1	0,8	0,7	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Dług netto / EBIT	3,8	3,3	2,2	1,5	1,2	0,8	0,5	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
EV	76,5	75,4	69,4	65,1	61,9	58,5	54,4	50,3	48,6	46,9	47,3
Dług / EV	37,7%	38,0%	38,1%	36,5%	30,7%	22,8%	14,4%	8,6%	3,8%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	20,2%	9,7%	5,7%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%
CAPEX / Amortyzacja	293,8%	123,2%	78,3%	89,9%	101,0%	102,4%	101,3%	100,5%	100,4%	100,4%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	7%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Zmiana KO / Przychody	1,5%	2,1%	1,8%	1,7%	0,8%	0,5%	0,0%	-0,1%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2196,1%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%

Wskaźniki rynkowe	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P
MC/S*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	11,2	9,6	8,0	6,7	6,3	6,0	6,0	6,1	5,9	5,7	5,6
P/BV*	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
P/CE*	4,5	3,7	3,4	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8
EV/EBITDA*	5,6	4,7	4,0	3,5	3,2	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,4
EV/EBIT*	10,9	9,6	7,7	6,3	5,7	5,3	5,1	4,8	4,6	4,4	4,3
EV/S*	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
BVPS	12,4	13,5	14,8	16,0	16,9	17,9	18,8	19,6	20,1	20,6	20,7
EPS	1,0	1,1	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
CEPS	2,4	2,9	3,2	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8
FCFPS	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	0,0	0,0	0,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,4	0,8	0,9	0,9	0,9	1,3	1,4	1,9
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%

*Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 10,71 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, media/rozrywka, spółki stalowe

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

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
kupuj	16,3	-	-	20.11.2014	10,71	52 882

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	2	29%
Akumuluj	2	29%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	2	29%
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 20.11.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 25.11.2014 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 20.11.2014 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.