



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 56,4 PLN

26 LUTY 2016

Na przestrzeni ostatniego roku Śnieżka należała do grona najlepiej radzących sobie spółek o średniej i małej kapitalizacji na GPW (stopa zwrotu: +38%, WIG: -13%). Za pozytywnym sentymentem stoją rekordowe w historii wyniki 2015 roku (EBITDA: 83,2 mln PLN, zysk netto: 48,0 mln PLN). Sam 4Q'15 wypadł słabiej r/r, jednak należy brać pod uwagę trudną do powtórzenia bazę. Spółce sprzyjają niskie ceny głównych surowców oraz dobra sprzedaż na rynku polskim, co z nawiązką rekompensuje słabość rynków wschodnich (w 2015 roku spadek sprzedaży o 20% r/r, a od 2013 już o 44%). W 2016 roku dodatkowo konsumpcja w Polsce może zostać wsparta przez program 500 plus. Przy utrzymaniu się wysokiego kursu EUR/PLN, mimo niskich nominalnie cen surowców, Śnieżka może nie być już jednak tak łatwo o wzrost marży brutto ze sprzedaży (w ciągu 3 lat poprawiła się o 3 pkt proc). Rekordowa w 2015 roku marża EBITDA (15,1%) jest już wyższa niż w przypadku europejskich konkurentów jak Tikkurila czy Akzo Nobel. Jednocześnie zwracamy uwagę, że 2016 roku powinien przynieść wyraźną poprawę zysku netto (brak różnic kursowych na spłaconym kredycie w USD), co powinno implikować podstawę do dalszego wzrostu dywidendy w 2017 roku (w 2015 roku DPS wyniósł 3,1 PLN, w 2016 roku zakładamy 3,2 PLN). Mimo wysokiego poziomu EV/EBITDA ('16=8,6x), spółka nadal oferuje atrakcyjny div yield (przy DPS=3,2 PLN jest to 5,7%). Podnosimy naszą wycenę z 51,1 PLN do 56,4 PLN. Jednocześnie, biorąc pod uwagę obecny kurs rynkowy, zmieniamy zalecenie z Akumuluj na Trzymaj.

Śnieżka od długiego czasu handlowa jest z premią w stosunku do innych krajowych producentów materiałów budowlanych, ale broni się polityką dywidendową oraz niskim zadłużeniem. Ostatnie wzrosty kursu zniwelowały już jednak dyskonto do producentów europejskich (Śnieżka na EV/EBITDA'16 jest handlowana porównywalnie do Tikkurili i wyżej niż Akzo Nobel). Do amerykańskich odpowiedników spółka nadal handlowana jest z dyskontem.

W całym roku 2015 spółka wypracowała rekordowe w historii 83,2 mln PLN EBITDA oraz 48,0 mln PLN zysku netto, mimo że sprzedaż na Ukrainie spadła od 2013 o około połowę. Wyniki za 4Q'15 były wyraźnie słabsze r/r, jednak należy brać pod uwagę, że rentowność z 4Q'14 była bardzo trudna do powtórzenia (wysoki poziom marży brutto ze sprzedaży i niskie koszty sprzedaży - wyniki w 4Q w spółkach z branży materiałów budowlanych często są zaburzone przez rezerwy sprzedażowe). Spółka pokazała za to bardzo dobry poziom przepływów z działalności operacyjnej: +37,3 mln PLN w samym 4Q'15. W całym 2015 było to 81,7 mln PLN, co przy CAPEX: 19,3 mln PLN, pokazuje potencjał generowanej przez spółkę wolnej gotówki (DPS z 2015 roku na poziomie 3,1 PLN to 39,4 mln PLN). Dług netto/EBITDA wynosi 0,6x.

Zakładamy, że wynik netto w całym 2016 roku sięgnie około 54,7 mln PLN (vs 48,0 mln PLN w 2015 – wynik był obciążony przez 5,1 mln PLN różnic kursowych z kredytu w USD). Na poziomie EBITDA spodziewamy się 85,5 mln PLN (vs 83,2 mln PLN w 2015).

Dane publikowane przez PSB pokazują pewną presję na ceny farb w ostatnich kwartałach – zwracamy jednak uwagę, że na poziomie marży brutto ze sprzedaży rekompensowane jest to przez niższe r/r ceny surowców (np. biel tytanowa w Europie jest najniższej od 2002 roku). Przy ustabilizowaniu się cen w średnim terminie większego znaczenia będzie nabierał kurs EUR/PLN (zakupy surowców w walucie).

Wycena DCF [PLN]	58,5
Wycena porównawcza [PLN]	51,5
Wycena końcowa [PLN]	56,4
Potencjał do wzrostu / spadku	1,3%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	55,7
Kapitalizacja [mln PLN]	702,8
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	59,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	48,2

Stopa zwrotu za 3 mc	5,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	21,1%

Struktura akcjonariatu:	
Pater Jerzy	20,1%
Cymbor Stanisław	20,1%
Mikrut Rafał	9,9%
Mikrut Piotr	9,9%
Aviva OFE	9,6%
Amplico OFE	6,5%
Pozostali	23,8%

Stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

Krzysztof Pado

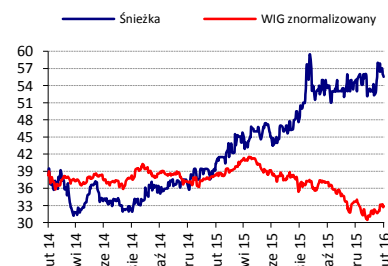
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	546,0	550,2	565,0	588,4	608,0	621,9
EBITDA [mln PLN]	76,4	83,2	85,5	87,9	90,3	91,8
EBIT [mln PLN]	58,5	65,3	67,6	70,2	72,3	73,5
Zysk netto [mln PLN]	41,0	48,0	54,7	57,3	59,2	60,4
P/BV	3,4	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6
P/E	17,1	14,6	12,9	12,3	11,9	11,6
EV/EBITDA	10,0	9,0	8,6	8,4	8,1	7,9
EV/EBIT	13,1	11,5	10,9	10,5	10,1	9,8



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych i ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYNIKI ZA 4Q'15/2015	8
GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI	10
PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2016-2025	14
DANE FINANSOWE	16

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 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 51,5 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 58,5 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 56,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	58,5
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	51,5
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	38,7
- wycena do europejskich producentów farb	33%	50,1
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	65,6
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		56,4

