



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

Dywidendy za 2014 rok okazała się ostatecznie wyższa (3,1 PLN/akcję) niż pierwotna propozycja zarządu (2,5 PLN - taki poziom wypłacono za 2012 i 2013 rok). Mniej więcej jest to kwota bliska wolnej gotówce wygenerowanej przez spółkę za ubiegły rok (trudny ze względu na kryzys ukraiński). Dług netto/EBITDA po 1Q'15 wynosił 0,9x. W przypadku braku akwizycji i przy 20-25% wyższym od amortyzacji CAPEX-ie spółka jest w stanie naszym zdaniem w najbliższych latach wypłacać podobną dywidendę. Div yield na poziomie 5-6% wygląda nadal atrakcyjnie w obecnym środowisku niskich stóp procentowych. Jednocześnie zwracamy uwagę, że europejscy i amerykańscy producenci farb wyceniani są obecnie na 17-19x na P/E'15 (Śnieżka'15: 13x). Spodziewamy się dobrej dynamiki EBITDA w 2Q'15, co powinno wyróżniać spółkę na tle innych produktów materiałów budowlanych. Podwyższamy cenę docelową z 48,8 PLN do 51,1 PLN i podtrzymujemy zalecenie Akumuluj.

Wyniki Śnieżki za ostatnie kwartały pokazały, że spółka sobie dobrze radzi na tle branży materiałów budowlanych mimo kryzysu na jej głównych rynkach eksportowych (Ukraina, Białoruś, Rosja - udział w przychodach w całym 2014 wyniósł 25%). Budującą zwłaszcza wygląda sprzedaż na rynku polskim (sześć ostatnich kwartałów z rzędu ze wzrostem sprzedaży r/r). W 1Q'15 EBITDA wyniosła 15,3 mln PLN vs 12,6 mln PLN rok wcześniej. Wynik netto (3,0 mln PLN vs 5,6 mln PLN) został obciążony przez różnice kursowe głównie z USD/PLN (kredyt dolarowy został spłacony w 1Q'15). W 2Q'15 spodziewamy się przyrostu EBITDA r/r z 21,5 mln PLN do 27,0 mln PLN a zysku netto z 13,5 mln PLN na 18,3 mln PLN. Dane publikowane przez PSB pokazują pewną presję na ceny farb w ostatnich miesiącach - zwracamy jednak uwagę, że na poziomie marży brutto ze sprzedaży rekompensowane jest to przez niższe r/r ceny surowców (biel, ropopochodne). Zakładamy, że wynik netto w całym 2015 roku sięgnie około 45 mln PLN (vs 41 mln PLN w 2014), przy czym w kosztach finansowych uwzględniamy 6 mln PLN różnic kursowych. Implikuje to P/E'15=13x.

Śnieżka sygnalizuje możliwość zwiększenia aktywności w kierunku południowym (Węgry, Rumunia, Słowacja) a także w Skandynawii i w Europie Zachodniej. Bylibyśmy jednak bardzo pozytywnie zaskoczeni, gdyby spółce udało się tam ulokować znaczącą sprzedaż ze względu na dość hermetyczne rynki (plus koszty transportu, które stanowią znaczącą barierę konkurencyjną w przypadku farb z półki cenowej Śnieżki). Kilka lat temu spółka planowała większą ekspansję (łącznie z budową fabryki) w Rumunii, jednak odłożono to na później. Zarząd nie wyklucza akwizycji (kraje na południe od Polski), przy czym spółka ma w tym zakresie konserwatywne podejście (konieczne efekty synergii plus kwestia ceny).

Śnieżka 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 dyskonto we wskaźnikach sięga średnio kilkunastu procent, natomiast do amerykańskich odpowiedników spółka handlowana jest 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 poziomie ponad 10x EBITDA'15.

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	573,9	546,0	549,5	568,4	587,7	605,3
EBITDA [mln PLN]	78,0	76,4	80,0	80,8	83,7	85,7
EBIT [mln PLN]	58,8	58,5	61,9	62,7	65,4	67,3
Zysk netto [mln PLN]	45,1	41,0	45,2	51,2	53,4	55,1
P/BV	2,7	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3
P/E	13,0	14,2	12,9	11,4	10,9	10,6
EV/EBITDA	8,3	8,5	8,2	8,0	7,7	7,4
EV/EBIT	11,1	11,1	10,6	10,3	9,8	9,4

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 51,1 PLN

13 SIERPIEŃ 2015

Wycena DCF [PLN]	50,2
Wycena porównawcza [PLN]	53,0
Wycena końcowa [PLN]	51,1
Potencjał do wzrostu / spadku	10,2%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	46,3
Kapitalizacja [mln PLN]	584,7
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	47,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	37,5

Stopa zwrotu za 3 mc	-1,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	23,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	28,6%

Struktura akcjonariatu:	
Pater Jerzy	20,1%
Cymbor Stanisław	20,1%
Mikrut Rafał	9,9%
Mikrut Piotr	9,9%
Amplico OFE	9,9%
Aviva OFE	6,2%
Pozostali	23,7%

Stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

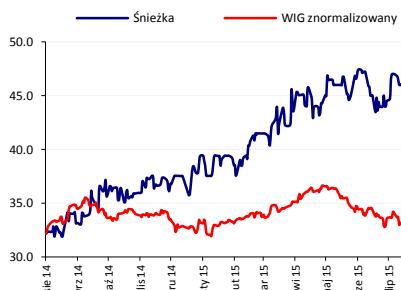
Krzysztof Pado

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
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'15	8
GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI	10
DANE FINANSOWE	15

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 53,0 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 50,2 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 51,1 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	50,2
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	53,0
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	33,3
- wycena do europejskich producentów farb	33%	56,2
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	69,6
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		51,1

