



Dom Maklerski BDM S.A.

MFO

RAPORT ANALITYCZNY

Uwzględniając dalszy potencjał dla wzrostu kursu MFO, decydujemy się na podniesienie ceny docelowej dla MFO z 20,63 PLN do 23,76 PLN/akcję i wydajemy zalecenie Akumuluj (poprzednio było Kupuj). Zgodnie z naszymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2016-2017 na poziomie odpowiednio 6,2x i 6,3x z perspektywą dalszego spadku w 2018 roku po uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych. Dodatkowo pozytywne spojrzenie na atrakcyjność inwestycyjną w spółkę wzmacnia perspektywa wypłaty dywidendy z zysku za 2016 rok.

Wyniki za 2Q'16 należały do bardzo udanych. Wpływ na wysokie marże miał silny wzrost cen blach i produktów spółki. W 2Q'16 przychody spółki wzrosły o 28% r/r do 67,6 mln PLN. W tym okresie średnia cena blachy HDG była wyższa o 15% r/r. Ogółem w 2Q'16 marża brutto na sprzedaży uległa zdecydowanej poprawie r/r i wyniosła aż 21%! W 2Q'16 EBITDA spółki wzrosła z 3,0 do 8,3 mln PLN (marża EBITDA była wyższa zatem o ok 6 pkt %). Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 6,5 mln PLN.

Wzrost skali działania oraz wyższe ceny blach wiążą się z zaangażowaniem przez MFO większych środków w kapitale obrotowym. Na koniec czerwca 2016 roku zaangażowany kapitał obrotowy wynosił ok 27 mln PLN. Nadwyżka zaangażowanego kapitału obrotowego nad długiem netto na koniec 2Q'16 wyniosła 19,6 mln PLN (na koniec 1Q'16 było to 13,3 mln PLN). Po 2Q'16 dług netto spółki wynosił 7,3 mln PLN (po 1Q'16 było to 17,7 mln PLN, a na koniec 2015 roku 18,3 mln PLN). Wskaźnik dług netto/EBITDA (za 4 ostatnie kwartały) na koniec 2Q'16 wynosił zatem tylko 0,3x. Należy mieć na uwadze, że w 2H'16 dojdzie do realizacji nowych inwestycji tym samym dług netto/EBITDA na koniec 2016 roku będzie na wyższym poziomie niż na koniec czerwca'16.

W modelu podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia na 3Q'16 i 4Q'16. Spodziewamy się, że EBITDA w omawianych kwartałach wyniesie odpowiednio 4,57 mln PLN oraz 6,94 mln PLN. Tym samym w skali całego 2016 roku EBITDA powinna wynieść niemal 24 mln PLN. Na rok 2017 przyjmujemy scenariusz bazowy uwzględniający powolny dalszy wzrost cen blach (względem odczytów z 2H'16). Średnia cena HDG w naszym modelu wynosi 2 620 PLN/t. Uwzględniamy wzrost wolumenów sprzedaży o prawie 5% względem 2016 roku. Tym samym założylimy, że EBITDA spółki może wynieść 23,4 mln PLN. Jest to mniej niż w 2016 roku (efekt silnego wzrostu cenników w 2Q'16) ale jednocześnie więcej niż oczekiwaliśmy w naszym raporcie analitycznym z czerwca'16 (wtedy było to 20,5 mln PLN).

Na lata 2018-2019 przyjęliśmy dalszy niewielki wzrost cen blach oraz wyższą dynamikę wzrostu sprzedaży ze względu na efekty prowadzonych inwestycji w park maszynowy. Dynamika wzrostu wolumenów sprzedaży w tych dwóch latach wynosi odpowiednio 10% oraz 8,5%. Dlatego prognozujemy dalszy wzrost EBITDA do 28,3 mln PLN w 2019 roku.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	175,8	200,9	216,7	277,3	311,8	347,6
EBITDA [mln PLN]	8,4	11,9	15,5	24,0	23,4	26,5
EBIT [mln PLN]	7,2	10,7	13,6	21,8	20,7	22,1
Zysk netto [mln PLN]	6,0	7,9	10,1	16,9	15,7	16,8
P/BV	3,0x	2,6x	2,1x	1,7x	1,5x	1,3x
P/E	22,2x	16,7x	13,1x	7,9x	8,5x	7,9x
EV/EBITDA	16,2x	12,3x	9,7x	6,2x	6,3x	5,4x

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 23,76 PLN

24 PAŹDZIERNIK 2016, 08:29 CEST

Wycena końcowa [PLN]	23,76
Potencjał do wzrostu / spadku	+10%
Koszt kapitału	9.5%

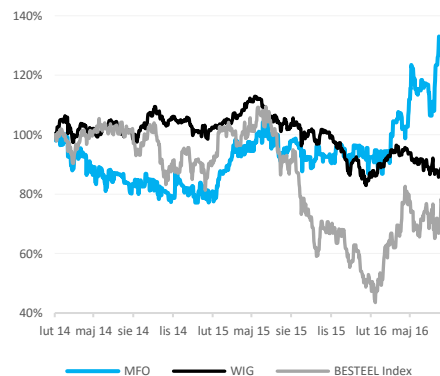
Cena rynkowa [PLN]	21,69
Kapitalizacja [mln PLN]	132,3
Ilość akcji [mln. szt.]	6,10

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	22,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,27

Stopa zwrotu za 3 mc	19%
Stopa zwrotu za 6 mc	63%
Stopa zwrotu za 9 mc	75%

Akcjonariat (% kapitału):	
Tomasz Mirski	34,43%
Marek Mirski	32,79%
Pozostali akcjonariusze	32,79%

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	2
WYCENA DCF.....	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE MFO ZA 2Q'16.....	9
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI I ZAANGAŻOWANY KAPITAŁ OBROTOWY	12
PROGNOZA WYNIKÓW MFO.....	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Silna konkurencja na rynku producentów profili stalowych w Polsce

MFO funkcjonuje na rynku producentów i dystrybutorów wyrobów stalowych wykonywanych ze stali płaskiej. Oceniamy, że na polskim rynku występuje nadal nadpodaż mocy produkcyjnych w profilach. Jednym z większych podmiotów zagranicznych działających w Polsce jest m.in. Marcegaglia (z dużymi mocami wytwórczymi). Zwracamy uwagę, że MFO oferuje większość asortymentów w segmentach, które akurat nie są w bezpośrednim zainteresowaniu tego podmiotu.

Realizowane marże produkcyjne

Spółka działa na rynku bardzo konkurencyjnym. Nadpodaż mocy produkcyjnych wpływa na silną presję cenową, dlatego kluczowe znaczenie dla MFO ma koszt zakupu wsadu produkcyjnego. Należy mieć na uwadze, że zakupy surowca i sprzedaż wyrobów w dużym stopniu mają charakter transakcji SPOTowych (zakupu z hut pochodzących z UE).

Zmiany cen stali

Wyniki finansowe MFO oraz poziom marży uzyskiwanej na sprzedaży uzależniony jest od poziomu cen stali, która stanowi główny składnik kosztowy w procesie produkcji profili stalowych. Znaczna i nagła obniżka cen stali może odbić się negatywnie na wynikach finansowych MFO poprzez zmniejszenie uzyskiwanej na sprzedaży marży, a także zmusić do dokonania przeszacowania zapasów. Z kolei wzrost cen stali może pozytywnie odbić się na przychodach i realizowanych marżach.