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 2016 roku zakładamy 3% wzrost przychodów do 565 mln PLN (>5% wzrost na rynku polskim, blisko 6% spadek w PLN na rynkach zagranicznych – bierzemy pod uwagę osłabienie lokalnych walut na wschodzie, które nastąpiło w 1Q'16). W kolejnych latach zakładamy konserwatywne przyrosty sprzedaży na poziomie $CAGR'25/15=2,5\%$ (przyjmujemy, że Ukraina powróci do nieznacznych wzrostów wyrażonych w PLN, kurs PLN/UAH przyjęto na poziomie 0,15 w długim terminie vs średnio 0,175 w 2014).
- Zakładamy, że w 2016 roku marża brutto ze sprzedaży utrzyma się powyżej 38%. Ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa, ropopochodne) spadają lub utrzymują się na stabilnych poziomach przez ostatnie kwartały. Spółka zakupuje surowce przede wszystkim w EUR (szacujemy, że zakupy w walucie plus zakupy w PLN benchmarkowane do EUR stanowią ok. 60% z całego zużycia materiałów i energii na poziomie ok 70 mln EUR). Indeks składów budowlanych PSB wskazuje w ostatnich miesiącach na spadki cen farb w ujęciu r/r w ślad za niższymi kosztami koszyka surowców wyrażonego w PLN.
- CAPEX spółki w 2016 roku zakładamy na poziomie około 20-21 mln PLN a w kolejnych latach wzrost do ok 23-24 mln PLN (amortyzacja wynosi obecnie ok. 18 mln PLN). Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych, spółka może pokusić się o rozbudowę mocy magazynowych przy wzroście sprzedaży. W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2025 roku. Model nie uwzględnia akwizycji.
- Uwzględniliśmy w modelu efekt zastosowania przez spółkę amortyzacji znaku towarowego, co obniża do 2021 efektywną stopę podatku dochodowego (efekt szacujemy na ok. 2,5-3,0 mln PLN/rok). W długim terminie zakładamy 19% stopę podatkową.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 26 lutego 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 738,5 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 58,5 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	565,0	588,4	608,0	621,9	635,0	648,3	662,0	676,0	690,2	704,8
EBIT [mln PLN]	67,6	70,2	72,3	73,5	75,0	76,7	78,5	80,3	82,2	84,2
Stopa podatkowa*	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,3	10,7	11,1	11,2	11,5	11,8	14,9	15,3	15,6	16,0
NOPLAT [mln PLN]	57,3	59,4	61,3	62,3	63,6	65,0	63,6	65,1	66,6	68,2
Amortyzacja [mln PLN]	17,9	17,7	18,0	18,3	18,7	19,1	19,4	19,7	20,0	20,3
CAPEX [mln PLN]	-20,8	-23,5	-24,3	-23,2	-23,2	-23,1	-23,3	-23,4	-23,5	-24,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-2,7	-4,7	-3,6	-2,6	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6
FCF [mln PLN]	51,6	49,0	51,4	54,8	56,7	58,4	57,2	58,8	60,5	61,9
DCCF [mln PLN]	48,2	42,2	40,8	40,0	38,1	36,1	32,5	30,7	29,0	27,2
Suma DCCF [mln PLN]	364,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	955,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	419,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	784,3									
Dług netto 2015 [mln PLN]	45,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	738,5									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	58,5									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	2,7%	4,1%	3,3%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	3,7%	3,7%	3,1%	1,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
FCF zmiana r/r*	-19,5%	-5,1%	4,8%	6,7%	3,4%	3,1%	-2,1%	2,9%	2,9%	2,2%
Marża EBITDA	15,1%	14,9%	14,9%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Marża EBIT	12,0%	11,9%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Marża NOPLAT	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%
CAPEX / Przychody	3,7%	4,0%	4,0%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	116,7%	132,4%	134,7%	126,5%	123,7%	121,3%	120,0%	118,8%	117,6%	118,4%
Zmiana KO / Przychody	0,5%	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,4%	20,1%	18,6%	18,7%	18,7%	18,5%	18,3%	18,1%	18,0%	18,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *spadek FCF w 2022 roku wynika ze wzrostu efektywnej stopy podatku do 19%

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	84,7%	87,0%	89,1%	91,0%	92,9%	94,6%	96,2%	97,8%	99,3%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	15,3%	13,0%	10,9%	9,0%	7,1%	5,4%	3,8%	2,2%	0,7%	0,0%
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	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	51,1	53,9	57,3	61,7	67,4	75,2	86,5	104,2	136,0
	0,8	48,4	50,8	53,8	57,5	62,3	68,7	77,7	91,1	113,4
	0,9	46,0	48,1	50,7	53,9	57,9	63,2	70,5	80,9	97,3
	1,0	43,7	45,6	47,9	50,6	54,1	58,5	64,4	72,7	85,2
	1,1	41,7	43,3	45,3	47,7	50,7	54,4	59,4	66,1	75,7
	1,2	39,8	41,3	43,0	45,1	47,7	50,9	55,0	60,5	68,2
	1,3	38,1	39,4	40,9	42,8	45,0	47,7	51,2	55,8	62,0

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%	54,0	57,2	61,3	66,4	73,3	83,0	97,5	121,6	169,9
	4%	48,4	50,8	53,8	57,5	62,3	68,7	77,7	91,1	113,4
	5%	43,7	45,6	47,9	50,6	54,1	58,5	64,4	72,7	85,2
	6%	39,8	41,3	43,0	45,1	47,7	50,9	55,0	60,5	68,2
	7%	36,4	37,6	39,0	40,6	42,6	44,9	47,9	51,7	56,8
	8%	33,6	34,5	35,6	36,9	38,4	40,2	42,4	45,2	48,7
	9%	31,0	31,8	32,7	33,7	34,9	36,3	38,0	40,0	42,6

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%	101,8	94,7	88,5	83,0	78,1	73,8	69,9	66,4	63,2
	4%	86,6	79,7	73,8	68,7	64,3	60,3	56,8	53,7	50,9
	5%	75,2	68,7	63,2	58,5	54,4	50,9	47,7	44,9	42,4
	6%	66,4	60,3	55,2	50,9	47,2	43,9	41,1	38,5	36,3
	7%	59,4	53,7	48,9	44,9	41,5	38,5	35,9	33,7	31,6
	8%	53,7	48,3	43,9	40,2	37,0	34,3	31,9	29,8	28,0
	9%	48,9	43,9	39,8	36,3	33,4	30,8	28,6	26,7	25,0

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 zdyspersyfikowana. 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 w 2015) oraz kraje CEE (Polska - 10% przychodów), porównywalna przez lata marża EBITDA (obecnie nieco niższa), ponad 5% div yield. Obecnie fińska spółka vs polska handlowana jest na bardzo zbliżonych poziomach EV/EBITDA'16-18 oraz lekką premią dla P/E w tym samym okresie (Śnieżka ma niższą efektywną stawkę podatku).

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).

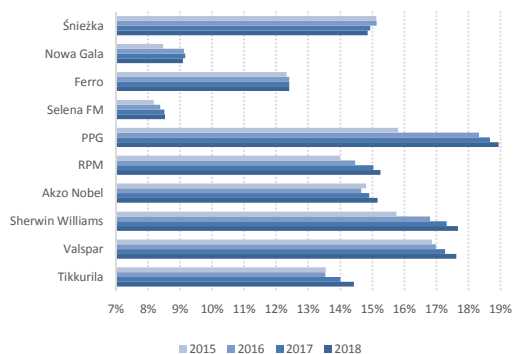
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 649,6 mln PLN, czyli 51,5 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		51,5
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	38,7
- wycena do europejskich producentów farb	33%	50,1
- wycena do amerykańskich producentów farb	33%	65,6

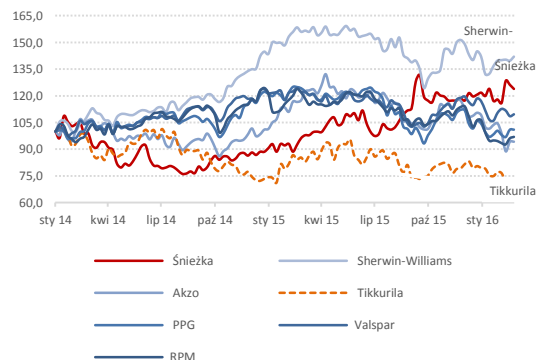
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Nowa Gala	35,0	30,6	25,3	5,6	5,4	5,2
Ferro	10,3	10,1	10,0	9,1	9,0	8,8
Selena FM	9,0	7,5	7,6	5,8	4,6	4,2
Mediana	10,3	10,1	10,0	5,8	5,4	5,2
Śnieżka	12,9	12,3	11,9	8,6	8,4	8,1
Premia/dyskonto dla Śnieżki	24,8%	20,9%	19,0%	48,0%	54,8%	54,6%
Wycena wg wskaźnika	44,6	46,1	46,8	36,7	35,1	35,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		45,8			35,7	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	38,7					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Akzo Nobel	12,9	12,0	11,2	6,6	6,1	5,6
Tikkurila	14,6	13,1	12,1	8,7	8,1	7,6
Mediana	13,7	12,6	11,6	7,6	7,1	6,6
Śnieżka	12,9	12,3	11,9	8,6	8,4	8,1
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-6,5%	-2,4%	2,0%	13,1%	17,6%	22,0%
Wycena wg wskaźnika	59,5	57,1	54,6	48,9	47,0	45,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		57,1			47,1	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	50,1					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
PPG	15,7	14,5	13,7	10,1	9,5	8,8
RPM	14,4	13,2	12,2	9,4	8,6	7,6
Sherwin Williams	21,5	19,7	18,1	13,4	12,4	11,6
Valspar	15,9	14,7	13,4	10,6	10,0	9,5
Mediana	15,8	14,6	13,5	10,4	9,7	9,2
Śnieżka	12,9	12,3	11,9	8,6	8,4	8,1
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-18,5%	-16,1%	-12,4%	-16,5%	-14,2%	-12,2%
Wycena wg wskaźnika	68,3	66,4	63,6	67,3	65,3	63,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		66,1			65,4	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	65,6					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 4Q'15/2015