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 stopy wolnej od ryzyka na poziomie 4%, premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2015 roku zakładamy 1% wzrost przychodów do 549 mln PLN (7% wzrost na rynku polskim, 28% spadek w PLN na Ukrainie). 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 0,18 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 obniżyć się ceny surowców ropopochodnych). Spółka zakupuje surowce przede wszystkim w EUR. Indeks składów budowlanych PSB wskazuje w ostatnich miesiącach na spadki cen farb w ślad za niższymi kosztami koszyka surowców wyrażonego w PLN.
- Łączny CAPEX spółki w 2015 roku zakładamy na poziomie około 21-22 mln PLN. Fabryki 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 FCFW w okresie rezydującym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 13 sierpnia 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 633,8 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 50,2 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	549,5	568,4	587,7	605,3	619,2	632,2	645,6	659,2	673,1	687,4
EBIT [mln PLN]	61,9	62,7	65,4	67,3	68,4	69,6	71,4	73,1	75,0	76,8
Stopa podatkowa*	14,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,1%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	9,0	9,4	9,8	10,1	10,3	10,5	10,7	13,9	14,2	14,6
NOPLAT [mln PLN]	52,9	53,3	55,6	57,2	58,1	59,2	60,6	59,2	60,7	62,2
Amortyzacja [mln PLN]	18,1	18,1	18,2	18,4	18,8	19,2	19,5	19,8	20,0	20,3
CAPEX [mln PLN]	-21,4	-22,7	-22,9	-23,1	-23,1	-23,1	-23,0	-23,2	-23,3	-23,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-9,7	-3,9	-4,0	-3,6	-2,9	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9
FCF [mln PLN]	39,9	44,8	47,0	48,9	51,0	52,6	54,3	53,0	54,6	56,2
DCCF [mln PLN]	38,8	40,2	39,0	37,5	36,0	34,2	32,5	29,2	27,6	26,1
Suma DCCF [mln PLN]	340,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	864,1		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	400,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	741,6									
Dług netto 2014 [mln PLN]	62,5									
Dywidenda [mln PLN]	39,1									
Ujemne różnice kursowe [mln PLN]**	-6,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	633,8									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	50,2									
Przychody zmiana r/r	0,6%	3,4%	3,4%	3,0%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	5,8%	1,2%	4,4%	2,9%	1,6%	1,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
FCF zmiana r/r*	-21,8%	12,2%	4,9%	4,1%	4,1%	3,2%	3,2%	-2,3%	3,0%	3,0%
Marża EBITDA	14,6%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%	14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Marża EBIT	11,3%	11,0%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,2%
Marża NOPLAT	9,6%	9,4%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,0%	9,0%	9,1%
CAPEX / Przychody	3,9%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	118,2%	125,3%	125,3%	125,1%	122,6%	120,3%	118,3%	117,3%	116,3%	115,3%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	275,8%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%

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 (zrealizowane różnice na kredycie dolarowym) 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	77,6%	80,0%	82,3%	83,9%	86,9%	89,7%	92,4%	95,0%	97,6%	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	22,4%	20,0%	17,7%	16,1%	13,1%	10,3%	7,6%	5,0%	2,4%	0,0%
WACC	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	42,6	45,2	48,5	52,6	58,0	65,4	76,0	92,7	122,8
	0,8	40,2	42,5	45,4	48,9	53,4	59,5	68,0	80,7	101,9
	0,9	38,1	40,1	42,6	45,6	49,5	54,5	61,4	71,3	86,9
	1,0	36,1	37,9	40,0	42,7	46,0	50,2	55,9	63,8	75,7
	1,1	34,3	35,9	37,8	40,1	42,9	46,5	51,2	57,7	66,9
	1,2	32,6	34,0	35,7	37,7	40,2	43,3	47,2	52,5	59,9
	1,3	31,1	32,3	33,8	35,6	37,8	40,4	43,8	48,2	54,2

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%	45,2	48,2	52,0	56,9	63,4	72,4	86,1	108,8	154,2
	4%	40,2	42,5	45,4	48,9	53,4	59,5	68,0	80,7	101,9
	5%	36,1	37,9	40,0	42,7	46,0	50,2	55,9	63,8	75,7
	6%	32,6	34,0	35,7	37,7	40,2	43,3	47,2	52,5	59,9
	7%	29,6	30,8	32,1	33,7	35,6	37,9	40,7	44,5	49,4
	8%	27,1	28,0	29,0	30,3	31,8	33,5	35,7	38,4	41,9
	9%	24,8	25,6	26,4	27,4	28,6	30,0	31,6	33,6	36,2

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%	89,5	83,0	77,4	72,4	68,0	64,1	60,6	57,4	54,5
	4%	75,7	69,5	64,1	59,5	55,4	51,9	48,7	45,8	43,3
	5%	65,4	59,5	54,5	50,2	46,5	43,3	40,4	37,9	35,6
	6%	57,4	51,9	47,2	43,3	39,9	36,9	34,3	32,0	30,0
	7%	51,0	45,8	41,5	37,9	34,7	32,0	29,7	27,6	25,7
	8%	45,8	41,0	36,9	33,5	30,6	28,1	26,0	24,0	22,3
	9%	41,5	36,9	33,1	30,0	27,3	25,0	23,0	21,2	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).

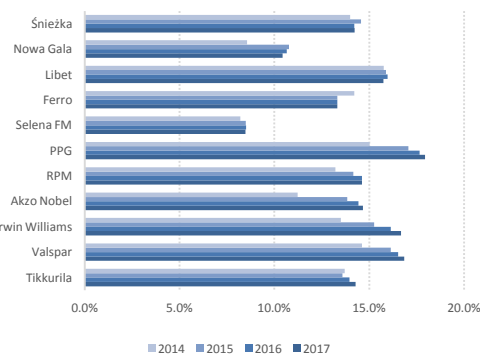
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 637,8 mln PLN, czyli 50,5 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		53,0
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	33,3
- wycena do europejskich producentów farb	33%	56,2
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	69,6

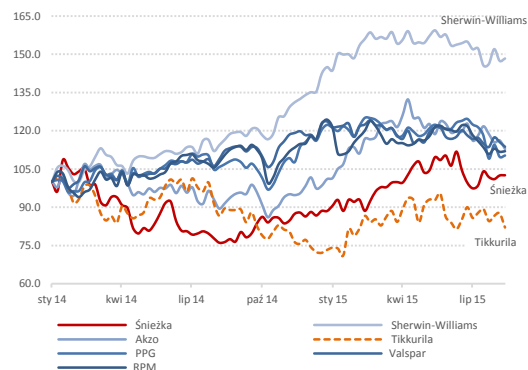
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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	26,9	17,8	18,0	6,0	5,5	5,3
Libet	11,5	8,6	7,4	5,0	4,4	4,1
Ferro	9,7	9,0	8,8	8,4	8,1	7,9
Selena FM	9,0	9,0	8,6	6,6	6,1	5,1
Mediana	9,7	9,0	8,7	6,3	5,8	5,2
Śnieżka	12,9	11,4	10,9	8,2	8,0	7,7
Premia/dyskonto dla Śnieżki	33,8%	26,9%	25,9%	30,0%	39,1%	47,1%
Wycena wg wskaźnika	34,6	36,5	36,8	34,4	31,9	30,1
Waga roku	26,9	17,8	18,0	6,0	5,5	5,3
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		36,0			32,1	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	33,3					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Akzo Nobel	17,6	15,8	14,5	8,9	8,1	7,5
Tikkurila	17,3	16,7	15,3	10,4	9,8	9,1
Mediana	17,5	16,3	14,9	9,6	9,0	8,3
Śnieżka	12,9	11,4	10,9	8,2	8,0	7,7
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-26,0%	-29,9%	-26,7%	-15,3%	-10,5%	-7,6%
Wycena wg wskaźnika	62,6	66,0	63,1	55,7	52,3	50,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		63,9			52,8	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	56,2					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
PPG	20,3	18,3	17,1	13,2	12,2	11,6
RPM	17,6	16,4	15,8	11,0	9,7	9,4
Sherwin Williams	24,9	21,9	19,8	15,6	13,7	12,6
Valspar	17,8	16,1	14,6	11,7	10,7	10,1
Mediana	19,0	17,4	16,5	12,4	11,4	10,8
Śnieżka	12,9	11,4	10,9	8,2	8,0	7,7
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-32,1%	-34,4%	-33,6%	-34,3%	-29,9%	-29,3%
Wycena wg wskaźnika	68,2	70,6	69,7	73,3	68,2	67,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		69,5			69,6	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	69,6					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'15

