



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 48,8 PLN

19 MARZEC 2015

Wyniki Śnieżki za 4Q'14 oraz cały 2014 pokazały, że spółka dobrze radzi sobie z zarządzaniem kryzysem na jej głównych rynkach eksportowych (Ukraina, Białoruś, Rosja, których udział w przychodach w całym 2014 wyniósł 25%, w 4Q'14: 27%). W całym roku spółka wygenerowała 76 mln PLN EBITDA, a więc blisko tyle co w najlepszych latach (78 mln PLN w 2013, 77 mln PLN w 2010 roku). Zawirowania we wschodnich gospodarkach oraz mocne osłabienie lokalnych walut Śnieżce udało się w dużej części zamortyzować cięciem kosztów na Ukrainie (m.in. znaczna redukcja załogi, ograniczenie kosztów SG&A) oraz dobrym wynikiem w Polsce (najwyższa dynamika przychodów od 2008 roku). Po stronie surowcowej sprzyjają od kilku kwartałów niskie ceny białej tytanowej oraz spadek cen surowców ropopochodnych. Dobry wynik netto za 2014 rok (blisko 40 mln PLN, mimo 9,6 mln PLN ujemnych różnic kursowych) oraz powtarzalny cash flow operacyjny (od kilku lat >60 mln PLN/rok; dług netto/EBITDA'14=0,8x) przy ograniczonych potrzebach inwestycyjnych (CAPEX'14: 18 mln PLN, w 2015 spodziewamy się kilku mln PLN wzrostu) dają naszym zdaniem pole do przynajmniej powtórzenia dywidendy z ubiegłego roku (31,5 mln PLN, DPS=2,5 PLN). Div yield na poziomie 5,7% wygląda bardzo atrakcyjnie w obecnym środowisku niskich stóp procentowych. Jednocześnie zwracamy uwagę, że europejscy i amerykańscy producenci farb wyceniani są obecnie na >17x na P/E'15 (Śnieżka'15: 14x). Podwyższamy cenę docelową z 43,5 PLN do 48,8 PLN i podtrzymujemy zalecenie Akumuluj.

Wyniki 4Q'14 były powyżej naszych oczekiwań. Mimo obciążeń różnicami kursowymi, spółce udało się wypracować 3,6 mln PLN netto w najsłabszym sezonowo kwartale (zwracamy w tym miejscu jednak uwagę, że wpływ na kształtowanie marży w branży materiałów budowlanych w końcówce roku mają rozliczenia rezerw sprzedażowych). Dodatnią dynamikę sprzedaży z poprzednich kwartałów udało się zachować w Polsce. Spadki odnotowano oczywiście na Ukrainie (zwracamy uwagę na mimo wszystko wzrost w lokalnej walucie). Wzrosty na pozostałych rynkach wschodnich raczej kojarzyłobyśmy obawami inflacyjnymi ludności.

Zakładamy, że wynik netto w całym 2015 roku sięgnie 40,1 mln PLN (vs 39,9 mln PLN w 2014), przy czym w kosztach finansowych uwzględniamy 8 mln PLN różnic kursowych (obecne osłabienie PLN vs USD oraz UAH i BYR w 1Q'15 – wynik netto na początku roku będzie słaby). Implikuje to P/E'15=13,9x. Prognozowany przez nas spadek przychodów jest pochodną zakładanej słabej koniunktury na rynkach wschodnich (w Polsce przyjmujemy 6% wzrost sprzedaży).

Spółka handlowa jest z premią w stosunku do innych krajowych producentów materiałów budowlanych, ale broni się naszym zdaniem polityką dywidendową oraz niskim zadłużeniem. W stosunku do producentów europejskich odchylenie we wskaźnikach zaczyna robić się wyraźne, natomiast do amerykańskich odpowiedników spółka handlowana jest już z ponad 30% dyskontem. Zwracamy uwagę, że bardzo podobna do Śnieżki pod wieloma względami (m.in. ekspozycja na rynki wschodnie, zbliżona marża EBITDA, polityka dywidendowa) fińska Tikkurila handlowana jest na blisko 11x EBITDA'15.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	576,5	573,9	546,0	542,7	561,6	580,7
EBITDA [mln PLN]	72,9	78,0	75,6	75,1	78,0	80,9
EBIT [mln PLN]	56,4	58,8	57,5	57,1	59,9	62,1
Zysk netto [mln PLN]	45,5	45,1	39,9	40,1	49,3	51,1
P/BV	2,7	2,6	2,7	2,6	2,4	2,2
P/E	12,2	12,3	13,9	13,9	11,3	10,9
EV/EBITDA	8,7	8,0	8,2	8,2	7,8	7,4
EV/EBIT	11,2	10,6	10,8	10,8	10,1	9,6

Wycena DCF [PLN]	48,0
Wycena porównawcza [PLN]	50,5
Wycena końcowa [PLN]	48,8
Potencjał do wzrostu / spadku	10,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	44,1
Kapitalizacja [mln PLN]	556,4
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	44,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	36,0
Stopa zwrotu za 3 mc	10,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	22,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	23,1%
Struktura akcjonariatu:	
Pater Jerzy	20,1%
Cymbor Stanisław	20,1%
Mikrut Rafał	9,9%
Mikrut Piotr	9,9%
Amplico OFE	9,9%
Aviva OFE	6,2%
Pozostali	23,7%

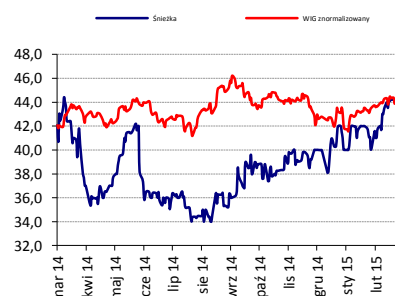
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYNIKI ZA 4Q'14	8
GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI	10
PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2015-2024	15
DANE FINANSOWE	17

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 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 50,5 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 48,0 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 48,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	48,0
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	50,5
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	29,6
- wycena do europejskich producentów farb	33%	56,0
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	66,1
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		48,8

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 (przyjmujemy długoterminowo 4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2015 roku zakładamy 1% spadek przychodów do 543 mln PLN (co wynika z przyjmowanego przez nas dalszego kurczenia się przychodów z rynku ukraińskiego – przyjmujemy minimalny 1% spadek w UAH, ale biorąc pod uwagę dewaluację hrywny, która dokonała się w styczniu, daje to 39% r/r spadek w PLN). W kolejnych latach zakładamy konserwatywne przyrosty sprzedaży na poziomie $CAGR'24/15=2,5\%$ (przyjmujemy, że Ukraina powróci do nieznacznych wzrostów wyrażonych w PLN, kurs PLN/UAH przyjęto na poziomie 0,16 w długim terminie vs średnio 0,27 w 2014).
- Zakładamy, że w 2015 roku marża brutto ze sprzedaży utrzyma się powyżej 37%. Ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa) utrzymują się generalnie na stabilnych poziomach przez ostatnie kwartały (w ślad za cenami ropy zaczęły wyraźniej obniżać się ceny surowców ropopochodnych). Spółka zakupuje surowce przede wszystkim w EUR. Indeks składów budowlanych PSB wskazuje na wyhamowanie presji cenowej na rynku farb, która widoczna była od początku 2013 do mniej więcej 1/2Q'14. Od tego czasu można nawet zaobserwować lekką tendencję do podwyżek cen farb.
- Łączny CAPEX spółki w 2015 roku zakładamy na poziomie około 22 mln PLN. Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych (wykorzystanie mocy w Polsce w 2014 roku wynosiło ok. 75% a na Ukrainie spadło do 30-40%). W okresie rezydującym CAPEX jest równy amortyzacji z 2024 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 FCF w okresie rezydującym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 19 marca 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 606,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 48,0 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	542,7	561,6	580,7	598,0	611,7	624,6	637,8	651,2	664,9	679,0
EBIT [mln PLN]	57,1	59,9	62,1	64,0	65,2	66,3	67,5	68,8	70,2	71,6
Stopa podatkowa*	14,0%	14,8%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	8,0	8,9	9,2	9,5	9,7	9,9	10,1	13,1	13,3	13,6
NOPLAT [mln PLN]	49,1	51,0	52,9	54,4	55,5	56,4	57,5	55,7	56,8	58,0
Amortyzacja [mln PLN]	18,0	18,2	18,8	19,3	19,8	20,2	20,6	20,9	21,1	21,4
CAPEX [mln PLN]	-21,9	-22,7	-22,9	-23,1	-23,2	-23,4	-23,5	-23,5	-23,5	-23,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-0,5	-3,6	-3,7	-3,3	-2,6	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7
FCF [mln PLN]	44,7	42,8	45,1	47,4	49,4	50,8	52,0	50,5	51,8	53,1
DVCF [mln PLN]	42,0	37,2	36,2	35,0	33,6	31,8	30,0	26,7	25,1	23,6
Suma DVCF [mln PLN]	321,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	805,6		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	358,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	679,9									
Dług netto 2014 [mln PLN]	65,6									
Ujemne różnice kursowe [mln PLN]**	-8,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	606,0									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	48,0									
Przychody zmiana r/r	-0,6%	3,5%	3,4%	3,0%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-0,6%	4,8%	3,7%	3,0%	1,9%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
FCF zmiana r/r*	-11,7%	-4,2%	5,4%	5,0%	4,3%	2,9%	2,4%	-2,9%	2,5%	2,5%
Marża EBITDA	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,8%	13,8%	13,7%	13,7%
Marża EBIT	10,5%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%
Marża NOPLAT	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,6%	8,5%	8,5%
CAPEX / Przychody	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%
CAPEX / Amortyzacja	122,0%	124,8%	121,7%	119,4%	117,3%	115,5%	114,1%	112,6%	111,4%	110,3%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-14,6%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *spadek FCF w 2022 roku wynika ze wzrostu efektywnej stopy podatku do 19%, ** ujęto ujemne różnice kursowe z tytułu zmiany kursu USD/PLN oraz PLN/UAH i PLN/BYR (wg kursów z dnia rekomendacji)