Wyniki za 4Q'2015

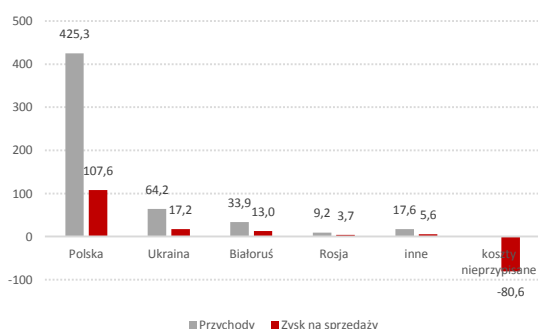
	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	4Q'15P BDM	odchylenie	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	91,1	91,9	0,8%	90,2	1,8%	546,0	550,2	0,8%
Wynik brutto na sprzedaż	37,4	36,3	-3,0%	34,4	5,6%	202,4	209,9	3,7%
EBITDA	13,3	8,4	-36,9%	6,4	31,4%	76,4	83,2	8,9%
EBIT	9,1	3,8	-57,9%	1,9	98,9%	58,5	65,3	11,5%
Zysk brutto	4,8	3,7	-22,2%	2,0	86,3%	47,9	56,7	18,4%
Zysk netto	4,8	3,8	-21,5%	2,1	82,7%	41,0	48,0	16,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	41,1%	39,5%		38,1%		37,1%	38,2%	
Marża EBITDA	14,6%	9,1%		7,1%		14,0%	15,1%	
Marża EBIT	10,0%	4,2%		2,1%		10,7%	11,9%	
Marża zysku netto	5,2%	4,1%		2,3%		7,5%	8,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W całym roku 2015 spółka wypracowała rekordowe w historii 83,2 mln PLN EBITDA oraz 48,0 mln PLN zysku netto (obciążony przez 5,1 mln PLN ujemnych różnic kursowych na kredycie dolarowym spłaconym w 1H'15), mimo że sprzedaż na Ukrainie spadła od 2013 o około połowę. Wyniki za 4Q'15 były wyraźnie słabsze r/r, chociaż i tak lepsze niż w naszej prognozie. Należy brać pod uwagę, że rentowność z 4Q'14 była bardzo trudna do powtórzenia (wysoki poziom marży brutto ze sprzedaży i niskie koszty sprzedaży - wyniki w '4Q w spółkach z branży materiałów budowlanych często są zaburzone przez rezerwy sprzedażowe). Sezonowo koniec roku jest najslabszy na przestrzeni roku.

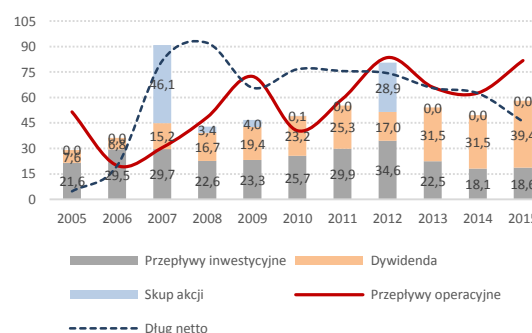
Spółka pokazała za to bardzo dobry poziom przepływów z działalności operacyjnej: +37,3 mln PLN w samym 4Q'15. W całym 2015 było to 81,7 mln PLN, co przy CAPEX: 19,3 mln PLN, pokazuje potencjał generowanej przez spółkę wolnej gotówki (DPS z 2015 roku na poziomie 3,1 PLN to 39,4 mln PLN). Dług netto/EBITDA wynosi 0,6x.

Kontrybucja rynków do przychodów i wyniku na sprzedaży w 2015 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

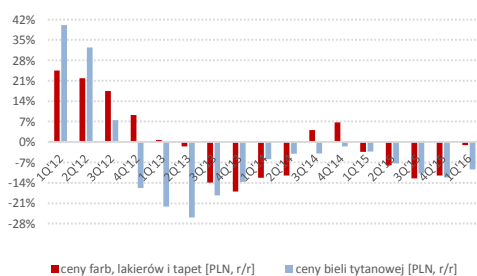
Przepływy gotówkowe oraz dług [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, przepływy inwestycyjne netto (uwzględniając sprzedaż majątku)

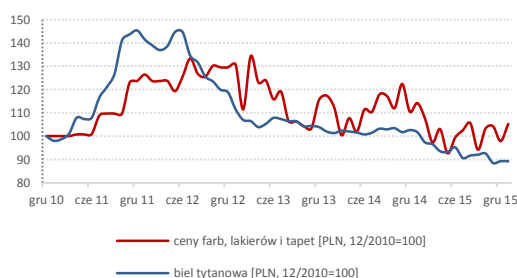
Dane z PSB o cenach farb od 1Q'15 pokazują pewną presję na ceny zwracamy jednak uwagę, że na poziomie marży brutto ze sprzedaży rekompensowane jest to przez niższe r/r ceny surowców (biel, ropopochodne). Przy stabilizacji cen surowców na rynkach zagranicznych większą rolę może odgrywać kurs EUR/PLN – spółka kupuje większość surowców w EUR (albo ich ceny są kwotowane w PLN ale przeliczane z EUR). Roczny koszt zużycia materiałów i energii w spółce to wg sprawozdania finansowego około 70 mln EUR, z tego szacujemy, że około 90% to materiały a w tym około 2/3 przypada na zakupy w EUR lub w PLN benchmarkowane do EUR.

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



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg, 1Q'16=styczeń

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



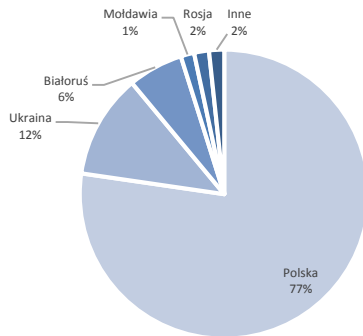
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Wyniki historyczne wg segmentów [mln PLN]