Ryzyko kursowe

MFO dokonuje większość zakupów surowców na rynku UE i realizuje znaczną część sprzedaży wyrobów na rynku europejskim i południowoamerykańskim. Dlatego należy mieć na uwadze, że gwałtowne wahania kursów walutowych mogą rzutować na realizowane marże

WYCENA I PODSUMOWANIE

Nasza wycena opiera się na metodzie DCF oraz na wycenie za pomocą analizy mnożnikowej (akceptowalny pułap EV/EBITDA = 6,0x). Za pomocą wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 25,63 PLN/akcję. Wycena EV/EBITDA sugeruje wartość 21,89 PLN/akcję. **Uwzględniając zatem dalszy potencjał dla wzrostu kursu MFO, decydujemy się na podniesienie ceny docelowej dla MFO z 20,63 PLN do 23,76 PLN/akcję i wydajemy zalecenie Akumuluj (poprzednio było Kupuj).** Zgodnie z naszymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2016-2017 na poziomie odpowiednio 6,2x i 6,3x z perspektywą dalszego spadku w 2018 roku po uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych. Dodatkowo pozytywne spojrzenie na atrakcyjność inwestycyjną w spółkę wzmacnia perspektywa wypłaty dywidendy z zysku za 2016 rok.

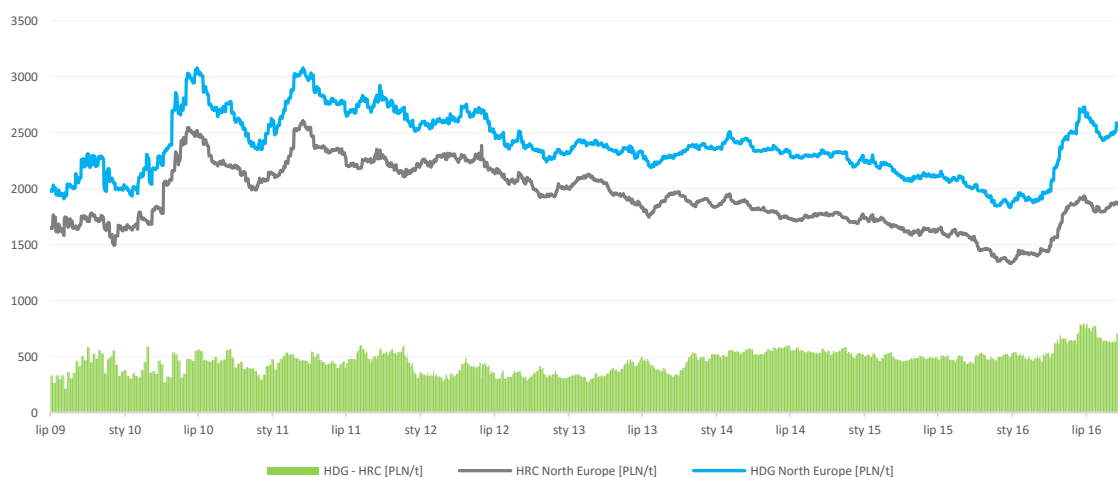
Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	25,63
B	Wycena mnożnikowa [PLN]	21,89
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy porównawczej [PLN]		23,76

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Silny wzrost cen blach w 1H'16 miał korzystny wpływ na rezultaty MFO. Szacujemy, że w 2Q'16 średnia cena blachy HDG wzrosła do 2 426 PLN/t, czyli o 500 PLN/t względem 1Q'16 oraz o ok 320 PLN/t w porównaniu z 2Q'15. Patrząc na zachowanie cen blach dostrzegamy dalsze wprowadzane podwyżki przez europejskie huty. Średnia wartość odczytów HDG w 3Q'16 prawie 2 530 PLN/t. Jest to o 104 PLN/t więcej niż w 2Q'16. Silne wzrosty cen węgla koksowego oraz ochrona rynku UE według nas wspierają dalsze podwyżki HDG również na 4Q'16. Ostatnie odczyty z połowy października wskazują na cenę prawie 2 600 PLN/t.

Ceny blach (HRC oraz HDG PLN/t kwotowania z rynku europejskiego)



HRC - blacha walcowana na gorąco w kręgach

HDG - blacha ocynkowana ogniowo

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W modelu podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia na 3Q'16 i 4Q'16. Spodziewamy się, że EBITDA w omawianych kwartałach wyniesie odpowiednio 4,57 mln PLN oraz 6,94 mln PLN. Tym samym w skali całego 2016 roku EBITDA powinna wynieść niemal 24 mln PLN. Na rok 2017 przyjmujemy scenariusz bazowy uwzględniający powolny dalszy wzrost cen blach (względem odczytów z 2H'16). Średnia cena HDG w naszym modelu wynosi 2 620 PLN/t. Uwzględniamy wzrost tonażu sprzedaży o prawie 5% względem 2016 roku. Tym samym założyliśmy, że EBITDA spółki może wynieść 23,4 mln PLN. Jest to mniej niż w 2016 roku (efekt silnego wzrostu cenników w 2Q'16) ale jednocześnie więcej niż oczekiwaliśmy w naszym raporcie analitycznym z czerwca'16 (wtedy oczekiwaliśmy 20,5 mln PLN).

Na lata 2018-2019 przyjęliśmy dalszy niewielki wzrost cen blach oraz wyższą dynamikę wzrostu sprzedaży ze względu na efekty prowadzonych inwestycji w park maszynowy. Dynamika wzrostu wolumenów sprzedaży w tych dwóch latach wynosi odpowiednio 10% oraz 8,5%. Dlatego prognozujemy dalszy wzrost EBITDA do 28,3 mln PLN w 2019 roku.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,1 (z uwagi na niską płynność obrotów na GPW oraz małą skalę działalności w porównaniu z dużymi graczami międzynarodowymi i tym samym dużą wrażliwością przyszłych wyników na sytuację sprzedażową poszczególnych asortymentów).

Główne założenia:

- W modelu podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia na 3Q'16 i 4Q'16. Spodziewamy się, że EBITDA w omawianych kwartałach wyniesie odpowiednio 4,57 mln PLN oraz 6,94 mln PLN. Tym samym w skali całego 2016 roku EBITDA powinna wynieść niemal 24 mln PLN.
- Na rok 2017 przyjmujemy scenariusz bazowy uwzględniający powolny dalszy wzrost cen blach (względem odczytów z 2H'16). Średnia cena HDG w naszym modelu wynosi 2 620 PLN/t. Uwzględniamy wzrost wolumenów sprzedaży o prawie 5% względem 2016 roku. Tym samym założyliśmy, że EBITDA spółki może wynieść 23,4 mln PLN. Jest to mniej niż w 2016 roku (efekt silnego wzrostu cenników w 2Q'16) ale jednocześnie więcej niż oczekiwaliśmy w naszym raporcie analitycznym z czerwca'16 (wtedy oczekiwaliśmy 20,5 mln PLN).
- Na lata 2018-2019 przyjęliśmy dalszy niewielki wzrost cen blach oraz wyższą dynamikę wzrostu sprzedaży ze względu na efekty prowadzonych inwestycji w park maszynowy. Dynamika wzrostu wolumenów sprzedaży w tych dwóch latach wynosi odpowiednio 10% oraz 8,5%. Dlatego prognozujemy dalszy wzrost EBITDA do 28,3 mln PLN w 2019 roku.
- Capex na lata 2016-2018 uwzględnia wpływ dotacji unijnych w kwocie ok 16,3 mln PLN, w spółce trwa bowiem kolejny etap inwestycji. MFO chce uruchomić m.in. linię do technologii wytwarzania wsporników ściennych (szacowany koszt linii produkcyjnych to ok 26,4 mln PLN z czego 13,4 mln PLN ma pochodzić z dotacji unijnych). W kolejnych latach prognozy zakładamy, że poziom nakładów inwestycyjnych będzie wyższy od amortyzacji. W okresie rezydualnym Capex = Amortyzacja.
- Stopę wolną od ryzyka pozostawiliśmy na poziomie 4%.
- Dług netto uwzględnia zakładamy stan bilansowy na koniec 2016 roku.
- W modelu nie uwzględniamy akwizycji.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.01.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 156,3 mln PLN, czyli 25,63 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	312	348	384	415	444	471	494	515	537	560
EBIT [mln PLN]	20,7	22,1	23,6	24,6	25,2	25,9	25,9	25,9	25,8	25,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,9	4,2	4,5	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
NOPLAT [mln PLN]	16,8	17,9	19,1	19,9	20,4	20,9	21,0	21,0	20,9	20,9
Amortyzacja [mln PLN]	2,7	4,4	4,8	4,9	5,1	5,4	5,6	5,9	6,2	6,4
CAPEX [mln PLN]	-10,3	-3,3	-5,8	-6,0	-6,4	-6,8	-7,2	-7,5	-7,8	-8,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,5	-6,2	-9,1	-4,7	-4,2	-4,1	-3,3	-3,1	-3,2	-3,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	5,7	12,8	9,0	14,0	15,0	15,4	16,2	16,3	16,1	15,7
DFCF [mln PLN]	5,3	10,8	7,0	10,0	9,8	9,2	8,9	8,2	7,4	6,6
Suma DFCF [mln PLN]	83,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	211,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	88,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	171,9									
Dług netto [mln PLN]	15,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	156,3									
Ilość akcji [mln szt.]	6,10									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	25,63									

Przychody zmiana r/r	12,5%	11,5%	10,3%	8,3%	6,8%	6,3%	4,8%	4,3%	4,3%	4,3%
Marża EBIT	6,6%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,5%	5,3%	5,0%	4,8%	4,6%
Marża EBITDA	7,5%	7,6%	7,4%	7,1%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%	6,0%	5,7%
CAPEX / Przychody	5,4%	5,5%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	700%	630%	136%	121%	124%	126%	127%	127%	126%	125%
Kapitał obrotowy / przychody	12,2%	11,9%	12,4%	13,7%	13,9%	13,9%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	87%	86%	88%	90%	91%	93%	94%	95%	96%	97%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	13%	14%	12%	10%	9%	7%	6%	5%	4%	3%
WACC	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
beta		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	0,7	27,2	29,1	31,6	34,8	36,8	39,2	42,1	45,7	50,1
	0,8	25,5	27,2	29,3	32,0	33,7	35,7	38,0	40,8	44,2
	0,9	24,0	25,5	27,3	29,6	31,0	32,6	34,5	36,8	39,5
	1,0	22,7	24,0	25,5	27,5	28,7	30,0	31,6	33,4	35,6
	1,1	21,5	22,6	23,9	25,6	26,6	27,8	29,1	30,6	32,4
	1,2	20,3	21,3	22,5	24,0	24,8	25,8	26,9	28,2	29,6
	1,3	19,3	20,2	21,2	22,5	23,2	24,1	25,0	26,1	27,3
	1,4	18,3	19,1	20,0	21,1	21,8	22,5	23,3	24,2	25,3
	1,5	17,4	18,1	19,0	19,9	20,5	21,1	21,8	22,6	23,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0,7	42,3	39,5	37,0	35,9	34,8	33,8	32,8	31,0	29,4
	0,8	39,5	36,7	34,2	33,1	32,0	31,0	30,1	28,3	26,7
	0,9	37,0	34,2	31,8	30,7	29,6	28,6	27,7	26,0	24,4
	1,0	34,8	32,0	29,6	28,5	27,5	26,5	25,6	24,0	22,5
	1,1	32,8	30,1	27,7	26,6	25,6	24,7	23,8	22,2	20,8
	1,2	31,0	28,3	26,0	24,9	24,0	23,1	22,2	20,6	19,3
	1,3	29,4	26,7	24,4	23,4	22,5	21,6	20,8	19,3	17,9
	1,4	27,9	25,3	23,1	22,1	21,1	20,3	19,5	18,0	16,7
	1,5	26,5	24,0	21,8	20,8	19,9	19,1	18,3	16,9	15,7

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		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	3.0%	27,9	30,0	32,6	36,1	38,3	40,9	44,0	48,0	52,9
	3.5%	26,0	27,8	30,0	32,8	34,6	36,7	39,2	42,2	45,9
	4.0%	24,3	25,8	27,7	30,1	31,5	33,2	35,2	37,5	40,4
	4.5%	22,8	24,1	25,7	27,7	28,9	30,3	31,9	33,8	36,0
	5.0%	21,5	22,6	23,9	25,6	26,6	27,8	29,1	30,6	32,4
	5.5%	20,2	21,2	22,4	23,8	24,7	25,6	26,7	28,0	29,4
	6.0%	19,1	19,9	21,0	22,2	22,9	23,7	24,6	25,7	26,9
	6.5%	18,0	18,8	19,7	20,8	21,4	22,1	22,8	23,7	24,7
	7.0%	17,1	17,8	18,5	19,5	20,0	20,6	21,3	22,0	22,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wyceny MFO metoda wskaźnikową dokonaliśmy w oparciu o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2016-2018 w wysokości 6,0x (poprzednio zastosowaliśmy mnożnik 5,5x; podwyższenie związane jest z poprawą sytuacji w branży producentów profili z blachy europejskiej). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 133,5 mln PLN, czyli 21,9 PLN/akcję.

Wycena mnożnikowa MFO (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2016-2018						
	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	15,8	17,9	19,9	21,9	23,9	25,9	27,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy, że działalność MFO jest trudno bezpośrednio porównać do innych podmiotów znajdujących się w publicznym obrocie na GPW (w analizie nie uwzględniamy Kęt posiadających obszar profili aluminiowych). Spółkę wyróżnia wysoki udział eksportu (w 2015 roku ok 43% produktów trafiło poza Polskę). Dodatkowo akcentujemy bezpieczną strukturę bilansu (dług netto/EBITDA na koniec 2Q'16 to ok 0,3x) oraz atrakcyjną ścieżkę wzrostu EBITDA na najbliższe 3 lata (mają być widoczne efekty nowego projektu rozbudowy mocy produkcyjnych). Liczymy również, że z zysku za 2016 rok spółka wypłaci dywidendę i będzie to trwały powrót do systematycznego dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami mniejszościowymi.