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	79,6%	82,6%	85,4%	86,9%	89,8%	92,6%	95,4%	98,0%	99,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	20,4%	17,4%	14,6%	13,1%	10,2%	7,4%	4,6%	2,0%	1,0%	0,0%
WACC	8,1%	8,2%	8,4%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	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								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	41,6	43,9	46,9	50,6	55,5	62,1	71,7	86,8	113,9
	0,8	39,3	41,4	43,9	47,1	51,2	56,6	64,3	75,7	94,8
	0,9	37,3	39,1	41,3	44,0	47,5	52,0	58,2	67,1	81,1
	1,0	35,4	37,0	38,9	41,3	44,2	48,0	53,1	60,2	70,8
	1,1	33,7	35,1	36,8	38,8	41,4	44,6	48,8	54,5	62,8
	1,2	32,1	33,3	34,8	36,6	38,8	41,6	45,1	49,8	56,4
	1,3	30,6	31,7	33,1	34,6	36,5	38,9	41,9	45,8	51,1

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								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	44,0	46,8	50,2	54,6	60,5	68,7	81,0	101,5	142,6
	4%	39,3	41,4	43,9	47,1	51,2	56,6	64,3	75,7	94,8
	5%	35,4	37,0	38,9	41,3	44,2	48,0	53,1	60,2	70,8
	6%	32,1	33,3	34,8	36,6	38,8	41,6	45,1	49,8	56,4
	7%	29,2	30,3	31,4	32,8	34,5	36,5	39,1	42,4	46,8
	8%	26,8	27,6	28,6	29,7	31,0	32,5	34,4	36,8	39,9
	9%	24,7	25,3	26,1	27,0	28,0	29,2	30,7	32,4	34,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	84,5	78,5	73,3	68,7	64,6	60,9	57,7	54,7	52,0
	4%	71,7	65,9	60,9	56,6	52,9	49,6	46,6	44,0	41,6
	5%	62,1	56,6	52,0	48,0	44,6	41,6	38,9	36,5	34,4
	6%	54,7	49,6	45,2	41,6	38,4	35,7	33,3	31,1	29,2
	7%	48,8	44,0	39,9	36,5	33,6	31,1	28,9	27,0	25,2
	8%	44,0	39,4	35,7	32,5	29,8	27,5	25,5	23,7	22,1
	9%	39,9	35,7	32,2	29,2	26,7	24,6	22,7	21,0	19,6

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 każdego roku przyjęliśmy wagę 33%). 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 Rosję (28% przychodów grupy) oraz kraje CEE (Polska: 63 mln EUR w 2014 - 10% przychodów), porównywalna marża EBITDA, blisko 5% div yield. Obecnie fińska spółka vs polska handlowana jest z 27-32% premią dla EV/EBITDA'15-17 oraz 39-54% 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).

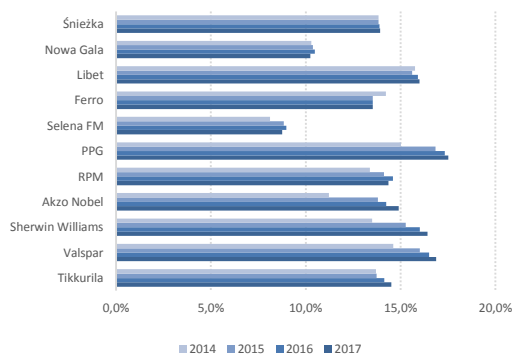
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 637,8 mln PLN, czyli 50,5 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		50,5
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	29,6
- wycena do europejskich producentów farb	33%	56,0
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	66,1

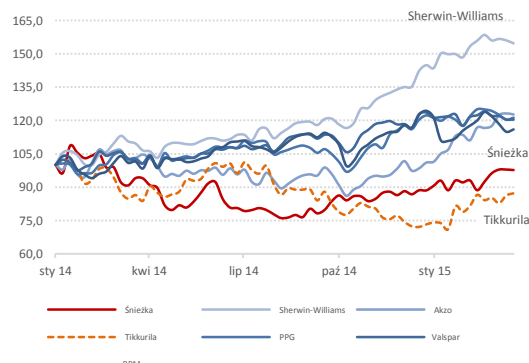
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu od początku 2014 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Nowa Gala	20,6	16,5	16,8	4,9	4,5	4,4
Libet	12,7	9,0	7,3	5,2	4,5	4,1
Ferro	9,9	9,1	8,8	8,3	7,8	7,4
Selena FM	10,7	8,6	8,6	5,9	5,3	5,1
Mediana	10,7	9,0	8,7	5,5	4,9	4,7
Śnieżka	13,9	11,3	10,9	8,2	7,8	7,4
Premia/dyskonto dla Śnieżki	29,4%	25,1%	25,1%	48,3%	57,5%	55,7%
Wycena wg wskaźnika	34,1	35,3	35,2	28,2	26,6	27,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		34,9			27,3	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	29,6					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne, wg cen z 19.03.2015

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Akzo Nobel	18,2	16,5	15,1	9,1	8,5	7,5
Tikkurila	19,3	17,4	15,6	10,8	10,1	9,4
Mediana	18,7	17,0	15,4	10,0	9,3	8,5
Śnieżka	13,9	11,3	10,9	8,2	7,8	7,4
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-25,9%	-33,5%	-29,2%	-17,9%	-16,4%	-12,9%
Wycena wg wskaźnika	59,5	66,3	62,3	54,7	53,5	51,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		62,7			53,1	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	56,0					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.03.2015

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
PPG	19,9	18,1	17,0	12,7	11,9	11,6
RPM	17,3	15,9	14,2	10,7	9,6	8,7
Sherwin Williams	25,3	22,6	20,4	15,5	14,0	12,8
Valspar	18,3	16,6	15,1	11,6	10,7	10,1
Mediana	19,1	17,4	16,0	12,2	11,3	10,8
Śnieżka	13,9	11,3	10,9	8,2	7,8	7,4
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-27,3%	-35,0%	-32,1%	-32,8%	-31,4%	-31,9%
Wycena wg wskaźnika	60,7	67,9	65,0	67,8	66,1	66,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		64,5			66,7	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	66,1					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.03.2015

WYNIKI ZA 4Q'14

Wyniki za 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	4Q'14P BDM	odchyl.	2013	2014	zmiana r/r
Przychody	92,7	91,2	-1,6%	88,2	3,4%	573,9	546,0	-4,9%
Wynik brutto na sprzedaż	37,4	37,3	-0,3%	33,8	10,3%	213,2	202,3	-5,1%
EBITDA	10,9	12,5	14,4%	8,6	45,3%	78,0	75,6	-3,1%
EBIT	6,1	8,1	32,6%	3,8	113,0%	58,8	57,5	-2,3%
Zysk brutto	6,0	3,6	-39,3%	0,3	>100%	55,0	46,7	-15,1%
Zysk netto	5,3	3,6	-31,7%	0,4	>100%	45,1	39,9	-11,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	40,4%	40,9%		38,3%		37,1%	37,0%	
Marża EBITDA	11,8%	13,7%		9,8%		13,6%	13,8%	
Marża EBIT	6,6%	8,9%		4,3%		10,3%	10,5%	
Marża zysku netto	5,7%	4,0%		0,5%		7,9%	7,3%	