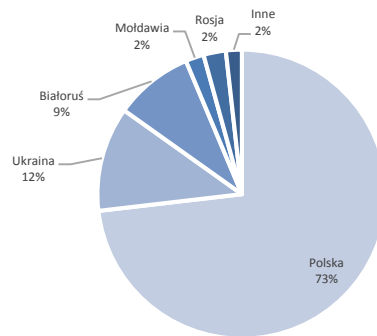
	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015
Przychody [mln PLN]	191,4	180,5	93,7	111,6	171,8	171,5	91,1	112,1	177,1	169,0	91,9	546,0	550,2
Polska	125,5	114,2	60,8	79,9	129,6	120,8	63,5	87,8	142,0	125,6	69,8	393,7	425,3
Ukraina	41,3	39,1	19,6	15,3	19,4	25,5	14,5	11,2	17,3	22,8	12,8	74,8	64,2
Białoruś	14,8	14,6	8,4	10,9	13,7	14,3	8,5	8,7	9,6	10,5	5,2	47,5	33,9
Mołdawia	2,4	4,7	1,2	1,8	2,8	4,3	1,2	1,3	2,7	3,6	0,6	10,1	8,3
Rosja	5,0	6,9	1,7	1,7	4,0	4,4	2,1	1,4	2,6	3,3	1,8	12,2	9,2
pozostałe	2,5	1,1	2,0	1,9	2,3	2,3	1,2	1,6	3,0	3,1	1,6	7,7	9,3
zmiana r/r	5,3%	-8,7%	4,5%	2,1%	-10,3%	-5,0%	-2,7%	0,5%	3,1%	-1,5%	0,8%	-5,0%	0,8%
Polska	3,9%	-5,2%	2,9%	19,2%	3,2%	5,8%	4,6%	10,0%	9,6%	4,0%	9,9%	7,1%	8,0%
Ukraina	6,5%	-22,2%	8,0%	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-25,9%	-26,7%	-10,7%	-10,5%	-11,8%	-41,0%	-14,1%
Białoruś	25,6%	6,2%	12,7%	-2,8%	-7,0%	-1,9%	1,2%	-20,6%	-30,2%	-26,4%	-39,7%	-3,1%	-28,6%
Mołdawia	-22,1%	-17,0%	-34,8%	129,0%	17,7%	-8,6%	6,2%	-27,6%	-4,1%	-15,2%	-48,8%	12,4%	-18,5%
Rosja	-18,3%	19,0%	-11,1%	-19,7%	-19,4%	-35,8%	22,2%	-15,7%	-34,5%	-25,6%	-11,4%	-22,1%	-24,7%
pozostałe	79,0%	-40,6%	65,0%	35,3%	-7,0%	112,3%	-41,1%	-15,0%	28,1%	38,8%	35,0%	10,2%	21,4%
Ukraina [mln UAH]	105,1	98,3	59,2	53,9	77,1	104,1	59,7	75,0	99,4	130,2	77,5	294,8	382,1
zmiana r/r	13,0%	-20,3%	26,0%	-22,3%	-26,6%	5,9%	0,8%	39,1%	28,9%	25,1%	29,8%	-11,2%	29,6%
Wynik na sprzedaży	21,5	24,1	5,5	7,9	20,2	26,4	7,3	10,9	24,7	27,6	3,4	61,8	66,5
Polska	19,4	25,0	16,1	15,5	25,4	29,9	18,6	19,5	32,9	34,5	20,7	89,5	107,6
Ukraina	15,6	13,6	4,3	5,2	6,3	5,7	4,4	3,6	4,6	5,7	3,3	21,6	17,2
Białoruś	3,6	3,9	2,5	3,5	3,4	4,2	3,2	3,9	3,4	3,8	1,9	14,3	13,0
Mołdawia	0,6	1,2	0,6	0,5	0,8	1,7	0,4	0,5	1,0	1,3	0,2	3,4	3,0
Rosja	1,5	1,9	-0,1	0,5	1,0	1,4	0,6	0,5	1,0	1,3	0,9	3,5	3,7
pozostałe	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	0,7	0,4	0,6	0,7	0,8	0,6	2,6	2,6
koszty nieprzypisane	-20,1	-21,9	-18,1	-18,1	-17,4	-17,2	-20,4	-17,7	-19,0	-19,7	-24,3	-73,1	-80,6
rentowność	11,2%	13,4%	5,9%	7,1%	11,8%	15,4%	8,0%	9,7%	13,9%	16,3%	3,7%	11,3%	12,1%
Polska	15,5%	21,9%	26,5%	19,5%	19,6%	24,8%	29,2%	22,2%	23,2%	27,5%	29,7%	22,7%	25,3%
Ukraina	37,7%	34,9%	21,7%	33,6%	32,5%	22,3%	30,6%	32,3%	26,6%	24,8%	25,9%	28,9%	26,8%
Białoruś	24,7%	26,5%	29,8%	31,8%	25,1%	29,5%	37,5%	45,2%	35,5%	35,7%	36,9%	30,2%	38,3%
Mołdawia	26,6%	25,3%	54,4%	29,8%	28,1%	38,9%	29,4%	35,9%	37,8%	36,4%	32,2%	33,1%	36,4%
Rosja	29,4%	28,4%	-8,1%	28,1%	25,9%	31,1%	30,6%	36,5%	37,2%	38,5%	50,4%	28,9%	40,2%
pozostałe	31,7%	36,6%	10,6%	42,9%	27,0%	33,1%	34,9%	34,7%	24,0%	25,1%	35,1%	34,0%	28,1%

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

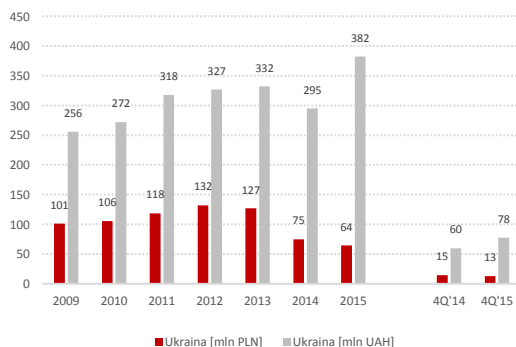
Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)



Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)

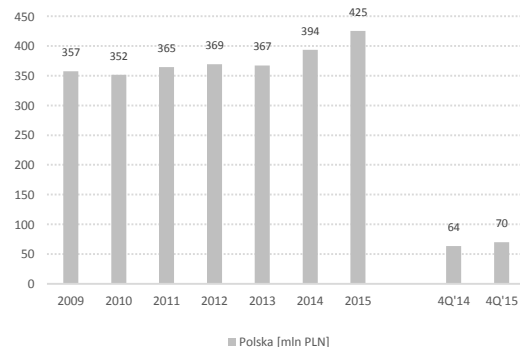


Źródło: BDM S.A., spółka
Ukraina - przychody



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: BDM S.A., spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI

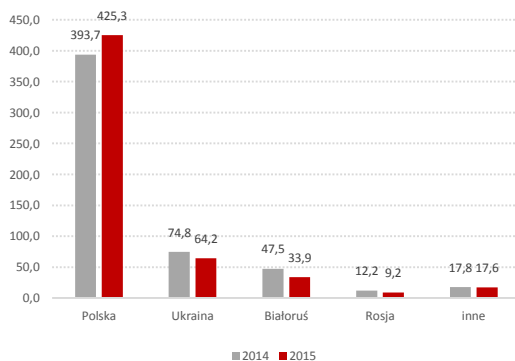
Koniunktura gospodarcza/kursy walut

Od początku 2014 Śnieżka zmagą się z kryzysem na rynkach wschodnich. Trzy największe kierunki eksportowe spółki to: Ukraina (12% przychodów spółki w 2015 vs jeszcze 22% w całym 2013), Białoruś (6% vs 9%) i Rosja (2% vs 3%). W sumie w całym 2015 przychody z tych krajów spadły w PLN o 20% vs 2014 i 44% vs 2013. W 4Q'15 spadek wyniósł 21% w PLN (Polska wzrosła o 10% r/r).

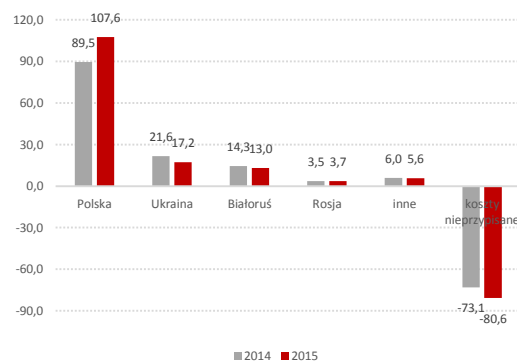
Zawirowania w tamtejszych gospodarkach oraz dewaluacja wartości lokalnych walut (od 1Q'15 do UAH i RUB dołączył białoruski rubel, BYR) były w najpierw pochodną działań wojennych we wschodniej Ukrainie a później załamania cen na rynkach surowców. Ukraińska fabryka spółki zlokalizowana jest 20 km od granicy 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 odpowiada kurs UAH/PLN (w 2015: 0,17 vs 2014: 0,27). Sama sprzedaż w walucie lokalnej wzrosła o 30% (przy spadku o 11% w 2014 roku) - spółka podnosiła lokalne ceny. Śnieżce udało się już wcześniej zamortyzować spadek przychodów cięciem kosztów za wschodnią granicą (m.in. znaczna redukcja załogi, ograniczenie kosztów SG&A) – ukraińska spółka w każdym z kwartałów była ponad break-even (w całym 2015 na Ukrainie wypracowano 17 mln PLN zysku na sprzedaży przed kosztami nieprzypisanymi – proporcjonalnie do przychodów koszty te można szacować na 9-10 mln PLN).