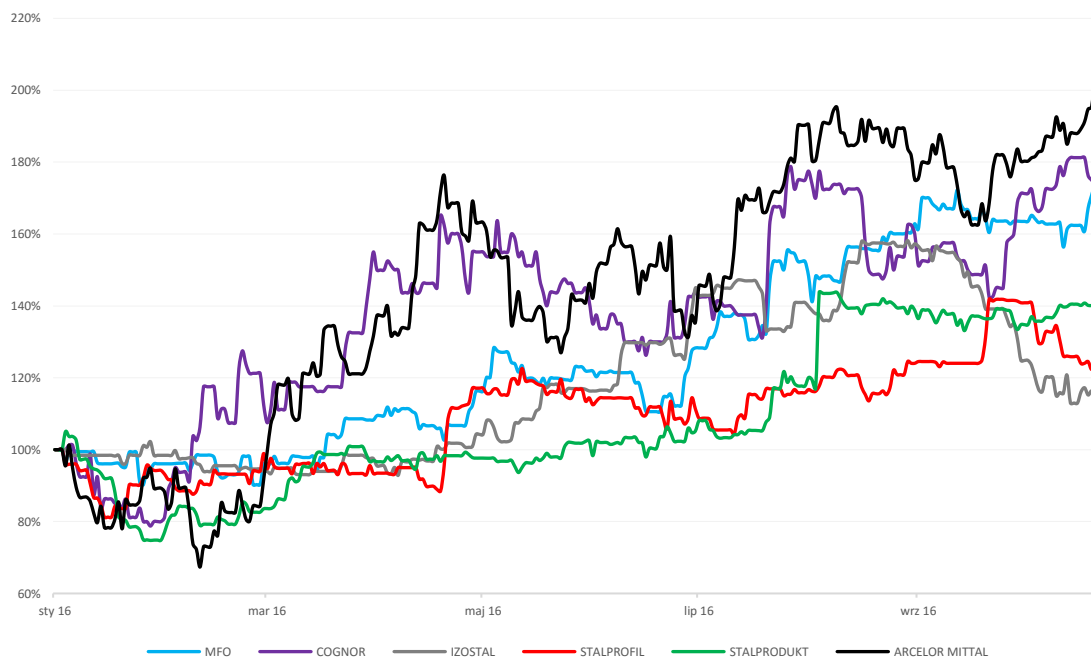
Na GPW w gronie podmiotów zajmujących się produkcją czy handlem stałą są dość różne działalności. Niemniej zwracamy uwagę na Stalprodukt, gdzie znajduje się segment profili stalowych (choć jednocześnie należy mieć na uwadze, że jest to tylko jedna z dywizji grupy; dodatkowo Stalprodukt w dużym stopniu bazuje na przerobie blachy sprowadzanej z obszaru WNP, a ta prawdopodobnie zostanie obłożona cłami ochronnymi).

Porównanie mnożników rynkowych MFO z innymi podmiotami

Spółka	Kurs [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	P/E			EV/EBITDA		
			2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
MFO	21,69	132	13,1	7,9	8,5	9,7	6,2	6,3
Stalprofil	12,99	227	---	---	13,6	---	23,9	7,9
Izostal	5,10	167	68,0	22,1	15,7	23,7	12,7	10,1
Cognor	1,39	184	---	25,1	7,5	15,4	7,7	5,9
Stalprodukt	418,50	2 814	12,1	7,2	9,6	6,0	4,4	4,7
Kloeckner	11,4 EUR	1 137 EUR	---	28,5	22,2	---	8,6	7,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu MFO na tle innych wybranych podmiotów (od stycznia 2016 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu MFO na tle indeksu WIG oraz BESTEEL (od lutego 2014 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE MFO ZA 2Q'16

Spółka systematycznie (od debiutu na GPW) poprawia wyniki finansowe. Doceniamy udane zakończenie poprzedniego projektu inwestycyjnego, co znacząco zwiększyło moce wytwórcze MFO i w istotny sposób poprawiło strukturę oferowanego asortymentu. Tym samym na bardzo trudnym rynku profili zimnogiętych, przy spadających cenach wyrobów stalowych, MFO z sukcesem wypracowywał już od dłuższego czasu ponadprzeciętne rezultaty. Kluczowe znaczenie dla działania MFO ma również rosnący eksport.

Wyniki za 2Q'16 należały do bardzo udanych. Wpływ na wysokie marże miał silny wzrost cen blach i produktów spółki. W 2Q'16 przychody spółki wzrosły o 28% r/r do 67,6 mln PLN. W tym okresie średnia cena blachy HDG była wyższa o 15% r/r. Ogółem w 2Q'16 marża brutto na sprzedaży uległa zdecydowanej poprawie r/r i wyniosła aż 21%! W 2Q'16 EBITDA spółki wzrosła z 3,0 do 8,3 mln PLN (marża EBITDA była wyższa zatem o ok 6 pkt %). Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 6,5 mln PLN.

Wzrost skali działania oraz wyższe ceny blach wiążą się z zaangażowaniem przez MFO większych środków w kapitale obrotowym. Na koniec czerwca 2016 roku zaangażowany kapitał obrotowy wynosił ok 27 mln PLN. Nadwyżka zaangażowanego kapitału obrotowego nad długiem netto na koniec 2Q'16 wyniosła 19,6 mln PLN (na koniec 1Q'16 było to 13,3 mln PLN).