Prognoza wyników na 2Q'2015

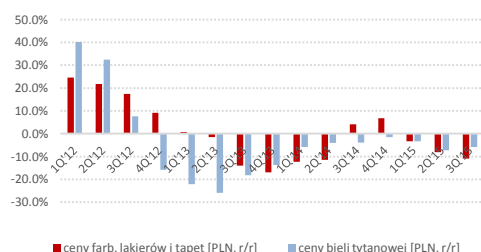
	2Q'14	2Q'15P	zmiana r/r	1H'14	1H'15P	zmiana r/r
Przychody	171,8	177,3	3,2%	283,3	289,4	2,1%
Wynik brutto na sprzedaży	65,8	71,8	9,1%	102,7	109,8	6,9%
EBITDA	21,5	27,0	25,7%	34,1	42,3	24,1%
EBIT	16,9	22,5	32,8%	25,0	33,3	33,3%
Zysk brutto	15,9	21,6	35,6%	22,4	25,8	15,1%
Zysk netto	13,5	18,3	35,5%	19,1	21,3	11,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,3%	40,5%		36,3%	37,9%	
Marża EBITDA	12,5%	15,2%		12,0%	14,6%	
Marża EBIT	9,9%	12,7%		8,8%	11,5%	
Marża zysku netto	7,9%	10,3%		6,7%	7,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Uważamy, że spółka powinna być pozytywnie zaprezentować się w bieżącym sezonie wyników. Zakładamy, że dobrze wyglądający rynek polski w kolejnym kwartale (dla przypomnienia 1Q'15 przyniósł 10% wzrost) zrekompensuje dalsze spadki na rynkach wschodnich (które są też w dużej mierze pochodną osłabienie walut na Ukrainie i Białorusi). Spodziewamy się także wyższej marży brutto ze sprzedaży r/r (spółka korzysta na m.in. niższych cenach surowców, dodatkowo w pierwszej części 2Q'15 sprzyjał kurs EUR/PLN, w którym są rozliczane zakupy), która mogła wg nas przekroczyć nawet 40%. Tym samym oczekujemy wyraźnej poprawy EBITDA r/r. Na wynik netto tym razem nie powinny mieć większego wpływu różnice kursowe (mocne obciążenie w 1Q'15). Zwracamy uwagę, że dynamiczne wzrosty sprzedaży w Polsce mogą za sobą ciągnąć zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (ekspozycja na rynkach wschodnich została już mocno ograniczona w tym zakresie w ostatnich kwartałach).

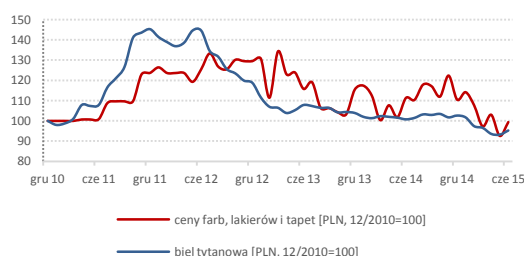
Dane z PSB o cenach farb za 1Q'15 i 2Q'15 pokazują pewną presję na ceny – trudno może być utrzymać rekordowe marże w dalszej części roku, jednak całoroczny wynik netto może być naszym zdaniem porównywalny do rekordowych lat 2012-13, mimo niższej skonsolidowanej sprzedaży (negatywny efekt Ukrainy).

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



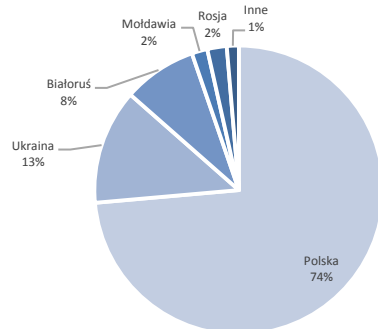
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Wyniki historyczne wg segmentów [mln PLN]