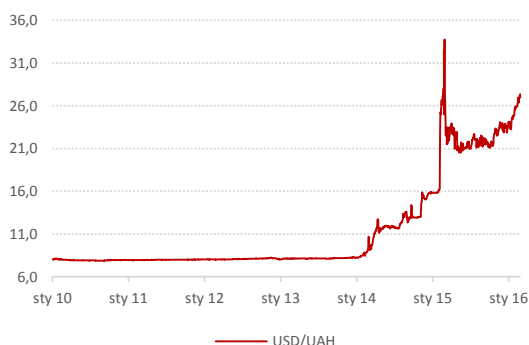
Kontrybucja rynków do przychodów [mln PLN]



Kontrybucja rynków do zysku na sprzedaży [mln PLN]

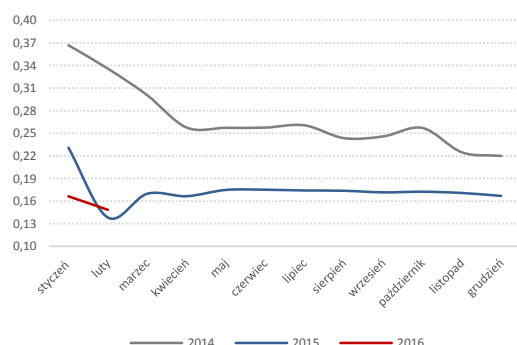


Źródło: BDM S.A., spółka
USD/UAH



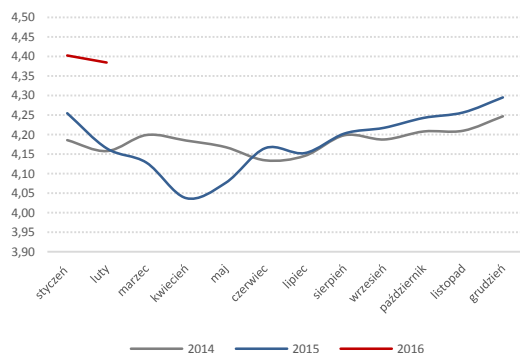
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: BDM S.A., spółka
UAH/PLN



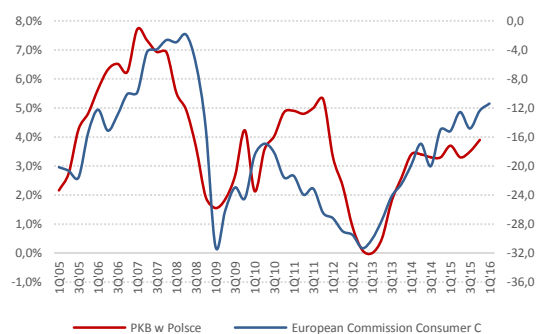
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

EUR/PLN



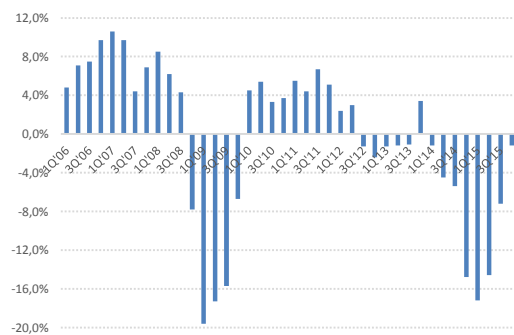
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

PKB w Polsce r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



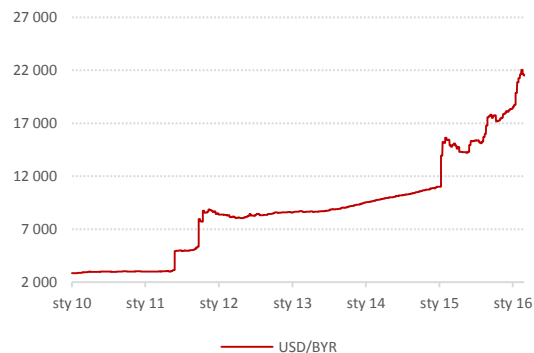
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska (1Q'16 = styczeń)

PKB na Ukrainie r/r



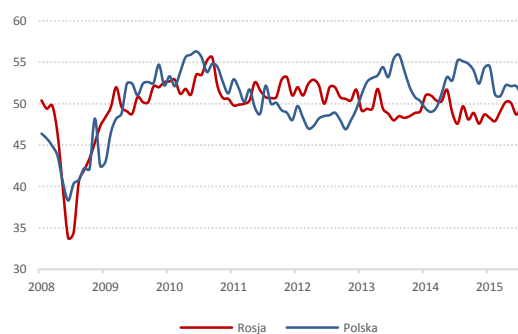
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

USD/BYR



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+zloto

Surowce

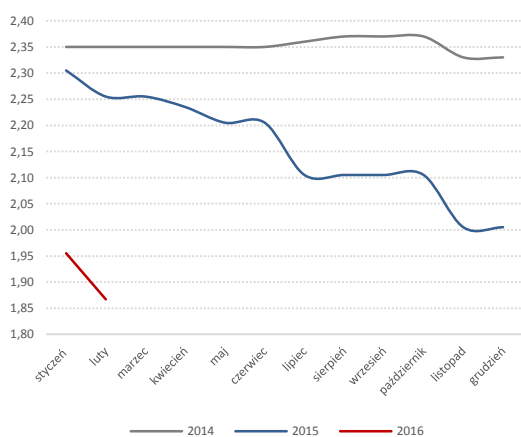
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 70% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo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

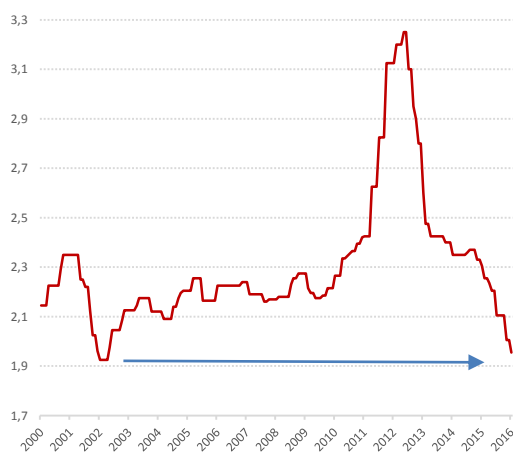
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



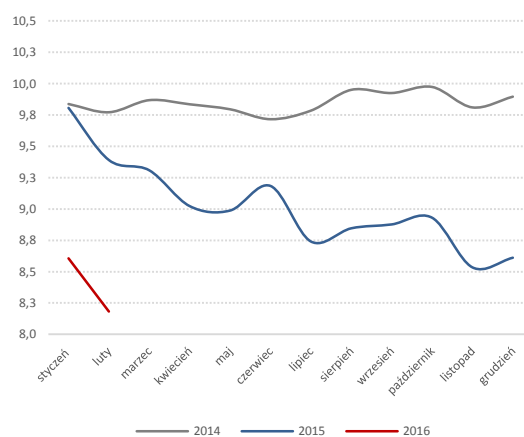
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg (luty = szacunek na bazie cen azjatyckich)

Ceny bieli w długim terminie [Europa, EUR/kg]



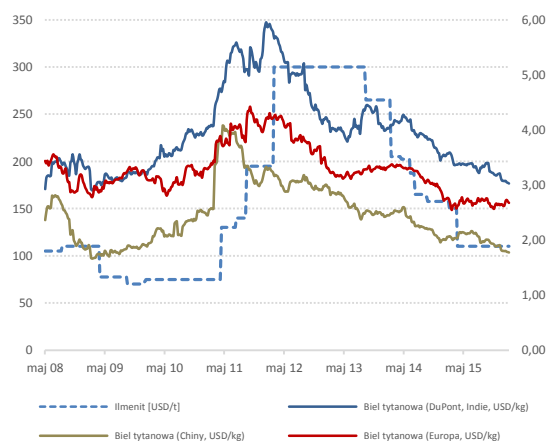
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Europa, PLN/kg]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg (luty = szacunek na bazie cen azjatyckich)

Ceny bieli na różnych rynkach (skala prawa) vs ceny ilmenitu [USD]