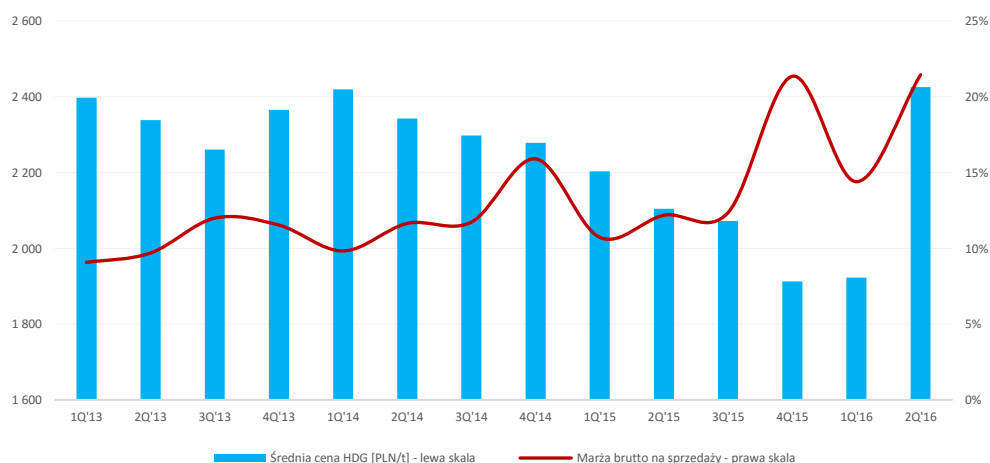
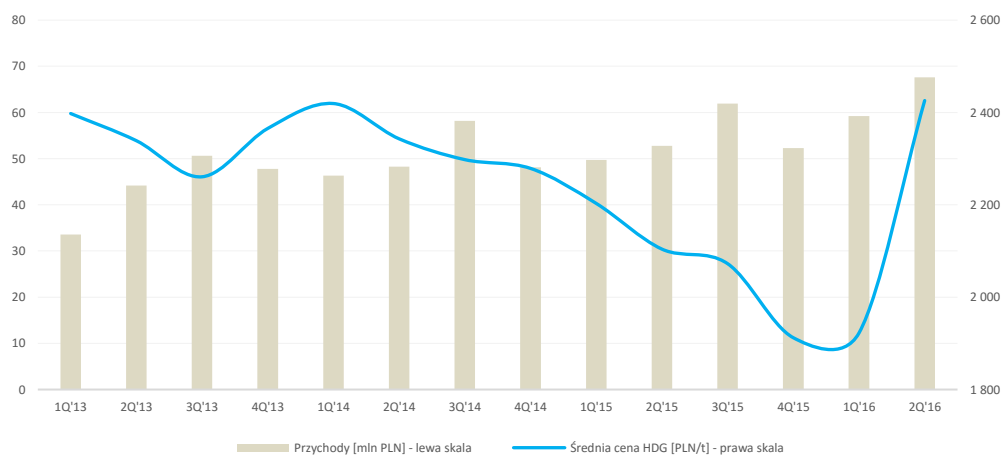
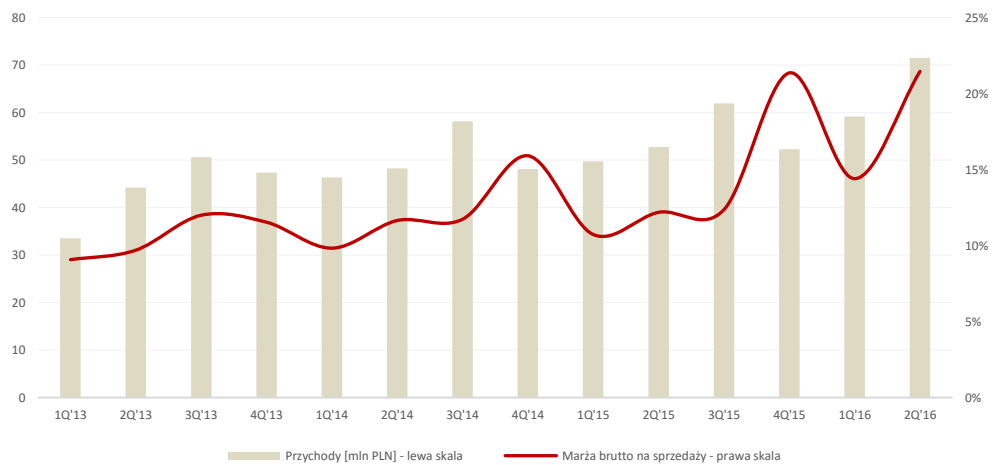
Wyniki MFO w ujęciu kwartalnym

	2Q'15	2Q'16	zmiana r/r	3Q'14-2Q'15	3Q'15-2Q'16	zmiana r/r
Przychody	52,8	67,6	28%	208,8	241,0	15%
Wynik brutto na sprzedaży	6,4	14,5	126%	26,2	41,9	60%
Koszty sprzedaży	3,1	4,5	43%	12,0	15,8	31%
Koszty zarządu	1,0	2,2	119%	3,5	5,5	56%
EBITDA	3,0	8,3	178%	12,7	22,8	80%
EBIT	2,5	7,7	207%	11,2	20,9	87%
Saldo finansowe	-0,3	0,1	---	-1,0	-0,8	---
Wynik brutto	2,2	7,8	254%	10,2	20,0	96%
Wynik netto	1,8	6,5	268%	8,1	16,3	101%
Marża brutto	12%	21%		13%	17%	
Marża EBITDA	6%	12%		6%	9%	
Marża netto	3%	10%		4%	7%	
Szacunek wyniku EBITDA/t [PLN/t]*	139	351	152%	178	248	39%
Śr. cena blachy HDG [PLN/t] (wsad do produkcji)	2 104	2 426	15%	2 221	2 083	-6%
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	24,3	26,9	11%	24,3	26,9	11%
Zapasy	28,6	34,0	19%	28,6	34,0	19%
Należności handlowe	24,6	27,1	10%	24,6	27,1	10%
Zobowiązania handlowe	28,9	34,3	19%	28,9	34,3	19%
CF netto [mln PLN]	0,4	8,5	---	2,0	8,0	302%
CF operacyjny	-1,0	12,7	---	6,8	18,8	177%
CF inwestycyjny	-0,9	-1,1	---	-11,8	-3,6	---
CF finansowy	2,4	-3,0	---	7,0	-7,2	---
Dług netto eop [mln PLN]	19,2	7,3	-62%	19,2	7,3	-62%
Dług %	22,8	18,8	-17%	22,8	18,8	-17%
Środki pieniężne	3,5	11,5	226%	3,5	11,5	226%
Kapitał obrotowy - dług netto eop [mln PLN]	5,0	19,6	291%	5,0	19,6	291%

* szacunek DM BDM; spółka nie podaje w ujęciu kwartalnym wolumenów sprzedaży

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto na sprzedaży MFO na tle średnich cen blachy HDG (w ujęciu kwartalnym)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

Struktura asortymentowa sprzedaży MFO w ujęciu kwartalnym [dane w mln PLN oraz w % ogółu sprzedaży]

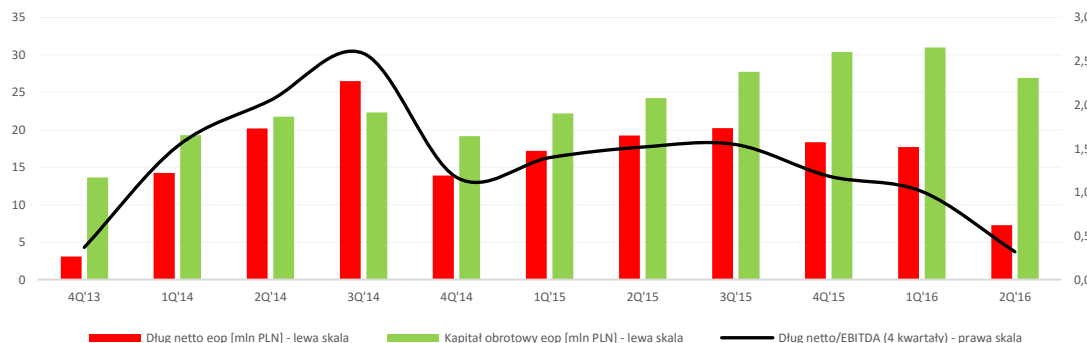


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI I ZAANGAŻOWANY KAPITAŁ OBROTOWY

Po 2Q'16 dług netto spółki wynosił 7,3 mln PLN (po 1Q'16 było to 17,7 mln PLN, a na koniec 2015 roku 18,3 mln PLN). Wskaźnik dług netto/EBITDA (za 4 ostatnie kwartały) na koniec 2Q'16 wynosił zatem tylko 0,3x. należy mieć na uwadze, że w 2H'16 dojdzie do realizacji nowych inwestycji tym samym dług netto/EBITDA na koniec 2016 roku będzie na wyższym poziomie niż na koniec czerwca'16.