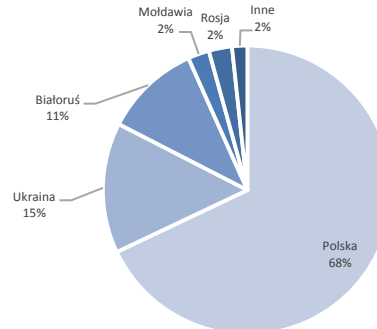
	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2013	2014
Przychody [mln PLN]	197,7	89,6	109,3	191,4	180,5	93,7	111,6	171,8	171,5	93,1	112,1	574,9	548,0
Polska	120,5	59,1	67,0	125,5	114,2	60,8	79,9	129,6	120,8	65,5	87,8	367,5	395,7
Ukraina	50,3	18,2	26,8	41,3	39,1	19,6	15,3	19,4	25,5	14,5	11,2	126,8	74,8
Białoruś	13,7	7,5	11,2	14,8	14,6	8,4	10,9	13,7	14,3	8,5	8,7	49,0	47,5
Mołdawia	5,6	1,8	0,8	2,4	4,7	1,2	1,8	2,8	4,3	1,2	1,3	9,0	10,1
Rosja	5,8	1,9	2,1	5,0	6,9	1,7	1,7	4,0	4,4	2,1	1,4	15,6	12,2
pozostałe	1,8	1,2	1,4	2,5	1,1	2,0	1,9	2,3	2,3	1,2	1,6	7,0	7,7
zmiana r/r	10,3%	-5,4%	1,8%	5,3%	-8,7%	4,5%	2,1%	-10,3%	-5,0%	-0,6%	0,5%	-0,3%	-4,7%
Polska	7,2%	-8,9%	-2,7%	3,9%	-5,2%	2,9%	19,2%	3,2%	5,8%	7,9%	10,0%	-0,5%	7,7%
Ukraina	16,7%	-16,3%	7,9%	6,5%	-22,2%	8,0%	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-25,9%	-26,7%	-4,0%	-41,0%
Białoruś	10,5%	95,0%	17,9%	25,6%	6,2%	12,7%	-2,8%	-7,0%	-1,9%	1,2%	-20,6%	15,3%	-3,1%
Mołdawia	66,1%	37,5%	-28,4%	-22,1%	-17,0%	-34,8%	129,0%	17,7%	-8,6%	6,2%	-27,6%	-22,2%	12,4%
Rosja	14,6%	34,0%	15,5%	-18,3%	19,0%	-11,1%	-19,7%	-19,4%	-35,8%	22,2%	-15,7%	0,4%	-22,1%
pozostałe	20,1%	-70,8%	15,1%	79,0%	-40,6%	65,0%	35,3%	-7,0%	112,3%	-41,1%	-15,0%	23,8%	10,2%
Ukraina [mln UAH]	123,4	47,0	69,4	105,1	98,3	59,2	53,9	77,1	104,1	59,7	75,0	332,0	294,8
zmiana r/r	13,4%	-19,0%	9,5%	13,0%	-20,3%	26,0%	-22,3%	-26,6%	5,9%	0,8%	39,1%	1,6%	-11,2%
Wynik na sprzedaży	29,7	-1,6	10,6	21,5	24,1	5,5	7,9	20,2	26,4	7,3	10,9	61,7	61,8
Polska	16,5	19,4	25,0	16,1	15,5	25,4	29,9	18,6	19,5	19,5	77,1	89,5	
Ukraina	7,9	15,6	13,6	4,3	5,2	6,3	5,7	4,4	3,6	41,3	21,6		
Białoruś	4,1	3,6	3,9	2,5	3,5	3,4	4,2	3,2	3,9	14,1	14,3		
Mołdawia	0,2	0,6	1,2	0,6	0,5	0,8	1,7	0,4	0,5	2,7	3,4		
Rosja	0,6	1,5	1,9	-0,1	0,5	1,0	1,4	0,6	0,5	3,8	3,5		
pozostałe	0,4	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	0,7	0,4	0,6	1,8	2,6		
koszty nieprzypisane			-19,1	-20,1	-21,9	-18,1	-18,1	-17,4	-17,2	-20,4	-17,7	-79,1	-73,1
rentowność	15,0%	-1,8%	9,7%	11,2%	13,4%	5,9%	7,1%	11,8%	15,4%	7,8%	9,7%	10,7%	11,3%
Polska	24,7%	15,5%	21,9%	26,5%	19,5%	19,6%	24,8%	28,3%	22,2%	21,0%	22,6%		
Ukraina	29,3%	37,7%	34,9%	21,7%	33,6%	32,5%	22,3%	30,6%	32,3%	32,6%	28,9%		
Białoruś	36,5%	24,7%	26,5%	29,8%	31,8%	25,1%	29,5%	37,5%	45,2%	28,8%	30,2%		
Mołdawia	28,3%	26,6%	25,3%	54,4%	29,8%	28,1%	38,9%	29,4%	35,9%	29,6%	33,1%		
Rosja	26,7%	29,4%	28,4%	-8,1%	28,1%	25,9%	31,1%	30,6%	36,5%	24,5%	28,9%		
pozostałe	28,6%	31,7%	36,6%	10,6%	42,9%	27,0%	33,1%	34,9%	34,7%	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

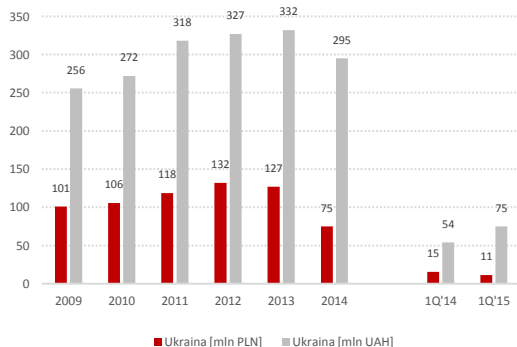
Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)



Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)

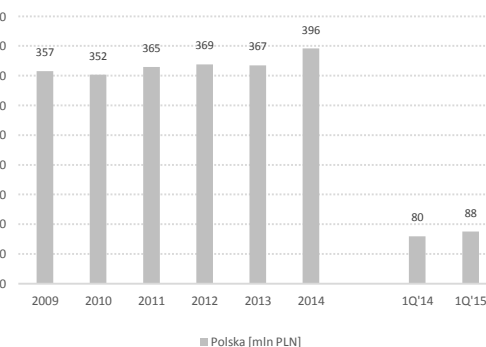


Źródło: BDM S.A., spółka
Ukraina - przychody



Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka
Polska - przychody



Źródło: BDM S.A., spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI

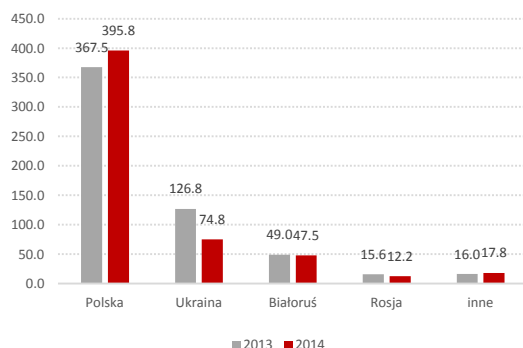
Koniunktura gospodarcza/kursy walut

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%). W 1Q'15 spadek wyniósł 24% w PLN.

Zawirowania w tamtejszych gospodarkach oraz dewaluacja wartości lokalnych walut (w 1Q'15 do UAH i RUB 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).

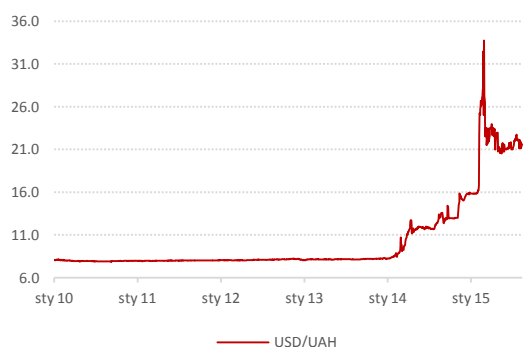
Zwracamy uwagę, że za spadek przychodów na Ukrainie o 41% w 2014 roku w mniej niż 1/3 odpowiada sam spadek w UAH (przy czym spadek wolumenu był głębszy ponieważ spółka podnosiła ceny) a za większość - osłabienie ukraińskiej waluty wobec PLN. W 1Q'15 w UAH sprzedaż wzrosła nawet o 39% r/r, ale przy przeliczeniu na PLN dało to 27% spadek r/r. Śnieżce 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 już przez cały 2013 rok), co przełożyło się na ograniczenie ryzyk płynnościowych na tamtejszym rynku. Pomniejszając zysk na segmencie Ukraina proporcjonalnie (w stosunku do przychodów) o koszty nieprzypisane działalność była powyżej break-even na poziomie EBIT w każdym kwartale 2014 roku oraz w 1Q'15.