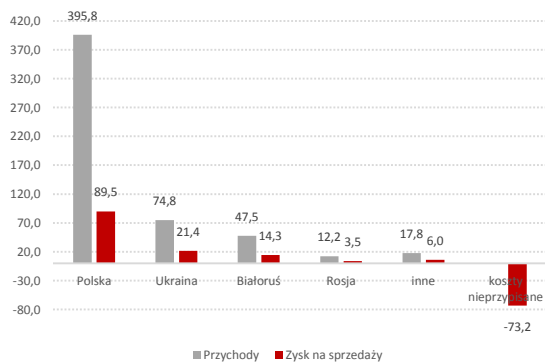
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Opublikowane wyniki były lepsze od naszych założeń na każdym z poziomów rachunku zysków i strat. Sprzedaż wg krajów w 4Q'14 w PLN: Polska +5% r/r, Ukraina -41% (ale w lokalnej walucie +1%), Białoruś +1%, Rosja +22%, Mołdawia +6%. Nieco wyższa r/r była marża brutto ze sprzedaży – spodziewaliśmy się spadku (w tym miejscu leży główne źródło pozytywnego zaskoczenia – zwracamy uwagę, że koniec roku w spółkach z branży to zwykle okres rozliczenia bonusów sprzedażowych, co zwykle ma trudny do prognozowania wpływ na marżę – zależy na ile spółki wcześniej konserwatywnie księguje rezerwy na ten cel). Koszty sprzedaży zostały ograniczone o około 1,5 mln PLN r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +1,1 mln PLN. Spore obciążenie na kosztach finansowych wynika z osłabienia PLN vs USD (spółka ma kredyt dolarowy) oraz różnic kursowych na UAH/PLN. Efektywna stawka podatku dochodowego (14,2% w 2014 roku) jest niższa niż 19% ze względu na amortyzację znaku towarowego (a także w mniejszym stopniu poprzez niższe stawki CIT na Białorusi i Ukrainie).

Przepływy z działalności operacyjnej sięgnęły w 4Q'14 +13,4 mln PLN (+26,3 mln PLN w 4Q'14). Zwracamy jednak uwagę, że w całym roku jest to 62,1 mln PLN (vs 66,0 mln PLN w 2013) – w ujęciu całorocznym spadek pokrywa się więc z różnicą r/r na EBITDA. CAPEX wyniósł 18,3 mln PLN (najmniej od 2006 roku, spodziewamy się kilku mln PLN więcej w 2015 roku) i był porównywalny z amortyzacją. W rekordowym 2012 wydatków inwestycyjnych było 2x więcej niż w 2014, zwracamy jednak uwagę, że od tego czasu przychody spadły o 5% - nawet biorąc pod uwagę spadek cen farb, spółka ma naszym zdaniem sporą nadwyżkę mocy produkcyjnych.

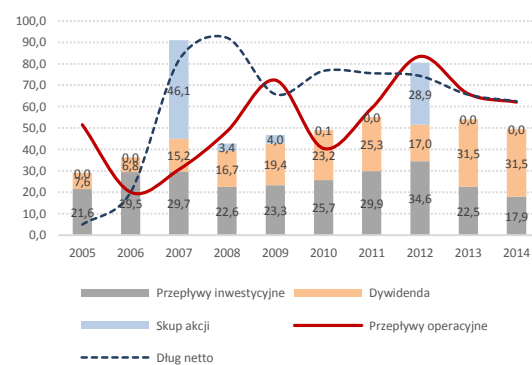
Biorąc pod uwagę przepływy i poziom zadłużenia netto (62,5 mln PLN, 0,8x EBITDA'14) Śnieżka ma naszym zdaniem potencjał do powtórzenia dywidendy z ubiegłego roku (2,5 PLN/akcję, 32 mln PLN) a nawet nie wykluczalibyśmy lekkiego wzrostu DPS. Głównym wyzwaniem pozostaje kryzys na rynkach wschodnich. Od początku roku doszło do kolejnego mocnego osłabienia ukraińskiej hrywny oraz białoruskiego rubla (spółka przekłada systematycznie ceny na klientów, przewagę vs inne zagraniczne podmioty na tych rynkach daje spółce lokalna produkcja). Sprzedaż na Ukrainie w 2014 roku wyniosła 74,8 mln PLN a na Białorusi 47,5 mln PLN.

Kontrybucja rynków do przychodów i wyniku na sprzedaży w 2014 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Przepływy gotówkowe oraz dług [mln PLN]

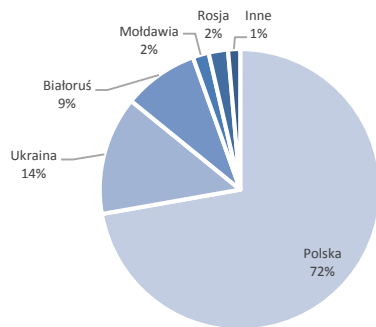
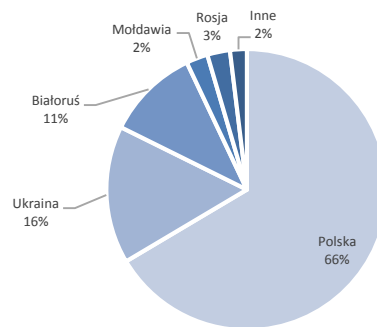


Źródło: BDM S.A., spółka

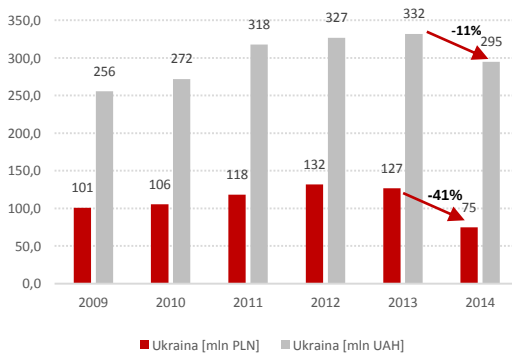
Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2013	2014
Przychody [mln PLN]	181,8	197,7	89,6	109,3	191,4	180,5	93,7	111,6	171,8	171,5	93,2	574,9	548,0
Polska	120,8	120,5	59,1	67,0	125,5	114,2	60,8	79,9	129,6	120,8	65,6	367,5	395,8
Ukraina	38,8	50,3	18,2	26,8	41,3	39,1	19,6	15,3	19,4	25,5	14,5	126,8	74,8
Białoruś	11,8	13,7	7,5	11,2	14,8	14,6	8,4	10,9	13,7	14,3	8,5	49,0	47,5
Mołdawia	3,0	5,6	1,8	0,8	2,4	4,7	1,2	1,8	2,8	4,3	1,2	9,0	10,1
Rosja	6,1	5,8	1,9	2,1	5,0	6,9	1,7	1,7	4,0	4,4	2,1	15,6	12,2
pozostałe	1,4	1,8	1,2	1,4	2,5	1,1	2,0	1,9	2,3	2,3	1,2	7,0	7,7
zmiana r/r	5,6%	10,3%	-5,4%	1,8%	5,3%	-8,7%	4,5%	2,1%	-10,3%	-5,0%	-0,5%	-0,3%	-4,7%
Polska	-0,7%	7,2%	-8,9%	-2,7%	3,9%	-5,2%	2,9%	19,2%	3,2%	5,8%	8,0%	-0,5%	7,7%
Ukraina	20,1%	16,7%	-16,3%	7,9%	6,5%	-22,2%	8,0%	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-25,9%	-4,0%	-41,0%
Białoruś	3,6%	10,5%	95,0%	17,9%	25,6%	6,2%	12,7%	-2,8%	-7,0%	-1,9%	1,2%	15,3%	-3,1%
Mołdawia	11,2%	66,1%	37,5%	-28,4%	-22,1%	-17,0%	-34,8%	129,0%	17,7%	-8,6%	6,2%	-22,2%	12,4%
Rosja	128,9%	14,6%	34,0%	15,5%	-18,3%	19,0%	-11,1%	-19,7%	-19,4%	-35,8%	22,2%	0,4%	-22,1%
pozostałe	51,5%	20,1%	-70,8%	15,1%	79,0%	-40,6%	65,0%	35,3%	-7,0%	112,3%	-41,0%	23,8%	10,2%
Ukraina [mln UAH]	93,0	123,4	47,0	69,4	105,1	98,3	59,2	53,9	77,1	104,1	59,7	332,0	294,8
zmiana r/r	1,6%	13,4%	-19,0%	9,5%	13,0%	-20,3%	26,0%	-22,3%	-26,6%	5,9%	0,8%	1,6%	-11,2%
Wynik na sprzedaży	22,6	29,7	-1,6	10,6	21,5	24,1	5,5	7,9	20,2	26,4	7,0	61,7	61,5
Polska				16,5	19,4	25,0	16,1	15,5	25,4	29,9	18,6	77,1	89,5
Ukraina				7,9	15,6	13,6	4,3	5,2	6,3	5,7	4,2	41,3	21,4
Białoruś				4,1	3,6	3,9	2,5	3,5	3,4	4,2	3,2	14,1	14,3
Mołdawia				0,2	0,6	1,2	0,6	0,5	0,8	1,7	0,4	2,7	3,4
Rosja				0,6	1,5	1,9	-0,1	0,5	1,0	1,4	0,6	3,8	3,5
pozostałe				0,4	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	0,7	0,4	1,8	2,6
koszty nieprzypisane				-19,1	-20,1	-21,9	-18,1	-18,1	-17,4	-17,2	-20,5	-79,1	-73,2
rentowność	12,4%	15,0%	-1,8%	9,7%	11,2%	13,4%	5,9%	7,1%	11,8%	15,4%	7,5%	10,7%	11,2%
Polska				24,7%	15,5%	21,9%	26,5%	19,5%	19,6%	24,8%	28,4%	21,0%	22,6%
Ukraina				29,3%	37,7%	34,9%	21,7%	33,6%	32,5%	22,3%	28,9%	32,6%	28,6%
Białoruś				36,5%	24,7%	26,5%	29,8%	31,8%	25,1%	29,5%	37,6%	28,8%	30,2%
Mołdawia				28,3%	26,6%	25,3%	54,4%	29,8%	28,1%	38,9%	29,4%	29,6%	33,1%
Rosja				26,7%	29,4%	28,4%	-8,1%	28,1%	25,9%	31,1%	30,6%	24,5%	28,9%
pozostałe				28,6%	31,7%	36,6%	10,6%	42,9%	27,0%	33,1%	34,8%	25,8%	34,0%