Dług netto na tle zaangażowanego kapitału obrotowego na bilansie MFO



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka podała, że rozpoczęła wdrożenia technologii produkcji konsol (partnerem merytorycznym jest NCBiR oraz politechnika Warszawska). Wartość inwestycji ma wynieść 26,4 mln PLN (z czego 13,3 mln PLN pochodzić będzie z dotacji).

Dodatkowo MFO pozyskało dotację na realizację projektu wdrożenia technologii produkcji profili stalowych. Wartość tego przedsięwzięcia to 10 mln PLN (z czego dotacja wyniesie 3 mln PLN).

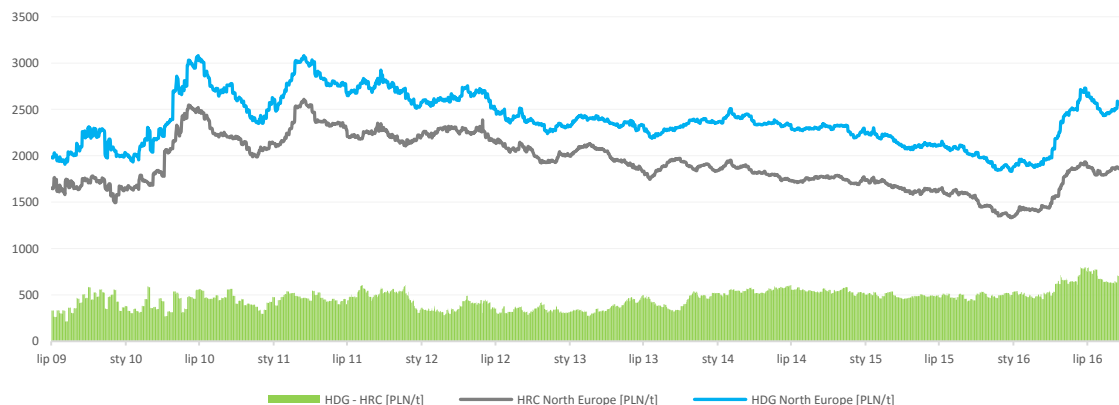
Zakładamy, że efekty wspomnianych inwestycji będą widoczne we wzroście wolumenów produkcji MFO w latach 2018-2019.

PROGNOZA WYNIKÓW MFO

Silny wzrost cen blach w 1H'16 miał korzystny wpływ na rezultaty MFO. Szacujemy, że w 2Q'16 średnia cena blachy HDG wzrosła do 2 426 PLN/t, czyli o 500 PLN/t względem 1Q'16 oraz o ok 320 PLN/t w porównaniu z 2Q'15.

Patrząc na zachowanie cen blach dostrzegamy dalsze wprowadzane podwyżki przez europejskie huty. Średnia wartość odczytów HDG w 3Q'16 prawie 2 530 PLN/t. Jest to o 104 PLN/t więcej niż w 2Q'16. Silne wzrosty cen węgla koksowego oraz ochrona rynku UE według nas wspierają dalsze podwyżki HDG również na 4Q'16. Ostatnie odczyty z połowy października wskazują na cenę prawie 2 600 PLN/t.

Ceny blach (HRC oraz HDG PLN/t kwotowania z rynku europejskiego)



HRC - blacha walcowana na gorąco w kręgach

HDG - blacha ocynkowana ogniowo

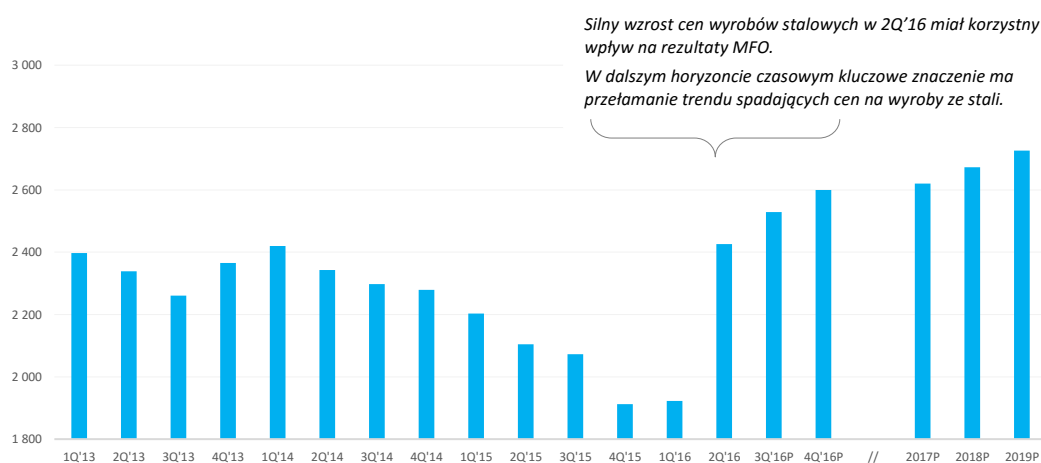
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W modelu podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia na 3Q'16 i 4Q'16. Spodziewamy się, że EBITDA w omawianych kwartałach wyniesie odpowiednio 4,57 mln PLN oraz 6,94 mln PLN. Tym samym w skali całego 2016 roku EBITDA powinna wynieść niemal 24 mln PLN.

Na rok 2017 przyjmujemy scenariusz bazowy uwzględniający powolny dalszy wzrost cen blach (względem odczytów z 2H'16). Średnia cena HDG w naszym modelu wynosi 2 620 PLN/t. Uwzględniamy wzrost tonażu sprzedaży o prawie 5% względem 2016 roku. Tym samym założylimy, że EBITDA spółki może wynieść 23,4 mln PLN. Jest to mniej niż w 2016 roku (efekt silnego wzrostu cenników w 2Q'16) ale jednocześnie więcej niż oczekiwaliśmy w naszym raporcie analitycznym z czerwca'16 (wtedy oczekiwaliśmy 20,5 mln PLN).

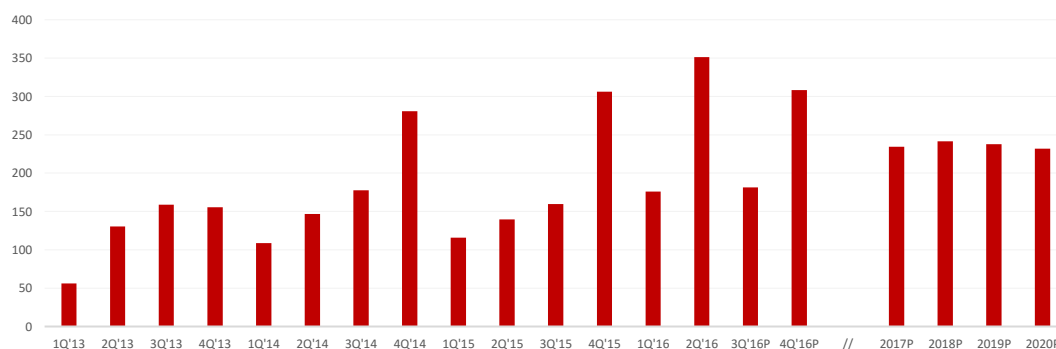
Na lata 2018-2019 przyjęliśmy dalszy niewielki wzrost cen blach oraz wyższą dynamikę wzrostu sprzedaży ze względu na efekty prowadzonych inwestycji w park maszynowy. Dynamika wzrostu wolumenów sprzedaży w tych dwóch latach wynosi odpowiednio 10% oraz 8,5%. Dlatego prognozujemy dalszy wzrost EBITDA do 28,3 mln PLN w 2019 roku.