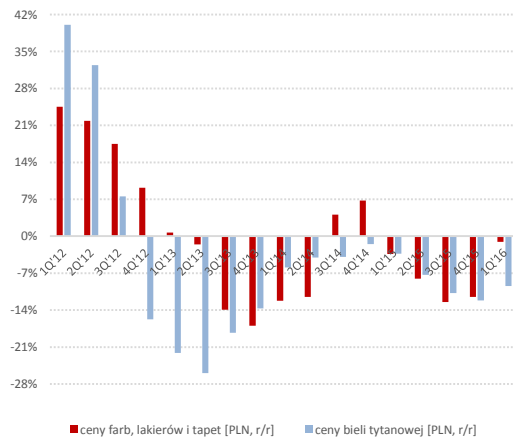
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Titanium Ore Ilmenite bulk conc min 54% TiO2 Australia \$/tonne fab – surowiec bazowy do bieli tytanowej

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



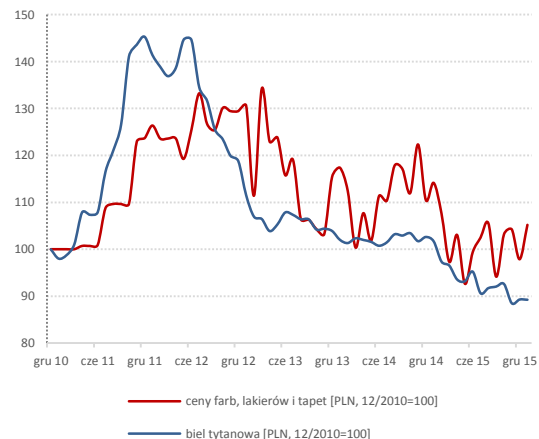
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg, 1Q'16=styczeń

Ceny bieli wyrażone w EUR spadły obecnie poniżej 2,0 EUR/kg, od najniższych poziomów od 2002 roku (w ostatnich latach producenci próbowali forsować na rynek podwyżki cen czy redukowali moce jednak niewiele to na razie przyniosło – rynek jest dość słaby od strony popytowej) Niskim cenom bieli sprzyjają korzystne ceny ilmenitu. Lekką presją na ceny bieli mógłby powodować kurs EUR/USD, ale nic takiego nie ma miejsca. Ceny benchmarków w USD także są w trendzie spadkowym.

Po spadku cen bieli., z opóźnieniem, od przełomu 2013/2014 na rynku farb w Polsce pojawiła się presja na ceny produktów (widoczna w indeksie cenowym PSB). Jest ona jednak relatywnie słabsza niż dynamika spadku cen bazy surowcowej, co przy jednocześnie wzroście efektywności stosowanych formuł surowcowych, pozwoliło na wzrost marż w ostatnich latach.

Spora część pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny są w różnym stopniu powiązane z naftą (generalnie sprzyjają one rentowności Śnieżki w obecnym otoczeniu). 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).

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



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

Porównanie rentowności EBITDA producentów farb



Kryzys na rynku nieruchomości + wysokie ceny ropopochodnych

Okres wysokich cen bieli tytanowej

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg (dla firm zagranicznych EBITDA adj, na bazie danych Bloomberg)

PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2016-2025

Dobre wyniki 2015 roku (poprzednią rekomendację publikowaliśmy przed rezultatami za 2Q'15) skłaniają nas do podniesienia szacunków na 2016 rok i kolejne lata. Od strony popytowej dobrze wygląda rynek polski. Zwracamy przy tym uwagę, że w 2015 spółka zaraportowała wzrost sprzedaży w Polsce na poziomie 8% - realnie było to 5% - za pozostałą część (czyli ok. 12 mln PLN) odpowiada proces wymiany farb u odbiorców w związku ze zmianą opakowań (farby w starych opakowaniach były odkupywane przez spółkę a następnie odsprzedawane w nowym pudełku). W 2016 roku zakładamy 3% wzrost przychodów do 565 mln PLN (>5% wzrost na rynku polskim, blisko 6% spadek w PLN na rynkach zagranicznych – bierzemy pod uwagę osłabienie lokalnych walut na wschodzie, które nastąpiło w 1Q'16). W kolejnych latach zakładamy konserwatywne przyrosty sprzedaży na poziomie CAGR'25/15=2,5% (przyjmujemy, że Ukraina powróci do nieznacznych wzrostów wyrażonych w PLN, kurs PLN/UAH przyjęto na poziomie 0,15 w długim terminie vs średnio 0,175 w 2014).

Zakładamy, że w 2016 roku marża brutto ze sprzedaży utrzyma się powyżej 38%. Obecnie nie widać 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). Przy czym dostrzegamy ryzyko, że przy stabilizacji cen w EUR, znaczenia zaczną nabierać kurs EUR/PLN (szacujemy, że każdy wzrost o 0,10 PLN to wzrost kosztów o około 4-5 mln PLN w skali roku, przy niezmiennych innych czynnikach – zwracamy przy tym uwagę, że wszyscy producenci farb w Polsce muszą zakupywać surowce w EUR, dodatkowo spółki-córki podmiotów zagranicznych przy słabszym PLN mają niższy wynik po przeliczeniu na EUR).

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).

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 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 (w 2014 różnice kursowe na UAH/PLN wyniosły -2,9 mln PLN a w 2015 -0,2 mln PLN).

Na poziomie EBITDA wynik w 2016 roku szacujemy na poziomie 85,5 mln PLN. Zysk netto w 2016 prognozujemy na 54,7 mln PLN – zakładany duży wzrost to efekt braku różnic kursowych na USD (przyjmujemy różnice na UAH i BYR <1 mln PLN).

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 (szacujemy, że wykorzystanie mocy w Polsce wynosi ok. 75-80% a na Ukrainie spadło do 30-40%). Docelowo w modelu zakładamy, że marża EBITDA będzie kształtować się na poziomie blisko 15%. 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 2016-2017 rok [mln PLN]

	2015P	2015		2016P	2016P		2017P	2017P	
	poprzednio*	wykonanie	odchylenie	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	549,5	550,2	0,1%	568,4	565,0	-0,6%	587,7	588,4	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	207,5	209,9	1,2%	211,9	216,2	2,0%	219,4	224,4	2,3%
EBITDA	80,0	83,2	4,0%	80,8	85,5	5,8%	83,7	87,9	5,0%
EBIT	61,9	65,3	5,4%	62,7	67,6	7,9%	65,4	70,2	7,3%
Zysk (strata) netto	45,2	48,0	6,2%	51,2	54,7	6,8%	53,4	57,3	7,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	37,8%	38,2%		37,3%	38,3%		37,3%	38,1%	
Marża EBITDA	14,6%	15,1%		14,2%	15,1%		14,2%	14,9%	
Marża EBIT	11,3%	11,9%		11,0%	12,0%		11,1%	11,9%	
Marża zysku netto	8,2%	8,7%		9,0%	9,7%		9,1%	9,7%	

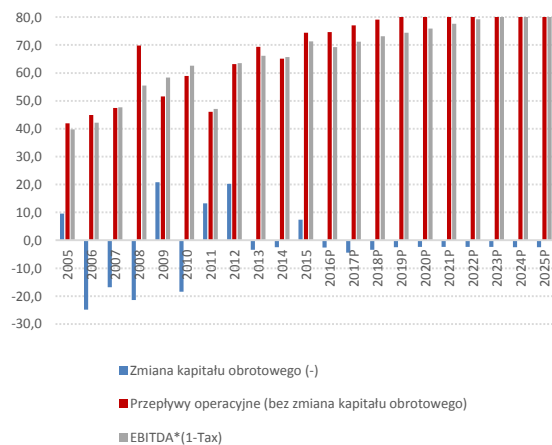
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 13.08.2016