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

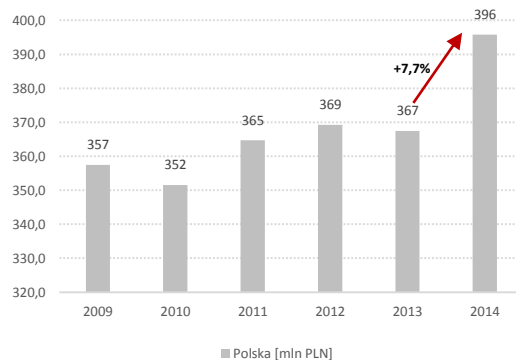
Kontrybucja rynków do przychodów w 2014

Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi w 2014


Źródło: BDM S.A., spółka

Ukraina - przychody


Źródło: BDM S.A., spółka

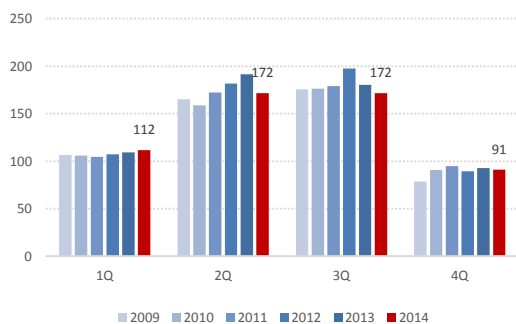
Źródło: BDM S.A., spółka

Polska - przychody


Źródło: BDM S.A., spółka

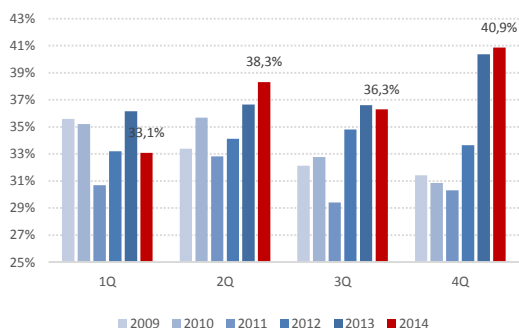
GLÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI

Przychody [mln PLN]



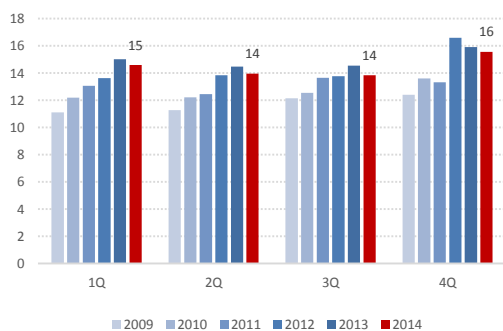
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży [mln PLN]



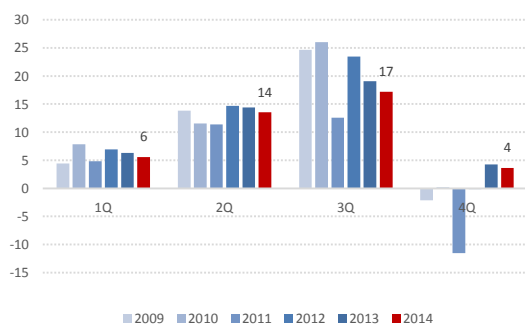
Źródło: BDM S.A., spółka

Koszty zarządu [mln PLN]



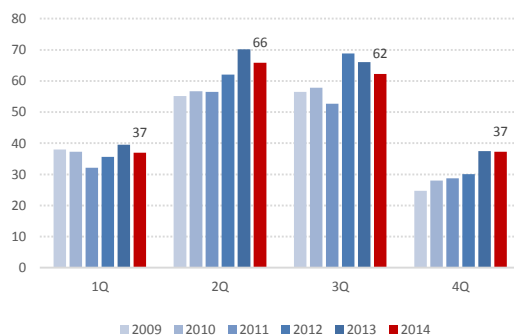
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



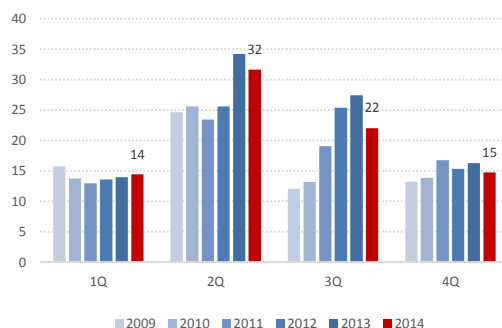
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk brutto ze sprzedaży [mln PLN]



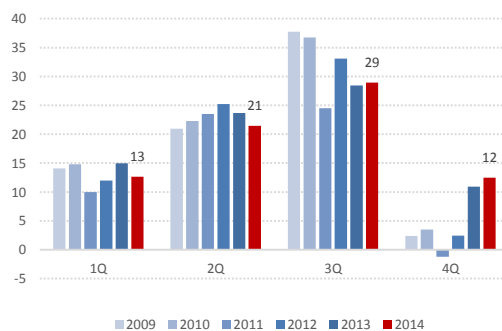
Źródło: BDM S.A., spółka

Koszty sprzedaży [mln PLN]



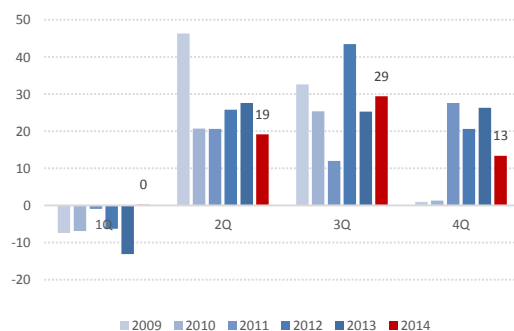
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

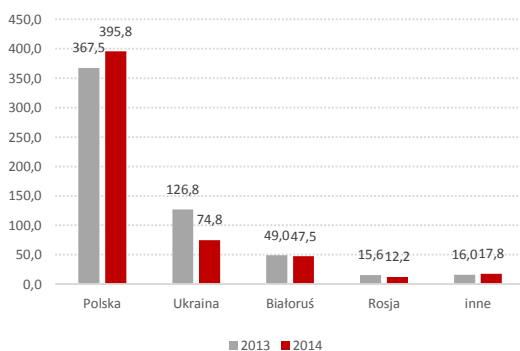
Koniunktura gospodarcza/kursy walut

Od początku 2014 Śnieżka zmaga się z kryzysem na rynkach wschodnich. Trzy największe kierunki eksportowe spółki to: Ukraina (14% przychodów spółki w 2014 vs 22% w całym 2013), Białoruś (9% vs 9%), i Rosja (2% vs 3%). W sumie w całym 2014 przychody z tych krajów spadły w PLN o 30% (na poziomie całej grupy spadek wyniósł -5%).