Zakładana przyszła ścieżka kształtowania cen stali (blacha HDG PLN/t)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przyjęte w modelu założenia dla przyszłych wyników [EBITDA/t]*



szacunki EBITDA/t są wyłącznie założeniami DM BDM; spółka nie podaje tonażu sprzedaży

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń na lata 2016-2018 w porównaniu z poprzednim raportem analitycznym (z 27.06.2016 r.)

	2016 stare	2016 nowe	zmiana	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana
Przychody	260,86	273,4	5%	266,35	311,8	17%	297,23	347,6	17%
EBITDA	23,95	24,0	0%	20,5	23,4	14%	24,07	26,5	10%
EBIT	21,77	21,8	0%	17,8	20,7	16%	20,07	22,1	10%
Wynik netto	16,29	16,9	3%	13,12	15,7	19%	14,97	16,8	12%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia dla MFO na kolejne okresy

RZIS [mln PLN]	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	58,16	48,13	49,70	52,78	61,91	52,30	59,19	67,62	74,09	72,47	196,12	216,17	273,37	311,82	347,64	383,54
Wynik brutto na sprzedaży	6,82	7,66	5,33	6,43	7,65	11,17	8,52	14,51	10,33	13,95	24,65	30,59	47,32	48,95	52,75	57,24
Koszty sprzedaży	2,91	3,03	2,94	3,15	3,44	4,20	3,61	4,51	4,59	5,81	11,09	13,72	18,53	20,82	23,22	25,61
Koszty zarządu	0,78	0,90	0,86	1,00	0,94	1,22	1,17	2,18	1,77	1,83	3,32	4,01	6,95	7,64	8,41	9,04
EBITDA	3,42	4,16	2,14	2,96	3,81	6,58	4,20	8,25	4,57	6,94	11,88	15,49	23,96	23,40	26,54	28,34
EBIT	3,12	3,84	1,70	2,52	3,35	6,07	3,70	7,73	4,02	6,36	10,69	13,64	21,82	20,70	22,14	23,59
Saldo finansowe	-0,25	-0,04	-0,40	-0,30	-0,12	-0,35	-0,49	0,12	-0,34	-0,33	-0,72	-1,16	-1,05	-1,37	-1,42	-1,24
Wynik brutto	2,87	3,80	1,30	2,22	3,24	5,72	3,21	7,85	3,68	6,03	9,97	12,48	20,77	19,33	20,72	22,35
Wynik netto	2,36	2,87	1,09	1,76	2,57	4,72	2,52	6,47	2,98	4,88	7,91	10,14	16,85	15,66	16,78	18,11
Marża brutto na sprzedaży [%]	12%	16%	11%	12%	12%	21%	14%	21%	14%	19%	13%	14%	17%	16%	15%	15%
Marża EBITDA [%]	6%	9%	4%	6%	6%	13%	7%	12%	6%	10%	6%	7%	9%	8%	8%	7%
Marża netto [%]	4%	6%	2%	3%	4%	9%	4%	10%	4%	7%	4%	5%	6%	5%	5%	5%
Szacunek wyniku EBITDA/t [PLN/t]	178	281	116	139	160	306	176	351	181	308	176	182	252	234	242	238
Śr. cena blachy HDG [PLN/t] (wsad do produkcji)	2 298	2 279	2 203	2 104	2 073	1 912	1 922	2 426	2 529	2 600	2 335	2 073	2 369	2 620	2 672	2 726
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	22,3	19,2	22,2	24,3	27,7	30,4	31,0	26,9	35,2	38,0	18,7	30,4	38,0	41,4	47,6	56,7
Zapasy	25,3	18,6	28,8	28,6	36,0	27,0	26,5	34,0	31,0	34,6	18,1	27,0	34,6	38,9	44,3	49,4
Należności handlowe	25,7	15,8	22,6	24,6	28,3	21,8	28,0	27,1	29,6	28,9	15,8	21,8	28,9	32,5	36,7	44,1
Zobowiązania handlowe	28,7	15,2	29,2	28,9	36,6	18,4	23,6	34,3	25,4	25,4	15,2	18,4	25,4	29,9	33,3	36,8
Dług netto eop [mln PLN]	26,5	13,9	17,2	19,2	20,2	18,3	17,7	7,3	19,1	15,6	13,9	18,3	15,6	16,2	11,0	9,9
Dług %	28,2	21,9	20,3	22,8	21,6	21,9	20,7	18,8	19,8	18,8	21,9	21,9	18,8	24,8	22,8	20,8
Środki pieniężne	1,7	8,0	3,1	3,5	1,3	3,6	3,0	11,5	0,7	3,2	8,0	3,6	3,2	8,6	11,7	10,8
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	-4,2	5,3	5,0	5,0	7,5	12,0	13,3	19,6	16,1	22,4	4,8	12,0	22,4	25,2	36,6	46,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	167,2	175,8	200,9	216,7	277,3	311,8	347,6	383,5	415,4	443,5	471,4	493,8	514,8	536,7
EBITDA	8,0	8,4	11,9	15,5	24,0	23,4	26,5	28,3	29,4	30,3	31,2	31,6	31,8	32,0
EBIT	7,1	7,2	10,7	13,6	21,8	20,7	22,1	23,6	24,6	25,2	25,9	25,9	25,9	25,8
Saldo finansowe	-0,8	-0,6	-0,7	-1,2	-1,1	-1,4	-1,4	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2
Wynik brutto	6,3	6,6	10,0	12,5	20,8	19,3	20,7	22,4	23,4	24,3	25,1	25,4	25,5	25,6
Wynik netto	4,9	6,0	7,9	10,1	16,9	15,7	16,8	18,1	19,0	19,7	20,3	20,5	20,6	20,7
Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	34,6	35,8	56,3	64,5	78,0	92,3	93,9	94,9	96,1	97,4	98,9	100,4	101,9	103,5
RZAT	34,5	35,7	56,2	64,3	77,5	91,8	93,4	94,4	95,5	96,9	98,3	99,9	101,4	103,0
Inne aktywa trwałe	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa obrotowe	38,7	40,4	41,9	52,4	66,7	80,0	92,8	104,4	116,0	126,4	136,1	144,1	151,9	159,8
Zapasy	21,0	20,4	18,1	27,0	34,6	38,9	44,3	49,4	53,5	57,1	60,7	63,6	66,3	69,1
Należności handlowe	15,7	14,4	15,8	21,8	28,9	32,5	36,7	44,1	47,8	51,0	54,2	56,8	59,2	61,8
Inne aktywa obrotowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne	1,9	5,5	8,0	3,6	3,2	8,6	11,7	10,8	14,6	18,2	21,1	23,6	26,3	28,9
Aktywa razem	73,4	76,2	98,2	116,9	144,7	172,3	186,7	199,4	212,0	223,8	235,0	244,5	253,8	263,3
Kapitał własny	26,6	44,2	51,5	64,1	79,9	90,5	101,8	114,0	126,7	138,8	150,2	160,6	171,0	181,4
Zobowiązania dł. term	7,4	8,1	16,0	15,5	21,8	28,3	30,0	29,0	27,9	26,9	25,9	24,9	23,9	22,9
Kredyty i pożyczki	3,1	2,1	3,9	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Rezerwy z odroczonego podatku	2,0	1,8	2,2	3,9	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Dł term rezerwy na zobow.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobow z tyt. leasingu	2,3	4,2	3,7	2,4	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Pozostałe zob. dł. term	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia mo	0,0	0,0	6,2	6,8	13,5	20,0	21,6	20,6	19,6	18,6	17,6	16,6	15,6	14,6
Zobowiązania kr term	39,4	23,9	30,7	37,3	43,0	53,5	54,9	56,4	57,4	58,1	58,8	58,9	59,0	59,1
Zobowiązania handlowe	31,1	21,2	15,2	18,4	25,4	29,9	33,3	36,8	39,8	42,5	45,2	47,4	49,4	51,5
Kredyty i pożyczki	7,3	1,1	12,8	15,8	13,5	19,5	17,5	15,5	13,5	11,5	9,5	7,5	5,5	3,5
Zobow z tyt. podatku	0,0	0,1	0,7	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobow z tyt. leasingu	0,7	1,3	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Rezerwy kr term	0,2	0,3	0,5	0,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Rozliczenia mo	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pasywa razem	73,4	76,2	98,2	116,9	144,7	172,3	186,7	199,4	212,0	223,8	235,0	244,5	253,8	263,3
CF [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CF operacyjny	7,6	-0,5	5,7	1,4	12,8	16,1	15,4	14,0	19,3	20,6	21,3	22,4	22,8	22,9
CF inwestycyjny	-9,3	2,3	-20,5	-3,6	-15,0	-17,0	-6,0	-5,8	-6,0	-6,4	-6,8	-7,2	-7,5	-7,8
CF finansowy	3,0	1,8	17,3	-2,1	1,8	6,3	-6,2	-9,1	-9,5	-10,5	-11,6	-12,7	-12,7	-12,6
CF netto	1,2	3,6	2,5	-4,4	-0,4	5,4	3,2	-0,9	3,8	3,6	2,9	2,5	2,7	2,6
Środki pieniężne sop	0,7	1,9	5,5	8,0	3,6	3,2	8,6	11,7	10,8	14,6	18,2	21,1	23,6	26,3
Środki pieniężne eop	1,9	5,5	8,0	3,6	3,2	8,6	11,7	10,8	14,6	18,2	21,1	23,6	26,3	28,9