Kontrybucja rynków do przychodów [mln PLN]



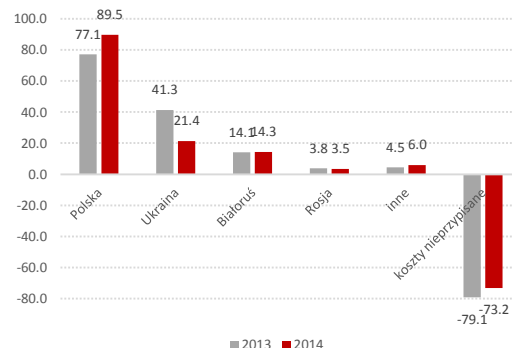
Źródło: BDM S.A., spółka

USD/UAH



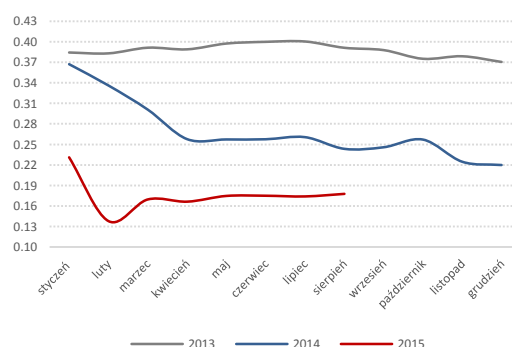
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kontrybucja rynków do zysku na sprzedaży [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

UAH/PLN

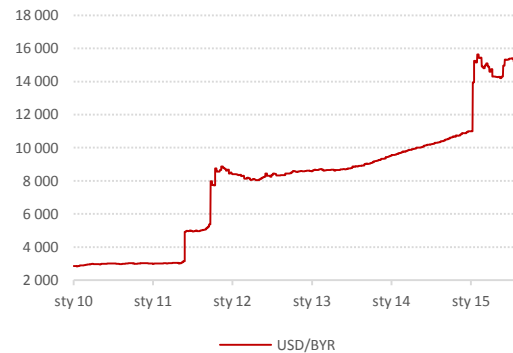


Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

USD/PLN

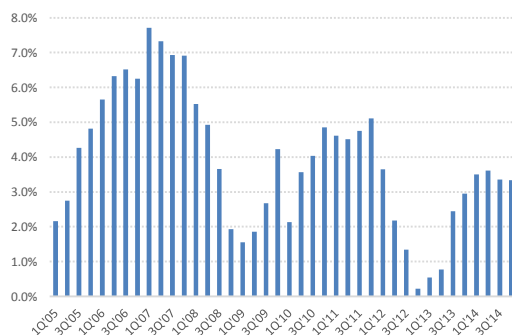


USD/BYR



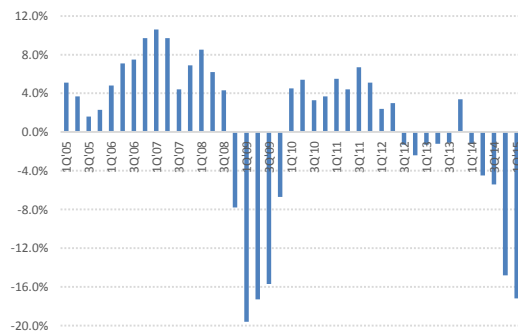
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PKB w Polsce r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

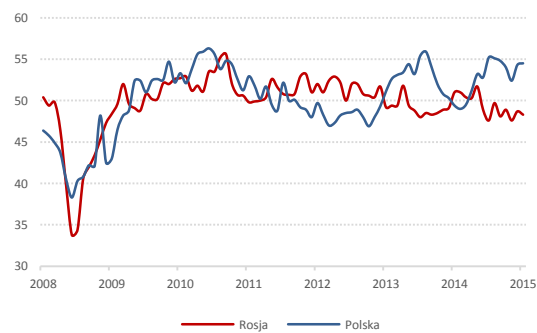
PKB na Ukrainie r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

PMI dla przemysłu w Polsce i w Rosji



Źródło: BDM S.A., Markit

Rezerwy zagraniczne Ukrainy [mld USD]



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

Surowce

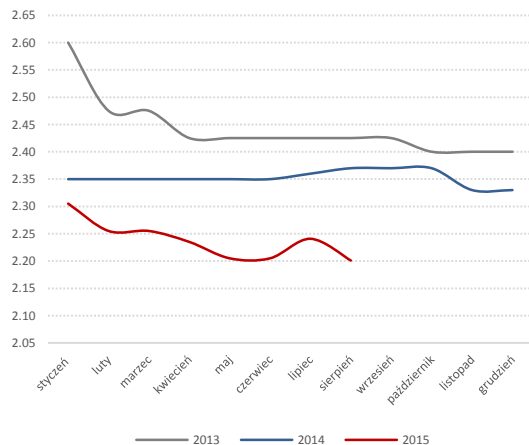
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 70% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo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

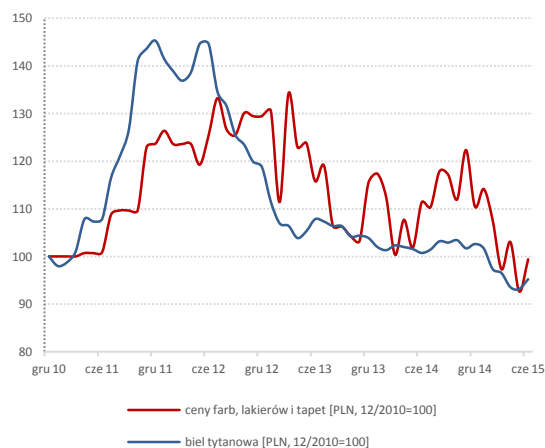
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



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

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



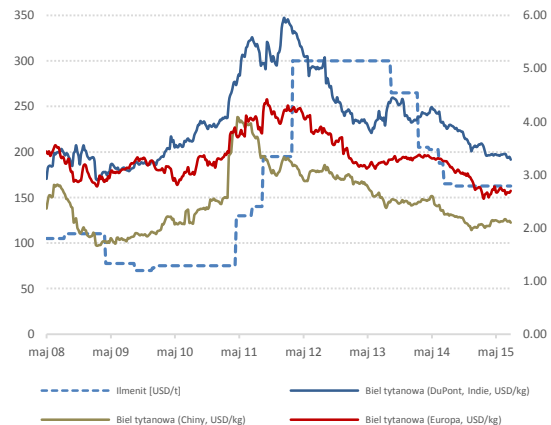
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, Azoty Tarnów, Bloomberg

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]



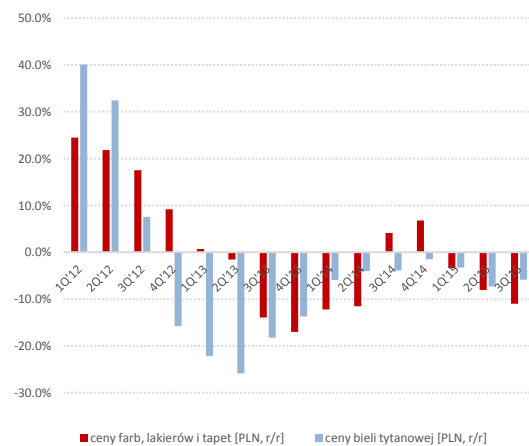
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

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 ostatnich kwartałów próbowali forsować na rynek podwyżki cen (m.in. DuPont) oraz zapowiadają pewne redukcję mocy (Huntsman). Stabilizacji cen sprzyjają ceny ilmenitu. Lekką presją na ceny bieli mógłby powodować kurs EUR/USD, ale nic takiego nie ma miejsca. Ceny benchmarków w USD także spadają.