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	112,1	177,1	169,0	91,9	114,9	181,4	174,7	94,0	576,5	573,9	546,0	550,2	565,0	588,4	608,0	621,9	635,0
Polska	87,8	142,0	125,6	69,8	91,4	149,1	134,4	72,6	369,2	367,5	393,7	425,3	447,5	465,4	479,3	488,9	498,7
Ukraina	11,2	17,3	22,8	12,8	11,9	15,2	19,9	11,8	132,0	126,8	74,8	64,2	58,8	61,7	64,8	67,1	68,8
Białoruś	8,7	9,6	10,5	5,2	7,4	8,5	9,9	5,0	42,5	49,0	47,5	33,9	30,8	32,3	34,0	35,1	36,0
Rosja	1,4	2,6	3,3	1,8	1,4	2,7	3,4	1,9	15,6	15,6	12,2	9,2	9,4	9,8	10,1	10,3	10,5
pozostałe	3,0	5,6	6,8	2,2	3,0	5,8	7,0	2,7	17,2	15,0	17,8	17,6	18,5	19,1	19,8	20,4	21,0
Zmiana r/r																	
Przychody	0,5%	3,1%	-1,5%	0,8%	2,5%	2,4%	3,3%	2,3%	4,7%	-0,5%	-4,9%	0,8%	2,7%	4,1%	3,3%	2,3%	2,1%
Polska	10,0%	9,6%	4,0%	9,9%	4,0%	5,0%	7,0%	4,0%	1,2%	-0,5%	7,1%	8,0%	5,2%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Ukraina	-26,7%	-10,7%	-10,5%	-11,8%	5,6%	-12,2%	-12,9%	-7,7%	11,4%	-4,0%	-41,0%	-14,1%	-8,4%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Białoruś	-20,6%	-30,2%	-26,4%	-39,7%	-15,0%	-11,0%	-6,0%	-3,0%	4,0%	15,3%	-3,1%	-28,6%	-9,3%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Rosja	-15,7%	-34,5%	-25,6%	-11,4%	-5,0%	5,0%	5,0%	2,0%	49,3%	0,4%	-22,1%	-24,7%	2,8%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	-21,1%	10,4%	3,5%	-8,1%	0,0%	3,4%	3,9%	20,0%	6,9%	-13,0%	18,9%	-1,3%	5,1%	3,7%	3,5%	3,0%	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	38,0	71,1	64,5	36,3	39,1	73,0	66,9	37,3	196,8	213,2	202,4	209,9	216,2	224,4	231,3	235,6	240,1
marża	33,9%	40,1%	38,2%	39,5%	34,0%	40,2%	38,3%	39,7%	34,1%	37,1%	37,1%	38,2%	38,3%	38,1%	38,0%	37,9%	37,8%
SG&A	27,1	46,4	36,9	33,0	27,7	47,5	38,2	33,5	137,7	151,5	140,6	143,4	146,9	152,5	157,1	160,2	163,1
Zysk na sprzedaży	10,9	24,7	27,6	3,4	11,3	25,5	28,7	3,8	59,1	61,7	61,8	66,5	69,3	71,9	74,2	75,4	76,9
EBITDA	15,3	27,7	31,8	8,4	15,8	28,9	33,0	7,8	72,9	78,0	76,4	83,2	85,5	87,9	90,3	91,8	93,8
marża	13,7%	15,6%	18,8%	9,1%	13,7%	16,0%	18,9%	8,3%	12,6%	13,6%	14,0%	15,1%	15,1%	14,9%	14,9%	14,8%	14,8%
EBIT	10,9	23,2	27,3	3,8	11,3	24,5	28,5	3,3	56,4	58,8	58,5	65,3	67,6	70,2	72,3	73,5	75,0

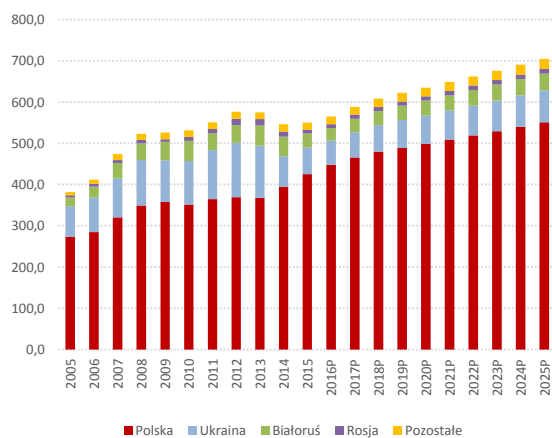
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przepływy operacyjne [mln PLN]



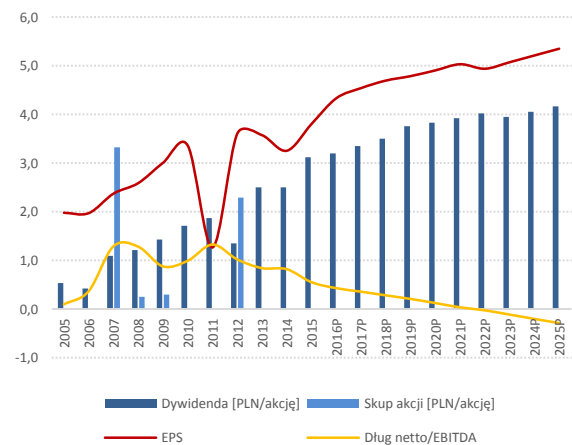
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



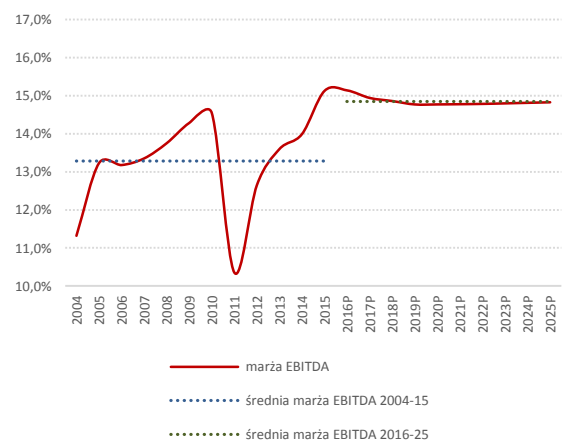
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	175,3	166,6	169,6	175,4	181,6	186,5	190,9	195,0	198,9	202,6	206,1	209,8
Wartości niematerialne i prawne	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
Rzeczowe aktywa trwałe	153,3	146,2	149,8	156,1	162,9	168,2	173,2	177,8	182,2	186,4	190,4	194,6
Pozostałe aktywa trwałe	20,3	18,9	18,4	17,8	17,3	16,8	16,3	15,7	15,2	14,7	14,1	13,6
Aktywa obrotowe	156,9	155,1	162,6	170,1	176,0	180,6	186,0	192,2	196,2	202,9	210,3	220,9
Zapasy	66,6	71,9	74,4	79,5	82,9	85,3	87,6	89,9	92,1	94,3	96,4	98,6
Należności krótkoterminowe	76,1	71,0	72,9	76,0	78,5	80,3	82,0	83,7	85,5	87,3	89,1	91,0
Inwestycje krótkoterminowe	14,2	12,1	15,3	14,6	14,6	14,9	16,4	18,7	18,6	21,4	24,7	31,3
- w tym środki pieniężne	13,4	11,1	14,3	13,6	13,6	13,9	15,4	17,6	17,6	20,4	23,7	30,2
Aktywa razem	332,9	321,8	332,3	345,6	357,7	367,1	377,0	387,3	395,2	405,6	416,5	430,9
Kapitał (fundusz) własny	202,5	202,7	216,9	232,0	247,0	260,0	273,6	287,6	299,1	313,2	327,8	342,7
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	123,9	117,9	77,6	89,9	103,1	114,9	127,0	139,4	152,1	164,5	177,3	190,5
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	54,7	57,3	59,2	60,4	61,9	63,5	62,3	64,0	65,7	67,5
Pozostałe pozycje kapitału własnego	66,0	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1
Kapitał mniejszości	4,9	3,9	4,4	5,0	5,6	6,2	6,9	7,6	8,3	9,0	9,7	10,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	125,4	115,2	111,0	108,7	105,1	100,9	96,6	92,2	87,8	83,4	79,0	77,7
Zobowiązania oprocentowane	76,0	56,9	50,9	44,9	38,9	32,9	26,9	20,9	14,9	8,9	2,9	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	49,5	58,3	60,1	63,8	66,2	68,0	69,7	71,3	72,9	74,5	76,1	77,7
Pasywa razem	332,9	321,8	332,3	345,6	357,7	367,1	377,0	387,3	395,2	405,6	416,5	430,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	546,0	550,2	565,0	588,4	608,0	621,9	635,0	648,3	662,0	676,0	690,2	704,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	343,6	340,3	348,8	364,0	376,7	386,3	394,9	403,1	411,5	419,9	428,6	437,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	202,4	209,9	216,2	224,4	231,3	235,6	240,1	245,2	250,5	256,0	261,6	267,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	140,6	143,4	146,9	152,5	157,1	160,2	163,1	166,6	170,1	173,7	177,3	181,1
Zysk (strata) na sprzedaży	61,8	66,5	69,3	71,9	74,2	75,4	76,9	78,7	80,5	82,4	84,3	86,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,3	-1,2	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
EBITDA	76,4	83,2	85,5	87,9	90,3	91,8	93,8	95,8	97,9	100,0	102,2	104,5
EBIT	58,5	65,3	67,6	70,2	72,3	73,5	75,0	76,7	78,5	80,3	82,2	84,2
Saldo działalności finansowej	-10,9	-8,8	-2,9	-2,2	-2,0	-1,8	-1,5	-1,3	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3
Zysk (strata) brutto	47,9	56,7	65,1	68,3	70,6	72,1	73,8	75,8	77,8	79,9	82,1	84,2
Zysk (strata) netto mniejszości	0,1	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Zysk (strata) netto*	41,0	48,0	54,7	57,3	59,2	60,4	61,9	63,5	62,3	64,0	65,7	67,5