Zawirowania w tamtejszych gospodarkach oraz mocne spadki wartości lokalnych walut (w 1Q'15 do UAH i RUB znacząco dołączył białoruski rubel, BYR) 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).

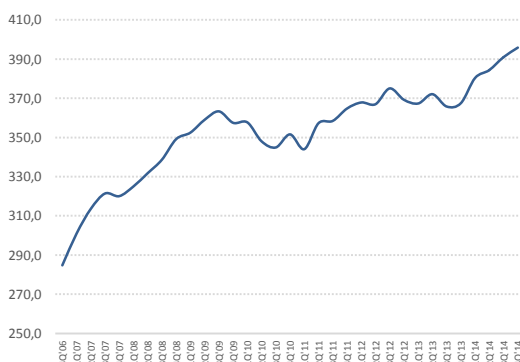
Zwracamy uwagę, że za spadek przychodów na Ukrainie o 41% w 2014 roku w mniej niż 1/3 odpowiada sam spadek w UAH (przy czym spadek wolumenu był głębszy ponieważ spółka podnosiła ceny) a za większość - osłabienie ukraińskiej waluty wobec PLN. Śnieżka udało się w części zamortyzować spadek przychodów cięciem kosztów za wschodnią granicą (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 wynosiły jedynie 7,5 mln PLN a zobowiązania 2,9 mln PLN; ujemne różnice kursowe w całym 2014 roku sięgnęły -2,9 mln PLN). Pomniejszając zysk na segmencie Ukraina proporcjonalnie (w stosunku do przychodów) o koszty nieprzypisane działalności była powyżej break-even na poziomie EBIT w każdym kwartale 2014 roku.

Kontrybucja rynków do przychodów [mln PLN]



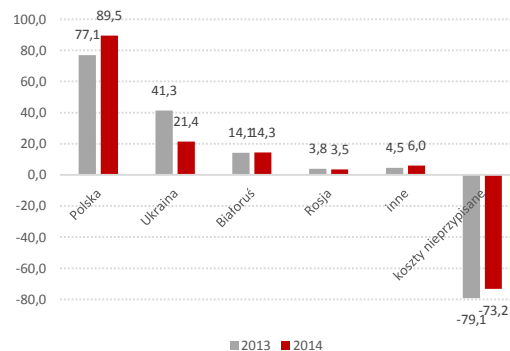
Źródło: BDM S.A., spółka

Sprzedaż w Polsce – narastająco 4Q [mln PLN]



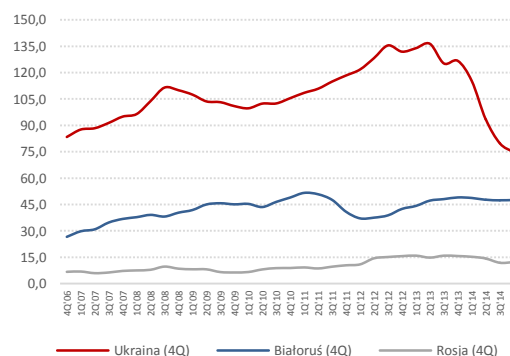
Źródło: BDM S.A., spółka

Kontrybucja rynków do zysku na sprzedaży [mln PLN]



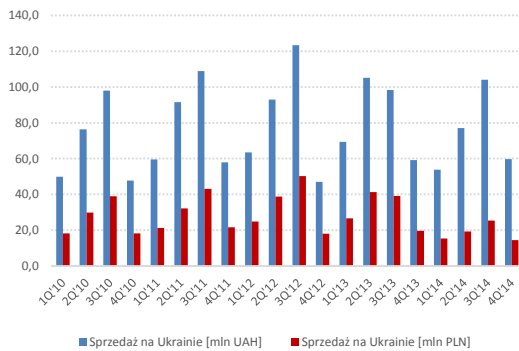
Źródło: BDM S.A., spółka

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



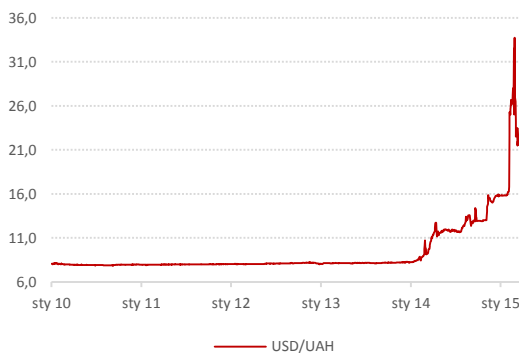
Źródło: BDM S.A., spółka

Ukraina – porównanie sprzedaży w mln UAH i mln PLN



Źródło: BDM S.A., spółka

USD/UAH



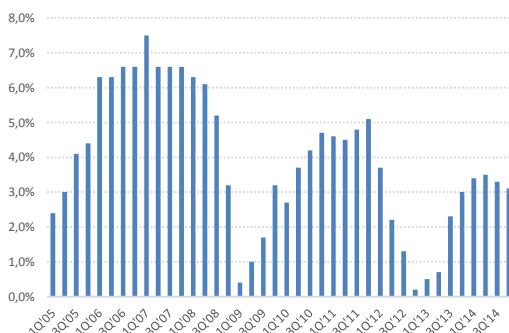
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

USD/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PKB w Polsce r/r



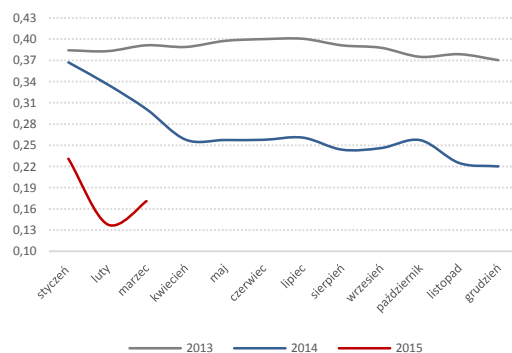
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kontrybucja Ukrainy do przychodów Śnieżki



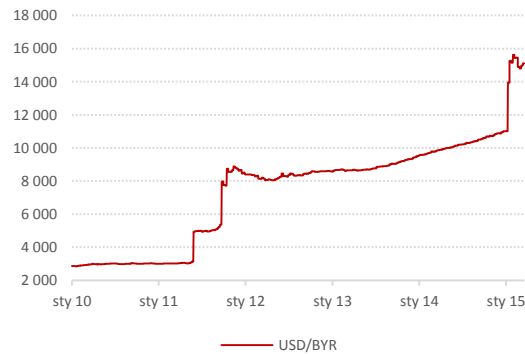
Źródło: BDM S.A., spółka

UAH/PLN



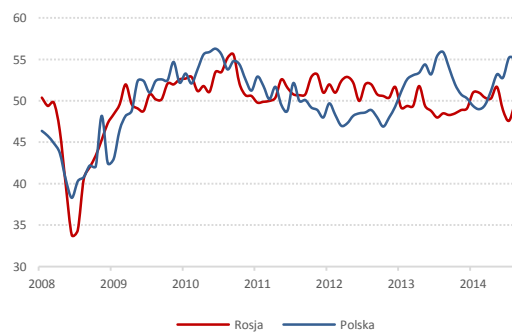
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

USD/BYR



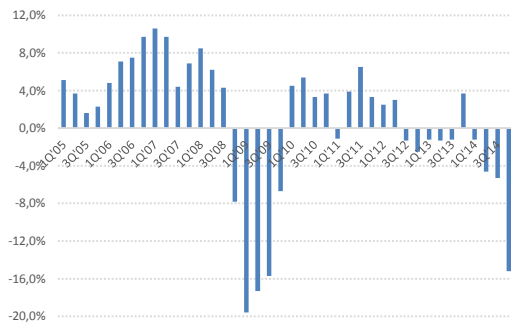
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, BYR=rubel białoruski

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

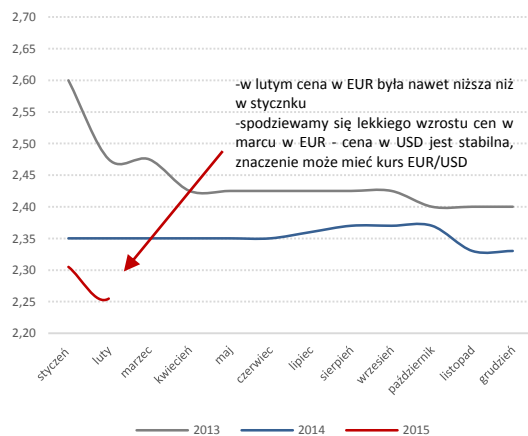
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 70% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo 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%