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 utrzymała się w okolicach 37,1% (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 (generalnie sprzyjają one rentowności Śnieżki w 2015 roku). 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

Dobre wyniki 1Q'15 oraz pozytywne oczekiwania dotyczące 2Q'15 skłaniają nas do podniesienia szacunków na 2015 rok. Obecnie nie widać większej presji na marżę brutto ze sprzedaży – niższe odczyty cen farb z PSB są z nawiązką niwelowane po stronie kosztowej (tania biel tytanowa + spadki cen surowców ropopochodnych używanych przez spółkę). Dobrze wygląda popyt na rynku polskim, co pozwala równoważyć spadki z rynków wschodnich. Poziom EUR/PLN także nie podlega większym wahaniom (spółka importuje większość surowców – umocnienie EUR byłoby niekorzystne dla spółki). W prognozach do okresu 2H'15 podchodzimy dość konserwatywnie (m.in. do ostatniego kwartału roku, na wynik którego wpływ mają korekty marży – w ostatnich 2 latach spółka pokazywała mocno ponadprzeciętne wyniki w 4Q – nie zakładamy, że te poziomy się powtórzą). 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). Zwracamy uwagę, że wysokie dynamiki sprzedaży w Polsce ciągną za sobą wzrost zaangażowania w kapitał obrotowy (na rynkach zagranicznych kapitał został już wcześniej dość znacznie ograniczony) – zakładamy jednocześnie, że w 2H'15 przepływy będą wyglądać lepiej niż w 1H'15.

Na saldo finansowe tradycyjnie wpływ mają różnice kursowe – przy czym należy pamiętać, że spółka spłaciła już kredyt w USD, co zaważyło na wyniku netto w 1Q'15. Przy dużych wahaniami (jak w 4Q'14 i 1Q'15) pojawiają się także różnice z 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).

Na poziomie EBITDA wynik w 2015 roku szacujemy na poziomie 80 mln PLN, co oznaczałoby, że spółka poprawi rezultaty z rekordowych lat 2010 i 2013 (77 i 78 mln PLN EBITDA). Zysk netto w 2015 szacujemy na 45,2 mln PLN, przy czym ujmujemy 6 mln PLN różnic kursowych (w stosunku do poprzednich założeń podwyższyliśmy marżę brutto ze sprzedaży i nieco obniżyliśmy ujemne saldo finansowe).

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 około 14%. 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]

	2015P			2016P			2017P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	542,7	549,5	1,3%	561,6	568,4	1,2%	580,7	587,7	1,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	201,0	207,5	3,3%	208,4	211,9	1,7%	215,4	219,4	1,9%
EBITDA	75,1	80,0	6,6%	78,0	80,8	3,6%	80,9	83,7	3,4%
EBIT	57,1	61,9	8,5%	59,9	62,7	4,6%	62,1	65,4	5,4%
Zysk (strata) netto	40,1	45,2	12,7%	49,3	51,2	3,9%	51,1	53,4	4,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	37,0%	37,8%		37,1%	37,3%		37,1%	37,3%	
Marża EBITDA	13,8%	14,6%		13,9%	14,2%		13,9%	14,2%	
Marża EBIT	10,5%	11,3%		10,7%	11,0%		10,7%	11,1%	
Marża zysku netto	7,4%	8,2%		8,8%	9,0%		8,8%	9,1%	

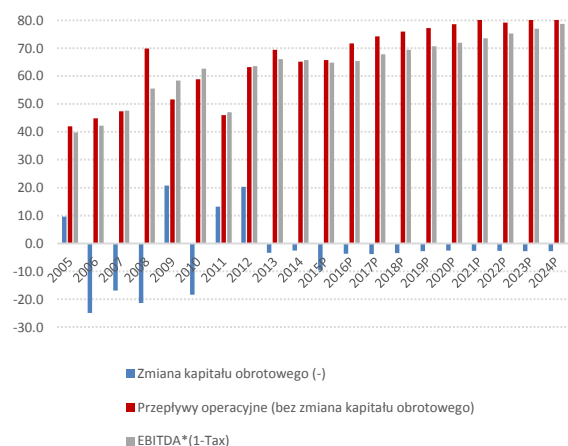
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 19.03.2015

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	111,6	171,8	171,5	93,1	112,1	177,3	170,1	89,9	576,5	573,9	546,0	549,5	568,4	587,7	605,3	619,2	632,2
Polska	79,9	129,6	120,8	65,5	87,8	142,5	126,8	66,9	369,2	367,5	395,7	424,0	439,9	453,1	464,4	473,7	483,2
Ukraina	15,3	19,4	25,5	14,5	11,2	14,0	18,2	10,1	132,0	126,8	74,8	53,6	53,6	56,3	59,1	61,1	62,7
Białoruś	10,9	13,7	14,3	8,5	8,7	11,7	14,0	8,4	42,5	49,0	47,5	42,7	44,9	47,1	49,5	51,2	52,5
Rosja	1,7	4,0	4,4	2,1	1,4	4,0	4,4	2,1	15,6	15,6	12,2	11,9	12,2	12,7	13,1	13,3	13,6
pozostałe	3,8	5,1	6,5	2,4	3,0	5,1	6,7	2,5	17,2	15,0	15,8	17,2	17,8	18,5	19,2	19,8	20,3
Zmiana r/r																	
Przychody	2,1%	-10,3%	-5,0%	-0,6%	0,5%	3,2%	-0,8%	-3,4%	4,7%	-0,5%	-4,9%	0,6%	3,4%	3,4%	3,0%	2,3%	2,1%
Polska	19,2%	3,2%	5,8%	7,9%	10,0%	10,0%	5,0%	2,0%	1,2%	-0,5%	7,7%	7,1%	3,8%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%
Ukraina	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-25,9%	-26,7%	-28,0%	-28,5%	-30,2%	11,4%	-4,0%	-41,0%	-28,3%	0,0%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Białoruś	-2,8%	-7,0%	-1,9%	1,2%	-20,6%	-15,0%	-2,0%	-2,0%	4,0%	15,3%	-3,1%	-10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Rosja	-19,7%	-19,4%	-35,8%	22,2%	-15,7%	0,0%	0,0%	0,0%	49,3%	0,4%	-22,1%	-2,2%	2,5%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	68,8%	5,1%	13,8%	-23,6%	-21,1%	0,4%	2,0%	4,0%	6,9%	-13,0%	5,5%	9,2%	3,2%	3,9%	3,8%	3,0%	2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	36,9	65,8	62,3	37,4	38,0	71,8	63,0	34,8	196,8	213,2	202,4	207,5	211,9	219,4	225,6	230,0	234,7
marża	33,1%	38,3%	36,3%	40,2%	33,9%	40,5%	37,0%	38,7%	34,1%	37,1%	37,1%	37,8%	37,3%	37,3%	37,3%	37,1%	37,1%
SG&A	29,0	45,6	35,8	30,2	27,1	47,3	37,1	31,4	137,7	151,5	140,6	142,8	147,5	152,2	156,5	159,7	163,1
Zysk na sprzedaży	7,9	20,2	26,4	7,3	10,9	24,5	25,9	3,4	59,1	61,7	61,8	64,7	64,4	67,2	69,1	70,2	71,5
EBITDA	12,6	21,5	29,0	13,3	15,3	27,0	29,7	8,0	72,9	78,0	76,4	80,0	80,8	83,7	85,7	87,2	88,8
marża	11,3%	12,5%	16,9%	14,3%	13,7%	15,2%	17,5%	8,9%	12,6%	13,6%	14,0%	14,6%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%	14,0%
EBIT	8,1	16,9	24,4	9,1	10,9	22,5	25,2	3,4	56,4	58,8	58,5	61,9	62,7	65,4	67,3	68,4	69,6