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	62,6	81,7	72,0	72,5	75,6	77,9	79,7	81,3	80,2	81,9	83,7	85,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-18,1	-18,6	-20,4	-23,0	-23,8	-22,7	-22,7	-22,6	-22,7	-22,8	-22,9	-23,4
Przepływy z działalności finansowej	-54,8	-64,6	-48,4	-50,2	-51,8	-54,8	-55,5	-56,5	-57,5	-56,3	-57,4	-55,5
Przepływy pieniężne netto	-10,4	-1,5	3,2	-0,7	0,0	0,3	1,5	2,2	0,0	2,8	3,3	6,6
Środki pieniężne na początek okresu	24,3	13,4	11,1	14,3	13,6	13,6	13,9	15,4	17,6	17,6	20,4	23,7
Środki pieniężne na koniec okresu	13,4	11,1	14,3	13,6	13,6	13,9	15,4	17,6	17,6	20,4	23,7	30,2

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	0,8%	2,7%	4,1%	3,3%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBITDA zmiana r/r	8,9%	2,8%	2,8%	2,8%	1,7%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EBIT zmiana r/r	11,5%	3,7%	3,7%	3,1%	1,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r	16,9%	13,9%	4,8%	3,4%	1,9%	2,5%	2,6%	-1,9%	2,7%	2,7%	2,7%
Marża brutto na sprzedaży	38,2%	38,3%	38,1%	38,0%	37,9%	37,8%	37,8%	37,8%	37,9%	37,9%	37,9%
Marża EBITDA	15,1%	15,1%	14,9%	14,9%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Marża EBIT	11,9%	12,0%	11,9%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Marża brutto	10,3%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%	11,8%	11,9%	12,0%
Marża netto	8,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%
COGS / przychody	61,8%	61,7%	61,9%	62,0%	62,1%	62,2%	62,2%	62,2%	62,1%	62,1%	62,1%
SG&A / przychody	26,1%	26,0%	25,9%	25,8%	25,8%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%
SG&A / COGS	42,1%	42,1%	41,9%	41,7%	41,5%	41,3%	41,3%	41,3%	41,4%	41,4%	41,4%
ROE	23,7%	26,1%	25,5%	24,7%	23,8%	23,2%	22,6%	21,2%	20,9%	20,5%	20,1%
ROA	14,9%	16,4%	16,6%	16,6%	16,4%	16,4%	16,4%	15,8%	15,8%	15,8%	15,7%
Dług	56,9	50,9	44,9	38,9	32,9	26,9	20,9	14,9	8,9	2,9	0,0
D / (D+E)	17,7%	15,3%	13,0%	10,9%	9,0%	7,1%	5,4%	3,8%	2,2%	0,7%	0,0%
D / E	20,1%	17,0%	14,1%	11,5%	9,3%	7,3%	5,4%	3,8%	2,2%	0,7%	0,0%
Odsetki / EBIT	-13,5%	-4,2%	-3,2%	-2,8%	-2,4%	-2,0%	-1,7%	-1,3%	-1,0%	-0,6%	-0,4%
Dług / kapitał własny	27,5%	23,0%	19,0%	15,4%	12,4%	9,6%	7,1%	4,8%	2,8%	0,9%	0,0%
Dług netto	45,8	36,6	31,3	25,3	19,0	11,5	3,3	-2,7	-11,5	-20,8	-30,2
Dług netto / kapitał własny	22,6%	16,9%	13,5%	10,3%	7,3%	4,2%	1,1%	-0,9%	-3,7%	-6,3%	-8,8%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Dług netto / EBIT	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4
EV	748,7	739,5	734,1	728,2	721,8	714,4	706,1	700,1	691,4	682,0	672,6
Dług / EV	7,6%	6,9%	6,1%	5,3%	4,6%	3,8%	3,0%	2,1%	1,3%	0,4%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,5%	3,7%	4,0%	4,0%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	107,4%	116,7%	132,4%	134,7%	126,5%	123,7%	121,3%	120,0%	118,8%	117,6%	118,4%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	3,2%	3,0%	3,0%	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Zmiana KO / Przychody	-1,7%	0,5%	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-228,4%	18,4%	20,1%	18,6%	18,7%	18,7%	18,5%	18,3%	18,1%	18,0%	18,0%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
P/E*	14,6	12,9	12,3	11,9	11,6	11,4	11,1	11,3	11,0	10,7	10,4
P/BV*	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0
P/CE*	10,7	9,7	9,4	9,1	8,9	8,7	8,5	8,6	8,4	8,2	8,0
EV/EBITDA*	9,0	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,2	6,9	6,7	6,4
EV/EBIT*	11,5	10,9	10,5	10,1	9,8	9,5	9,2	8,9	8,6	8,3	8,0
EV/S*	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
BVPS	16,4	17,5	18,8	20,0	21,1	22,2	23,4	24,4	25,5	26,7	28,0
EPS	3,8	4,3	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	4,9	5,1	5,2	5,3
CEPS	5,2	5,7	5,9	6,1	6,2	6,4	6,5	6,5	6,6	6,8	7,0
FCFPS	4,3	4,5	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,2	0,0	0,0	0,0
DPS	3,12	3,20	3,35	3,50	3,76	3,83	3,92	4,02	3,95	4,06	4,17
Payout ratio	96%	84%	77%	77%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 55,7 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

Krystian Brymora

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

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, 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
trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016	55,7	45 991
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	48,0	19.07.2013	48,89	46 400
trzymaj	48,0	akumuluj	36,6	6.03.2013	49,45	46 798
akumuluj	36,6	trzymaj	33,9	22.10.2012	31,61	43 759
trzymaj	33,9	kupuj	32,7	24.07.2012	34,00	38 983
kupuj	32,7	trzymaj	39,8	1.03.2011	27,19	41 534
trzymaj	39,8	akumuluj	47,1	26.05.2011	39,10	49 245
akumuluj	47,1	akumuluj	45,1	15.03.2011	42,95	47 440
akumuluj	45,1	akumuluj	45,1	17.11.2010	40,70	46 456
akumuluj	45,1	kupuj	41,2	14.05.2010	40,51	41 656
kupuj	41,2	-	-	27.10.2009	33,05	39 147

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	5	38%
Akumuluj	4	31%
Trzymaj	3	23%
Redukuj	1	8%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie procentowane 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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 portfelowo 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 portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia 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 26.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 02.03.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżne 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 26.02.2016 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 zajść 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.