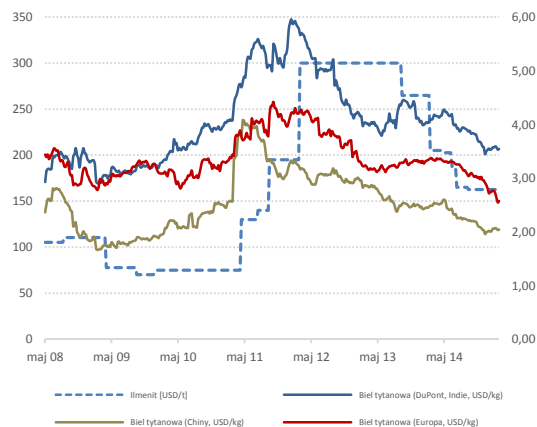
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



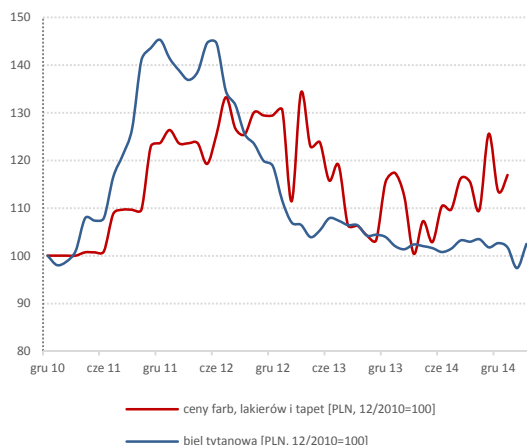
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE

Ceny bieli na różnych rynkach vs ceny ilmenitu [USD]



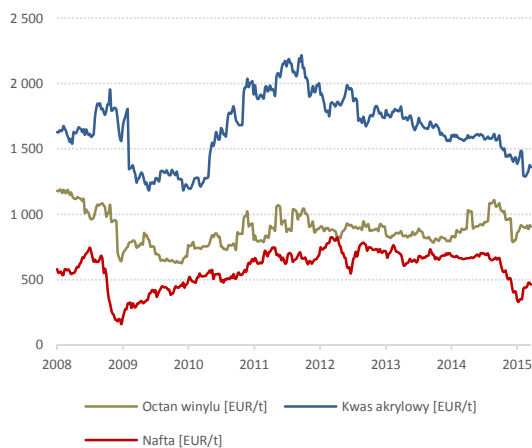
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Titanium Ore Ilmenite bulk conc min 54% TiO2 Australia \$/tonne fob – surowiec bazowy do bieli tytanowej

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



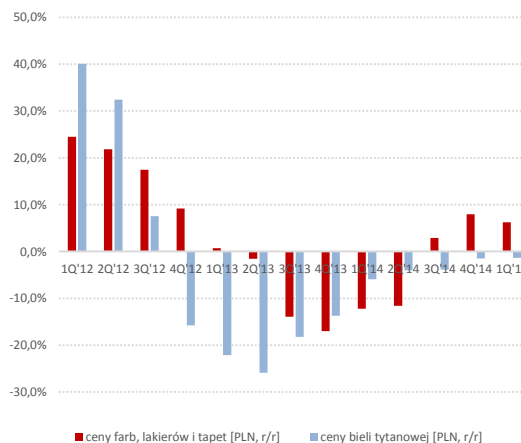
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, Azoty Tarnów, Bloomberg

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



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

Ceny bieli wyrażone w EUR utrzymują się na pułapie ok 2,3 EUR/kg od 2Q'13, mimo że producenci na przestrzeni ostatniego 1,5 roku próbowali forsować na rynek podwyżki cen (m.in. DuPont) oraz zapowiadają pewne redukcję mocy (Huntsman). Stabilizacji cen sprzyjają ceny ilmenitu. Lekka presja na ceny bieli może powodować obecny kurs EUR/USD. Ceny benchmarków w USD są stabilne, ale po przeliczeniu na EUR możliwy jest wzrost ceny, chociaż np. w marcu ceny w Europie nawet spadły m/m.

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 2014 roku marża brutto spółki spadła jednak nieznacznie, z 37,1% na 37,0% (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 część 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/spadki 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 2015-2024

Wynik za 2014 rok był lepszy niż spodziewaliśmy się głównie na marży brutto ze sprzedaży. Obecnie nie widać większej presji, aby poziom ten miał się obniżyć r/r – ceny bieli przeliczone na PLN pozostają nadal stabilne (mimo presji na kurs USD), ceny surowców ropopochodnych spadły, na bazie indeksu cen kwotowanego przez PSB nie widać większej presji na ceny hurtowe (zwracamy uwagę, że rynek farb w Polsce jest podzielony pomiędzy czterech dużych graczy a skala importu jest ograniczona). Poziom EUR/PLN także nie podlega większym wahaniom (spółka importuje większość surowców – umocnienie EUR byłoby niekorzystne dla spółki). Z sygnałów dochodzących z rynku zwracamy uwagę na plan ograniczenia mocy produkcyjnych w bieli tytanowej w Europie przez Huntsmana o 100 tys ton. Biorąc jednak pod uwagę globalne moce nie jest to znaczący wolumen. Światowy rynek szacuje się obecnie na ok. 6,5 mln ton, z czego kraje EMEA odpowiadają za 17% (dane za *Global Titanium Dioxide Market, Technavio Insights*). Zwracamy też uwagę, że udział bieli w kosztach spada (obecnie jest to kilkanaście % kosztów surowcowych) wraz ze wzrostem sprzedaży farb kolorowych.

Na saldo finansowe tradycyjnie wpływ mają różnice kursowe. Spółka posiada kilkanaście mln USD (ok 12-15 mln) kredytu walutowego – jego celem było zabezpieczenie ryzyka kursowego kapitału własnego spółki zależnej na Ukrainie (w „dobrych” czasach kurs UAH był powiązany z USD). Obecnie jego dalsze utrzymywanie w takiej wysokości traci sens. Przy dużych wahaniami (jak w 4Q'14 i 1Q'15) pojawiają się także różnice z wahań UAH/PLN oraz BYR/PLN, przy czym spółka stara się ograniczać ryzyko przez utrzymywanie niskiego stanu kapitału obrotowego na tych rynkach (przy blisko 40% osłabienie UAH wobec PLN w 2014 różnice wyniosły „jedynie” -2,9 mln PLN).

Sezonowo kluczowy jest okres 2-3Q (przy czym przy porównywalnej sprzedaży, lepszy wynik generowany jest w 3Q ze względu na niższe koszty sprzedaży – m.in. kampanie reklamowe). Początek 2014 roku był mocny ze względu na krótką zimę. Biorąc także pod uwagę zawirowania walutowe na Ukrainie i Białorusi oraz osłabienie USD/PLN, powtórzenie wyników r/r w 1Q'15 będzie trudnym wyzwaniem. Generalnie po całym 2015 roku nie spodziewamy się rewelacji. Przychodowo obawiamy się, że nawet dobry rynek polski nie będzie w stanie rekompensować spadku na wschodzie. Przyjmujemy porównywalne przychody w UAH na Ukrainie, ale po przeliczeniu na PLN prognozujemy dalszy 39% spadek r/r (zakładamy kurs UAH/PLN na poziomie 0,16).

Na poziomie EBITDA wynik w 2015 roku szacujemy na poziomie zbliżonym do 2014 roku (wzrost względem naszej poprzedniej prognozy wynika z ograniczenia przyrostu kosztów SG&A, głównie sprzedaży - biorąc pod uwagę obecną sytuację na Ukrainie nie spodziewamy się wzrostu np. działań marketingowych na tym rynku). Zysk netto w 2015 szacujemy na 40,1 mln PLN, przy czym ujmujemy 8 mln PLN różnic kursowych (w tym 5-6 mln PLN z USD/PLN w 1Q'15).

W kolejnych latach zakładamy konserwatywne przyrosty sprzedaży na poziomie CAGR'24/15=2,5%. Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych (wykorzystanie mocy w Polsce w 2014 roku wynosi ok. 75% a na Ukrainie spadło do 30-40%). Docelowo w modelu zakładamy, że marża EBITDA będzie kształtować się na poziomie nieco poniżej 14,0%. 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).