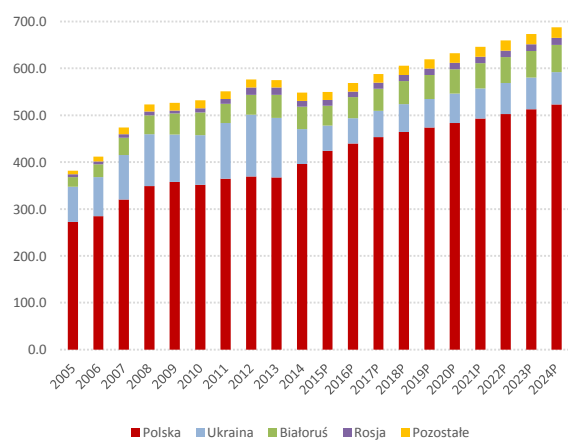
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przepływy operacyjne [mln PLN]



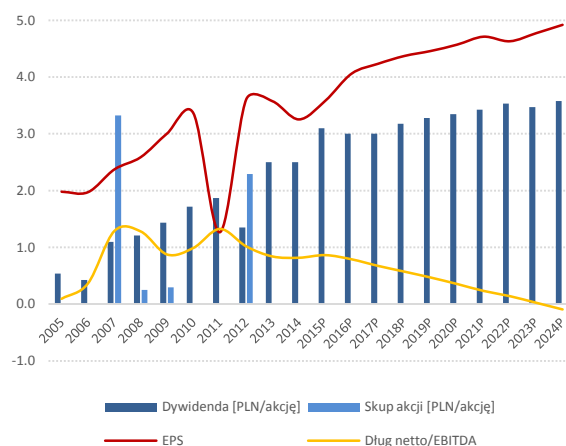
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



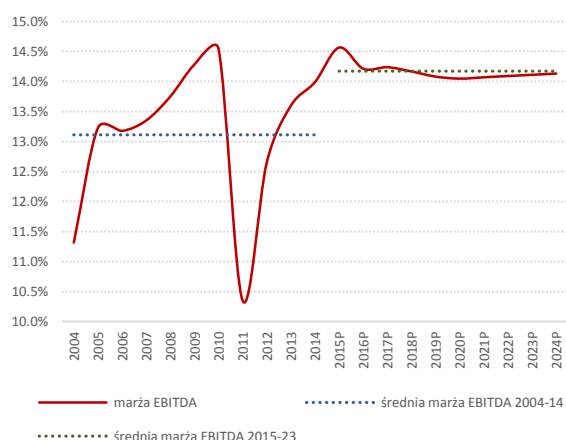
Źródło: BDM S.A., spółka

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	175,3	178,5	183,1	187,7	192,4	196,6	200,5	204,1	207,5	210,8	213,9
Wartości niematerialne i prawne	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Rzeczowe aktywa trwałe	164,3	153,3	157,2	162,3	167,5	172,7	177,5	181,9	186,0	189,9	193,7	197,3
Pozostałe aktywa trwałe	20,8	20,3	19,8	19,3	18,7	18,2	17,7	17,1	16,6	16,1	15,6	15,0
Aktywa obrotowe	169,8	156,9	160,0	164,5	171,3	179,5	181,6	184,5	188,6	190,5	195,1	200,6
Zapasy	72,4	66,6	68,7	71,0	73,5	75,7	77,4	79,0	80,7	82,4	84,1	85,9
Należności krótkoterminowe	72,5	76,1	83,9	86,8	89,8	92,5	94,6	96,6	98,6	100,7	102,8	105,0
Inwestycje krótkoterminowe	24,9	14,2	7,4	6,6	8,0	11,3	9,6	8,9	9,3	7,4	8,1	9,7
- w tym środki pieniężne	24,3	13,4	6,7	5,9	7,3	10,6	8,8	8,2	8,5	6,6	7,4	8,9
Aktywa razem	357,6	332,9	339,3	348,4	359,8	372,6	378,9	385,8	393,4	398,7	406,6	415,2
Kapitał (fundusz) własny	208,1	202,5	208,6	222,0	237,5	252,6	267,5	283,0	299,1	313,0	329,4	346,3
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	84,8	92,1	105,5	118,8	132,6	146,7	161,1	176,0	190,6	205,6
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	45,2	51,2	53,4	55,1	56,3	57,7	59,4	58,4	60,2	62,1
Pozostałe pozycje kapitału własnego	69,0	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0	66,0
Kapitał mniejszości	9,1	4,9	5,1	5,3	5,6	5,9	6,2	6,6	6,9	7,3	7,6	8,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	140,4	125,4	125,6	121,1	116,7	114,1	105,2	96,3	87,4	78,5	69,6	60,9
Zobowiązania oprocentowane	89,9	76,0	75,9	69,8	63,8	59,8	49,8	39,8	29,8	19,8	9,8	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	50,5	49,5	49,8	51,3	52,9	54,3	55,4	56,5	57,6	58,7	59,8	60,9
Pasywa razem	357,6	332,9	339,3	348,4	359,8	372,6	378,9	385,8	393,4	398,7	406,6	415,2