Wskaźniki	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena [PLN/akcję]	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69	21,69
Liczba akcji [mln szt.]	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Kapitalizacja [mln PLN]	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31	132,31
EPS zmiana r/r	20,4%	32,8%	94,0%	10,0%	-7,1%	7,2%	7,9%	4,8%	3,7%	3,3%	1,0%	0,4%	0,4%
EPS [PLN]	0,98	1,30	2,51	2,76	2,57	2,75	2,97	3,11	3,23	3,33	3,37	3,38	3,40
BVPS [PLN]	7,24	8,44	10,51	13,10	14,84	16,69	18,69	20,77	22,75	24,63	26,33	28,03	29,73
P/E (x)	22,2x	16,7x	13,1x	7,9x	8,5x	7,9x	7,3x	7,0x	6,7x	6,5x	6,4x	6,4x	6,4x
EV/EBITDA (x)	16,2x	12,3x	9,7x	6,2x	6,3x	5,4x	5,0x	4,6x	4,3x	4,0x	3,8x	3,7x	3,5x
P/BV (x)	3,0x	2,6x	2,1x	1,7x	1,5x	1,3x	1,2x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x
EV [mln PLN]	135,4	146,2	150,6	147,9	148,5	143,3	142,2	136,5	130,9	126,0	121,5	116,8	112,2
Dług netto [mln PLN]	3,1	13,9	18,3	15,6	16,2	11,0	9,9	4,2	-1,4	-6,3	-10,8	-15,5	-20,1
Dług % [mln PLN]	8,6	21,9	21,9	18,8	24,8	22,8	20,8	18,8	16,8	14,8	12,8	10,8	8,8
Środki pieniężne [mln PLN]	5,5	8,0	3,6	3,2	8,6	11,7	10,8	14,6	18,2	21,1	23,6	26,3	28,9
Zaangażowany kapitał obrotowy [mln PLN]	13,6	18,7	30,4	38,0	41,4	47,6	56,7	61,5	65,6	69,7	73,1	76,2	79,4
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	10,6	4,8	12,0	22,4	25,2	36,6	46,8	57,3	67,1	76,1	83,9	91,7	99,5
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,6	1,8	0,0	5,1	5,5	5,9	6,3	7,6	8,9	10,2	10,3	10,3
Dywidenda jako % zysku netto za poprzedni rok [%]	0%	10%	23%	0%	30%	35%	35%	35%	40%	45%	50%	50%	50%
DPS [PLN/akcję]	0,0	0,1	0,3	0,0	0,8	0,9	1,0	1,0	1,2	1,5	1,7	1,7	1,7
Rentowność dywidendy (DPS/kurs) [%]	0,0%	0,4%	1,4%	0,0%	3,8%	4,1%	4,4%	4,8%	5,7%	6,7%	7,7%	7,8%	7,8%
Marża brutto na sprzedaży [%]	10,6%	12,6%	14,1%	17,3%	15,7%	15,2%	14,9%	14,7%	14,4%	14,2%	14,0%	13,7%	13,5%
Marża EBITDA [%]	4,7%	6,1%	7,2%	8,8%	7,5%	7,6%	7,4%	7,1%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%	6,0%
Marża netto [%]	3,3%	4,0%	4,7%	6,2%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%
ROE [%]	16,8%	16,5%	17,5%	23,4%	18,4%	17,5%	16,8%	15,8%	14,8%	14,1%	13,2%	12,4%	11,8%
ROA [%]	8,0%	9,1%	9,4%	12,9%	9,9%	9,4%	9,4%	9,2%	9,0%	8,9%	8,6%	8,3%	8,0%
Capex [mln PLN]	2,0	20,7	3,6	15,0	17,0	6,0	5,8	6,0	6,4	6,8	7,2	7,5	7,8
Amortyzacja [mln PLN]	1,1	1,2	1,9	2,1	2,7	4,4	4,8	4,9	5,1	5,4	5,6	5,9	6,2
Capex/Amortyzacja [%]	178%	1737%	196%	700%	630%	136%	121%	124%	126%	127%	127%	126%	125%

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/rozrywka, stal/węgiel

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

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

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

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	Dzień publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	23,76	kupuj	20,63	24.10.2016	08:29 CEST	21,69	47 931
kupuj	20,63	---	---	27.06.2016	11:59 CEST	13,66	44 229

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	1	25%
Akumuluj	3	75%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nota prawna:

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

Raport 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 obciążona 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 (bazując 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.10.2016 roku o godzinie 08:29 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.10.2016 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 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 24.10.2016 roku:

- BDM 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 rekomendującą, 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.