Skorygowane prognozy wyników na lata 2015-2016 rok [mln PLN]

	2014	2014		2015P	2015P		2016P	2016P	
	prognoza*	wykonanie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	545,8	546,0	0,0%	559,7	542,7	-3,0%	582,4	561,6	-3,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	196,1	202,3	3,1%	202,1	201,0	-0,5%	210,7	208,4	-1,1%
EBITDA	68,2	75,6	10,8%	70,8	75,1	6,1%	74,4	78,0	4,9%
EBIT	49,7	57,5	15,7%	52,1	57,1	9,7%	55,2	59,9	8,4%
Zysk (strata) netto	35,0	39,9	14,0%	41,9	40,1	-4,3%	44,9	49,3	9,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,9%	37,0%		36,1%	37,0%		36,2%	37,1%	
Marża EBITDA	12,5%	13,8%		12,6%	13,8%		12,8%	13,9%	
Marża EBIT	9,1%	10,5%		9,3%	10,5%		9,5%	10,7%	
Marża zysku netto	6,4%	7,3%		7,5%	7,4%		7,7%	8,8%	

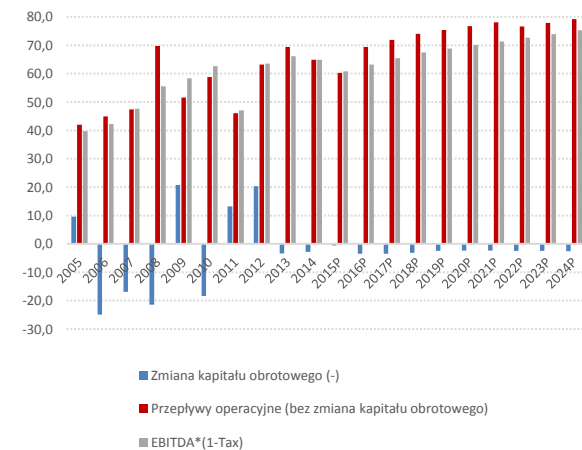
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 7.11.2014

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	111,6	171,8	171,5	93,2	105,8	175,4	169,9	91,4	576,5	573,9	546,0	542,7	561,6	580,7	598,0	611,7	624,6
Polska	79,9	129,6	120,8	65,6	80,7	141,2	129,2	69,6	369,2	367,5	395,8	420,7	436,4	449,5	460,8	470,0	479,4
Ukraina	15,3	19,4	25,5	14,5	9,5	11,6	15,6	9,0	132,0	126,8	74,8	45,6	45,6	47,9	50,3	52,0	53,3
Białoruś	10,9	13,7	14,3	8,5	10,4	13,3	14,0	8,4	42,5	49,0	47,5	46,1	48,4	50,8	53,4	55,2	56,6
Rosja	1,7	4,0	4,4	2,1	1,5	4,0	4,4	2,1	15,6	15,6	12,2	12,0	12,3	12,8	13,2	13,4	13,7
pozostałe	3,8	5,1	6,5	2,4	3,8	5,4	6,7	2,5	17,2	15,0	15,8	18,3	18,9	19,6	20,4	21,0	21,6
Zmiana r/r																	
Przychody	2,1%	-10,3%	-5,0%	-0,5%	-5,1%	2,1%	-0,9%	-1,9%	4,7%	-0,5%	-4,9%	-0,6%	3,5%	3,4%	3,0%	2,3%	2,1%
Polska	19,2%	3,2%	5,8%	8,0%	1,0%	9,0%	7,0%	6,0%	1,2%	-0,5%	7,7%	6,3%	3,8%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%
Ukraina	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-25,9%	-38,3%	-40,3%	-38,8%	-38,4%	11,4%	-4,0%	-41,0%	-39,0%	0,0%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Białoruś	-2,8%	-7,0%	-1,9%	1,2%	-5,0%	-3,0%	-2,0%	-2,0%	4,0%	15,3%	-3,1%	-3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Rosja	-19,7%	-19,4%	-35,8%	22,2%	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	49,3%	0,4%	-22,1%	-1,4%	2,5%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	68,8%	5,1%	13,8%	-23,6%	1,5%	4,8%	2,0%	4,0%	6,9%	-13,0%	5,5%	16,0%	3,2%	4,0%	3,8%	3,0%	2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	36,9	65,8	62,3	37,3	37,0	66,7	62,0	35,3	196,8	213,2	202,3	201,0	208,4	215,4	221,5	226,0	230,6
marża	33,1%	38,3%	36,3%	40,0%	35,0%	38,0%	36,5%	38,6%	34,1%	37,1%	37,0%	37,0%	37,1%	37,1%	37,0%	37,0%	36,9%
SG&A	29,0	45,6	35,8	30,3	29,0	47,8	37,7	27,7	137,7	151,5	140,8	142,2	146,9	151,6	155,8	159,0	162,4
Zysk na sprzedaży	7,9	20,2	26,4	7,0	8,0	18,9	24,3	7,5	59,1	61,7	61,5	58,8	61,5	63,8	65,8	67,0	68,2
EBITDA	12,6	21,5	29,0	12,5	12,1	23,0	28,4	11,6	72,9	78,0	75,6	75,1	78,0	80,9	83,3	85,0	86,5
marża	11,3%	12,5%	16,9%	13,4%	11,5%	13,1%	16,7%	12,7%	12,6%	13,6%	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
EBIT	8,1	16,9	24,4	8,1	7,6	18,5	23,9	7,1	56,4	58,8	57,5	57,1	59,9	62,1	64,0	65,2	66,3
Zysk brutto	6,5	15,9	20,6	3,6	-1,2	17,9	23,3	6,7	54,3	55,0	46,7	46,8	58,0	60,3	62,4	63,9	65,5
Zysk netto	5,6	13,5	17,2	3,6	-1,0	15,2	19,9	5,9	45,5	45,1	39,9	40,1	49,3	51,1	52,9	54,2	55,5

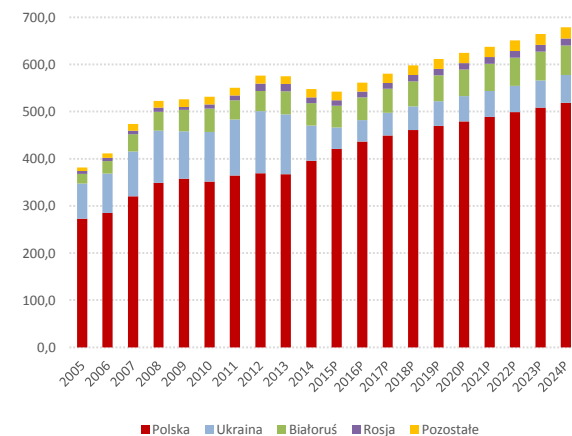
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przepływy operacyjne [mln PLN]



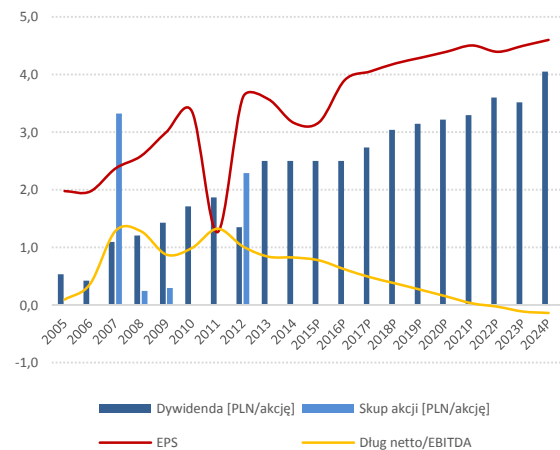
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