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	549,5	568,4	587,7	605,3	619,2	632,2	645,6	659,2	673,1	687,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	360,7	343,6	342,0	356,5	368,3	379,7	389,2	397,6	405,7	414,0	422,5	431,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	213,2	202,4	207,5	211,9	219,4	225,6	230,0	234,7	239,9	245,2	250,7	256,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	151,5	140,6	142,8	147,5	152,2	156,5	159,7	163,1	166,6	170,1	173,7	177,3
Zysk (strata) na sprzedaży	61,7	61,8	64,7	64,4	67,2	69,1	70,2	71,5	73,3	75,1	77,0	78,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,8	-3,3	-2,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
EBITDA	78,0	76,4	80,0	80,8	83,7	85,7	87,2	88,8	90,8	92,9	95,0	97,1
EBIT	58,8	58,5	61,9	62,7	65,4	67,3	68,4	69,6	71,4	73,1	75,0	76,8
Saldo działalności finansowej	-4,2	-10,9	-9,1	-2,5	-2,6	-2,4	-2,1	-1,7	-1,3	-0,9	-0,5	-0,1
Zysk (strata) brutto	55,0	47,9	53,1	60,5	63,1	65,2	66,6	68,3	70,4	72,6	74,8	77,1
Zysk (strata) netto mniejszości	1,5	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Zysk (strata) netto*	45,1	41,0	45,2	51,2	53,4	55,1	56,3	57,7	59,4	58,4	60,2	62,1

*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	62,6	56,1	68,0	70,4	72,5	74,5	76,0	77,6	76,4	78,0	79,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-22,5	-18,1	-21,0	-22,3	-22,5	-22,7	-22,7	-22,7	-22,6	-22,8	-22,9	-23,0
Przepływy z działalności finansowej	-35,9	-54,8	-41,9	-46,4	-46,5	-46,5	-53,5	-54,0	-54,6	-55,6	-54,4	-55,2
Przepływy pieniężne netto	7,6	-10,4	-6,8	-0,7	1,4	3,3	-1,8	-0,7	0,3	-1,9	0,8	1,5
Środki pieniężne na początek okresu	17,5	24,3	13,4	6,7	5,9	7,3	10,6	8,8	8,2	8,5	6,6	7,4
Środki pieniężne na koniec okresu	24,3	13,4	6,7	5,9	7,3	10,6	8,8	8,2	8,5	6,6	7,4	8,9

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%	3,4%	3,4%	3,0%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBITDA zmiana r/r	-2,1%	4,8%	0,9%	3,6%	2,5%	1,7%	1,9%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
EBIT zmiana r/r	-0,5%	5,8%	1,2%	4,4%	2,9%	1,6%	1,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Zysk netto zmiana r/r	-8,9%	10,1%	13,4%	4,3%	3,3%	2,0%	2,5%	3,1%	-1,7%	3,1%	3,1%
Marża brutto na sprzedaży	37,1%	37,8%	37,3%	37,3%	37,3%	37,1%	37,1%	37,2%	37,2%	37,2%	37,3%
Marża EBITDA	14,0%	14,6%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%	14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Marża EBIT	10,7%	11,3%	11,0%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,2%
Marża brutto	8,8%	9,7%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%
Marża netto	7,5%	8,2%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%	8,9%	8,9%	9,0%
COGS / przychody	62,9%	62,2%	62,7%	62,7%	62,7%	62,9%	62,9%	62,8%	62,8%	62,8%	62,7%
SG&A / przychody	25,8%	26,0%	26,0%	25,9%	25,9%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%
SG&A / COGS	40,9%	41,8%	41,4%	41,3%	41,2%	41,0%	41,0%	41,1%	41,1%	41,1%	41,1%
ROE	20,0%	22,0%	23,8%	23,2%	22,5%	21,6%	21,0%	20,4%	19,1%	18,7%	18,4%
ROA	12,3%	13,3%	14,7%	14,8%	14,8%	14,8%	14,9%	15,1%	14,6%	14,8%	14,9%
Dług	76,0	75,9	69,8	63,8	59,8	49,8	39,8	29,8	19,8	9,8	0,0
D / (D+E)	22,8%	22,4%	20,0%	17,7%	16,1%	13,1%	10,3%	7,6%	5,0%	2,4%	0,0%
D / E	28,9%	27,5%	24,2%	20,6%	18,0%	14,3%	10,9%	7,8%	5,0%	2,4%	0,0%
Odsetki / EBIT	-18,6%	-14,7%	-4,0%	-4,0%	-3,5%	-3,1%	-2,5%	-1,8%	-1,3%	-0,7%	-0,1%
Dług / kapitał własny	36,6%	35,5%	30,7%	26,3%	23,1%	18,2%	13,8%	9,7%	6,2%	2,9%	0,0%
Dług netto	62,5	69,2	63,9	56,5	49,2	41,0	31,6	21,3	13,2	2,4	-8,9
Dług netto / kapitał własny	30,9%	33,2%	28,8%	23,8%	19,5%	15,3%	11,2%	7,1%	4,2%	0,7%	-2,6%
Dług netto / EBITDA	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1
Dług netto / EBIT	1,1	1,1	1,0	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,1
EV	647,2	653,9	648,6	641,2	633,9	625,7	616,4	606,0	597,9	587,1	575,8
Dług / EV	11,7%	11,6%	10,8%	10,0%	9,4%	8,0%	6,5%	4,9%	3,3%	1,7%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,4%	3,9%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	103,7%	118,2%	125,3%	125,3%	125,1%	122,6%	120,3%	118,3%	117,3%	116,3%	115,3%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Zmiana KO / Przychody	-0,3%	1,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,9%	275,8%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E*	14,2	12,9	11,4	10,9	10,6	10,4	10,1	9,8	10,0	9,7	9,4
P/BV*	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
P/CE*	9,9	9,2	8,4	8,2	7,9	7,8	7,6	7,4	7,5	7,3	7,1
EV/EBITDA*	8,5	8,2	8,0	7,7	7,4	7,2	6,9	6,7	6,4	6,2	5,9
EV/EBIT*	11,1	10,6	10,3	9,8	9,4	9,2	8,9	8,5	8,2	7,8	7,5
EV/S*	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
BVPS	16,4	16,9	18,0	19,3	20,5	21,7	22,9	24,3	25,4	26,7	28,1
EPS	3,3	3,6	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,6	4,8	4,9
CEPS	4,7	5,0	5,5	5,7	5,8	6,0	6,1	6,3	6,2	6,4	6,5
FCFPS	3,7	3,9	4,0	4,2	4,3	4,2	4,3	4,5	4,7	0,0	0,0
DPS	2,50	3,10	3,00	3,00	3,17	3,28	3,34	3,43	3,53	3,47	3,58
Payout ratio	70%	95%	84%	74%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 46,3 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, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
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	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015	46,3	52 555
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 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	55%
Trzymaj	1	9%
Redukuj	4	36%
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

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, jaką 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.

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).

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 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 dodatniej 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 inwestycyjnej 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 13.08.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.08.2015 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.

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 13.08.2015 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 zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.