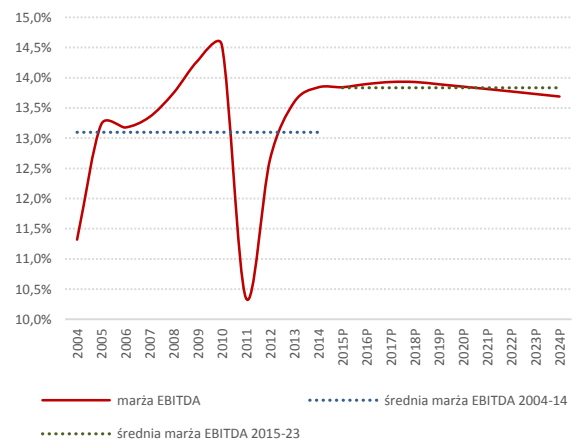
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	186,9	174,5	178,4	182,9	187,0	190,8	194,2	197,3	200,2	202,9	205,3	207,5
Wartości niematerialne i prawne	1,8	1,6	2,0	2,3	2,6	2,9	3,2	3,5	3,7	4,0	4,2	4,4
Rzeczowe aktywa trwałe	164,3	152,4	156,0	160,2	163,9	167,3	170,5	173,4	176,0	178,4	180,6	182,6
Pozostałe aktywa trwałe	20,8	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Aktywa obrotowe	169,8	156,8	153,1	160,0	166,3	174,7	177,1	180,1	183,7	182,4	189,8	192,1
Zapasy	72,4	66,6	67,3	69,7	72,0	74,2	75,9	77,5	79,1	80,8	82,5	84,2
Należności krótkoterminowe	72,5	76,1	75,6	78,3	80,9	83,3	85,2	87,0	88,9	90,7	92,7	94,6
Inwestycje krótkoterminowe	24,9	14,1	10,2	12,0	13,3	17,2	16,0	15,5	15,7	10,9	14,6	13,2
- w tym środki pieniężne	24,3	13,4	9,5	11,4	12,7	16,5	15,3	14,9	15,1	10,2	14,0	12,6
Aktywa razem	357,6	332,0	332,3	343,7	354,0	366,2	372,0	378,1	384,7	386,0	395,8	400,3
Kapitał (fundusz) własny	208,1	201,5	210,1	227,8	244,4	259,0	273,5	288,3	303,6	313,5	326,0	332,9
Kapitał (fundusz) podstawowy	12,6	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	126,4	123,9	92,4	100,9	115,7	128,5	141,7	155,2	169,1	180,5	191,6	197,2
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	40,1	49,3	51,1	52,9	54,2	55,5	56,8	55,5	56,8	58,1
Pozostałe pozycje kapitału własnego	69,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0
Kapitał mniejszości	9,1	4,9	5,0	5,2	5,3	5,5	5,8	6,0	6,3	6,5	6,8	7,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	140,4	125,6	117,2	110,7	104,2	101,6	92,7	83,8	74,9	65,9	63,1	60,4
Zobowiązania oprocentowane	89,9	76,0	67,9	59,8	51,8	47,8	37,8	27,8	17,8	7,8	3,8	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	50,5	49,6	49,3	50,9	52,4	53,8	54,9	56,0	57,0	58,1	59,2	60,4
Pasywa razem	357,6	332,0	332,3	343,7	354,0	366,2	372,0	378,1	384,7	386,0	395,8	400,3

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	573,9	546,0	542,7	561,6	580,7	598,0	611,7	624,6	637,8	651,2	664,9	679,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	360,7	343,8	341,6	353,2	365,3	376,4	385,6	394,0	402,5	411,1	419,9	428,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	213,2	202,3	201,0	208,4	215,4	221,5	226,0	230,6	235,3	240,1	245,1	250,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	151,5	140,8	142,2	146,9	151,6	155,8	159,0	162,4	165,8	169,3	172,9	176,5
Zysk (strata) na sprzedaży	61,7	61,5	58,8	61,5	63,8	65,8	67,0	68,2	69,4	70,8	72,2	73,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,8	-4,0	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
EBITDA	78,0	75,6	75,1	78,0	80,9	83,3	85,0	86,5	88,1	89,7	91,3	92,9
EBIT	58,8	57,5	57,1	59,9	62,1	64,0	65,2	66,3	67,5	68,8	70,2	71,6
Saldo działalności finansowej	-4,2	-11,0	-10,7	-2,1	-2,1	-1,8	-1,6	-1,2	-0,8	-0,4	-0,1	0,1
Zysk (strata) brutto	55,0	46,7	46,8	58,0	60,3	62,4	63,9	65,5	67,1	68,8	70,4	72,0
Zysk (strata) netto mniejszości	1,5	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Zysk (strata) netto*	45,1	39,9	40,1	49,3	51,1	52,9	54,2	55,5	56,8	55,5	56,8	58,1

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	66,0	62,1	59,8	66,0	68,5	70,8	73,0	74,4	75,7	74,2	75,4	76,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-22,5	-17,9	-21,5	-22,3	-22,5	-22,6	-22,8	-22,9	-23,0	-23,0	-23,1	-23,1
Przepływy z działalności finansowej	-35,9	-54,6	-42,1	-41,8	-44,7	-44,4	-51,4	-51,9	-52,5	-56,0	-48,6	-55,0
Przepływy pieniężne netto	7,6	-10,4	-3,9	1,9	1,3	3,9	-1,2	-0,4	0,2	-4,9	3,8	-1,4
Środki pieniężne na początek okresu	17,5	24,3	13,4	9,5	11,4	12,7	16,5	15,3	14,9	15,1	10,2	14,0
Środki pieniężne na koniec okresu	24,3	13,4	9,5	11,4	12,7	16,5	15,3	14,9	15,1	10,2	14,0	12,6

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-4,9%	-0,6%	3,5%	3,4%	3,0%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBITDA zmiana r/r	-3,1%	-0,6%	3,9%	3,6%	3,0%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-2,3%	-0,6%	4,8%	3,7%	3,0%	1,9%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
Zysk netto zmiana r/r	-11,5%	0,4%	22,9%	3,8%	3,5%	2,4%	2,4%	2,5%	-2,4%	2,4%	2,3%
Marża brutto na sprzedaży	37,0%	37,0%	37,1%	37,1%	37,0%	37,0%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,8%
Marża EBITDA	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,8%	13,8%	13,7%	13,7%
Marża EBIT	10,5%	10,5%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%
Marża brutto	8,5%	8,6%	10,3%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%
Marża netto	7,3%	7,4%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,5%	8,5%	8,6%
COGS / przychody	63,0%	63,0%	62,9%	62,9%	63,0%	63,0%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,2%
SG&A / przychody	25,8%	26,2%	26,2%	26,1%	26,1%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
SG&A / COGS	40,9%	41,6%	41,6%	41,5%	41,4%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%
ROE	19,5%	19,5%	22,5%	21,7%	21,0%	20,3%	19,7%	19,2%	18,0%	17,8%	17,6%
ROA	12,0%	12,1%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,8%	14,4%	14,3%	14,5%
Dług	76,0	67,9	59,8	51,8	47,8	37,8	27,8	17,8	7,8	3,8	0,0
D / (D+E)	22,9%	20,4%	17,4%	14,6%	13,1%	10,2%	7,4%	4,6%	2,0%	1,0%	0,0%
D / E	27,9%	24,2%	20,2%	16,4%	14,1%	10,7%	7,5%	4,7%	2,0%	1,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-19,2%	-18,7%	-3,6%	-3,4%	-2,9%	-2,4%	-1,8%	-1,1%	-0,6%	-0,2%	0,1%
Dług / kapitał własny	36,8%	31,6%	25,7%	20,7%	18,1%	13,5%	9,5%	5,8%	2,4%	1,1%	0,0%
Dług netto	62,5	58,3	48,4	39,2	31,3	22,5	12,9	2,7	-2,4	-10,1	-12,6
Dług netto / kapitał własny	31,0%	27,8%	21,3%	16,0%	12,1%	8,2%	4,5%	0,9%	-0,8%	-3,1%	-3,8%
Dług netto / EBITDA	0,8	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Dług netto / EBIT	1,1	1,0	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2
EV	619,0	614,8	604,9	595,6	587,7	579,0	569,4	559,2	554,1	546,3	543,8
Dług / EV	12,3%	11,0%	9,9%	8,7%	8,1%	6,5%	4,9%	3,2%	1,4%	0,7%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,3%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%
CAPEX / Amortyzacja	101,0%	122,0%	124,8%	121,7%	119,4%	117,3%	115,5%	114,1%	112,6%	111,4%	110,3%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,3%	0,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,3%	-14,6%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E*	13,9	13,9	11,3	10,9	10,5	10,3	10,0	9,8	10,0	9,8	9,6
P/BV*	2,7	2,6	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6
P/CE*	9,6	9,6	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,2	7,3	7,1	7,0
EV/EBITDA*	8,2	8,2	7,8	7,4	7,1	6,8	6,6	6,3	6,2	6,0	5,9
EV/EBIT*	10,8	10,8	10,1	9,6	9,2	8,9	8,6	8,3	8,1	7,8	7,6
EV/S*	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
BVPS	16,4	17,0	18,5	19,8	21,0	22,1	23,3	24,6	25,4	26,4	26,9
EPS	3,2	3,2	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,4	4,5	4,6
CEPS	4,6	4,6	5,3	5,5	5,7	5,9	6,0	6,1	6,0	6,2	6,3
FCFPS	3,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,0	4,1	4,2	4,4	0,0	0,0
DPS	2,50	2,50	2,50	2,73	3,04	3,15	3,22	3,30	3,60	3,52	4,05
Payout ratio	70%	79%	79%	70%	75%	75%	75%	75%	80%	80%	90%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 44,1 PLN

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 stała

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

Krzysztof 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

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015	44,1	53 816
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 1Q'15:

Kupuj	4	44%
Akumuluj	3	33%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	2	22%
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 docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

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

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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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 uwzględnić, że struktura portfelową 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 19.03.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.03.2015 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 rekomendację 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 niniejszym 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 19.03.2015 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 subemisję 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.