



Dom Maklerski BDM S.A.

GROCLIN

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 17,6 PLN

22 LISTOPAD 2016, 15:07 CEST

Decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Groclinu od zalecenia Kupuj z ceną docelową 17,6 PLN. Pozytywnie odnosimy się do restrukturyzacji, która w tym roku powinna zostać zakończona, a jej pozytywne efekty według nas z kwartału na kwartał będą coraz bardziej widoczne. Zgodnie z nową strategią Groclin koncentruje się na rozwoju w segmencie produkcji poszyć, co zaowocowało systematycznym pozyskiwaniem nowych kontraktów. Dzięki stałej poprawie portfela zleceń zakładamy, że rok 2017 upłynie pod znakiem wyraźnej poprawy wyników. Dodatkowo w dłuższej perspektywie oczekujemy zdobycia szerszej bazy klientów oraz rozszerzenia współpracy z dotychczasowymi.

Mówiąc o ekspansji w obszarze produkcji tapicerek samochodowych warto zaakcentować działania nowego zarządu na polu akwizycyjnym. Ponieważ przed pojawieniem się nowego właściciela Groclin świadczył tylko usługi szwalnicze bez wartości dodanej w postaci prac projektowo – rozwojowych nad podzespołami do produkcji samochodów. Przejęty w 2014 SeaTcon, pozwolił spółce zaistnieć na rynku krótko seryjnej produkcji foteli do usportowionych samochodów takich jak np. Ople OPC lub Mercedesy AMG. Po zwolnieniu środków dzięki sprzedaży segmentu Wiring & Controls nowy zarząd kontynuował obronę ścieżkę i w kwietniu 2016 roku przejęty został CADM Automotive. Nowy podmiot realizuje kontrakty projektowe w zakresie produkcji elementów wnętrza już od fazy koncepcyjnej. Spodziewamy się, że bardziej kompleksowa oferta Groclinu, powinna skutkować poprawą rentowności kontraktów podpisywanych z dotychczasowymi klientami. Dlatego już w 2017 roku spodziewamy się wzrostu marży EBITDA w okolicie 10% i wzrostu przychodów r/r o około 1/3.

W naszej opinii już 4Q'16 powinien przynieść wyraźną poprawę wyników. W tym okresie zakładamy pozytywny wpływ sprzedaży poszyć do VW Craftera, którego produkcja ruszyła w nowej fabryce we Wrześni. Pozytywnie odnosimy się także do wolumenów na model T6, który został ciepło przyjęty przez rynek i poziom produkcji mógł przekroczyć pierwotne oczekiwania. Dotychczasowa poprawa wynikała z bardzo słabej bazy, natomiast w 4Q'15 Groclin odczuł już pierwsze efekty prowadzonej restrukturyzacji i udało mu się osiągnąć dodatnią rentowność operacyjną. Dlatego mając na uwadze „normalną” bazę wynikową chcemy szczególnie zaakcentować prognozowaną poprawę rezultatów, która powinna być kontynuowana także w całym 2017 roku. W 4Q'16 spodziewamy się 32,5% procentowego wzrostu EBITDA w ujęciu r/r przy 18,8% wzroście przychodów. Poprawa ma być skutkiem uruchomienia kilku kontraktów na produkcję poszyć podpisywanych jeszcze w 2015 roku. Wśród nich są dwa projekty realizowane dla Volkswagena na poszycia dla modeli „Crafter” i „CC”. W tym roku podpisany został także kontrakt na produkcję skórzanej tapicerki do foteli dla Opla Insigni i także spodziewamy się, że pierwsze wolumeny z tego projektu znajdą odzwierciedlenie w rezultatach za 4Q'16. W listopadzie 2016 roku pojawiła się informacja o rozszerzeniu współpracy z jednym z klientów, co pozwala z optymizmem patrzeć na perspektywę wyników również w latach 2018 – 2019.

Wycena DCF [PLN]	19,5
Wycena porównawcza [PLN]	15,8
Wycena końcowa [PLN]	17,6
Potencjał do wzrostu / spadku	20,8%
Koszt kapitału	9,00%
Cena rynkowa [PLN]	14,60
Kapitalizacja [mln PLN]	169,0
Ilość akcji [mln. szt.]	11,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	13,3
Stopa zwrotu za 3 mc	-17,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-0,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	26,2%
Struktura akcjonariatu:	
Kabelconcept Hornig GmbH	24,4%
Gerstner Managementholding GmbH	25,6%
Aegon OFE	5,3%
Pozostali	44,7%

Marek Jurzec

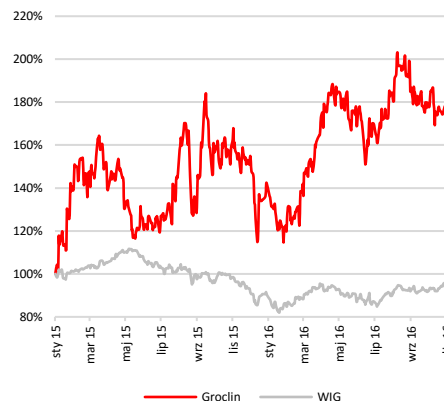
tel. (032) 20-81-435

e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	442,5	215,0	266,1	357,6	388,3	408,7
EBITDA [mln PLN]	7,4	-22,0	20,8	34,1	36,6	38,8
EBIT [mln PLN]	-17,4	-41,3	9,0	23,2	25,7	27,8
Wynik netto [mln PLN]	-18,1	43,7	6,0	16,0	18,4	20,3
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E	-	3,9	28,2	10,5	9,4	8,5
EV/EBITDA	49,7	-	10,7	6,4	6,0	5,4
EV/EBIT	-	-	24,8	9,5	8,6	7,6



SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI ZA 2Q'16 I POPRZEDNIE OKRESY	9
BILANS.....	11
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	12
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	13
INFORMACJE O SPÓŁCE.....	15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	28

PODSUMOWANIE

Uważamy, że pomimo wzrostu kursu akcji Groclinu jaki miał miejsce w tym roku jest to nadal atrakcyjna propozycja inwestycyjna. Ku takiej opinii skłania nas udana restrukturyzacja skutkująca wejściem na ścieżkę trwałej poprawy wyników jeszcze w 2015 roku oraz wyraźny wzrost portfela zamówień jaki miał miejsce od 2H'15. Również 4Q'16 powinien przynieść poprawę wyników względem analogicznego okresu roku poprzedniego. Zakładamy wzrost EBITDA o 32,5% r/r przy 18,8% wzroście przychodów. W całym 2016 roku prognozujemy 24% wzrost sprzedaży i wygenerowanie 20,8 mln PLN EBITDA podczas gdy w 2015 roku Groclin zaraportował 22 mln PLN straty EBITDA.

Wysoko oceniamy zmiany jakie w ostatnich latach przeprowadził nowy właściciel – Andre Gerstner, który od 2014 roku pełni funkcję prezesa zarządu. Sprzedaż zbędnego majątku w postaci obiektów hotelowo – sportowych pozwoliła znacznie obniżyć koszty, gdyż zarówno stadion jak i hotel generowały straty. Wyjście z biznesu wiązkowego pozwoliło natomiast znacznie zredukować zadłużenie Groclinu, które jeszcze na koniec 2014 roku wynosiło 196,5 mln PLN podczas gdy na koniec 2015 roku było to już tylko 20,8 mln PLN. Oprócz sprzedaży zbędnych aktywów i skoncentrowaniu się na jednej linii biznesowej, nowy zarząd zoptymalizował wykorzystanie mocy produkcyjnych poprzez sprzedaż zakładu w Nowej Soli i przeniesienie produkcji na Ukrainę. Środki pozyskiwane z dezinwestycji były sukcesywnie inwestowane w rozwój biznesu szwalniczego. W 2Q'14 zakupiono SeaTcon (obecnie SedisTec), który koncentruje się na działalności projektowej oraz krótkoseryjnej produkcji foteli samochodowych. W 2Q'16 dokonano akwizycji CADM Automotive zajmującego się projektowaniem elementów wnętrza samochodów. Te działania pozwoliły rozszerzyć kompetencje Groclinu na projektowanie i produkcję elementów oraz całych wnętrza pojazdów. Uważamy, że w kolejnych okresach dzięki tym posunięciom spółka będzie w stanie nie tylko realizować większe marże na kontraktach z dotychczasowymi odbiorcami, ale też będzie miała szansę poszerzyć swoją bazę klientów.

W sierpniu 2016 roku pojawiły się w mediach doniesienia o konflikcie Volkswagena z niektórymi poddostawcami jakimi są CarTrim i powiązany z nim ES Automobilguss. CarTrim jest odpowiedzialny min. za dostawę poszyć i foteli dla grupy Volkswagena i na skutek sporu zaprzestał dostaw tapicerek do Golfów i Pssatów. Powodem było wypowiedzenie przez VW umowy na 500 mln PLN, która miała być realizowana od stycznia 2017 roku. Spółki zawarły już porozumienie, jednak taki „zgrzyt” między partnerami biznesowymi może stwarzać szanse dla Groclinu na pozyskanie nowych kontraktów. Od czasu podpisania porozumienia VW ze wspomnianymi poddostawcami kurs Groclinu słabnie, natomiast zwracamy uwagę na perspektywę wyraźnej poprawy wyników już od 4Q'16 i w dłuższym terminie na możliwość zwiększenia współpracy z VW na skutek niedawnego konfliktu.

Wyceny Groclinu dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2017 - 2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 15,8 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 19,5 PLN. Dla obu metod przyjęliśmy wagę 50%. Wycena końcowa wynosi 17,6 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	19,5
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	15,8
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		17,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Groclinu na tle indeksu STOXX Europe 600 Automobiles & Parts



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

1. Sprzedaż klubu piłkarskiego.
2. Umowa nabycia 100% udziałów w Kabel Technik Polska zajmującego się produkcją wiązek oraz szaf sterowniczych mających zastosowanie w przemyśle motoryzacyjnym oraz kolejowym.
3. Wybuch konfliktu na Ukrainie skutkującego odpisem z tytułu utraty wartości inwestycji w wysokości 14 mln PLN o raz utratą kontraktu dla Nissana o wartości 104 mln EUR.
4. Nabycie SeaTcon – poszerzenie działalności w biznesie poszyciowym o usługi projektowe i rozwojowe.
5. Informacja o rozpoczęciu negocjacji z Car Trimem w sprawie fuzji.
6. Zmiana na stanowisku prezesa Groclinu, Zbigniew Drzymala został zastąpiony przez Andre Gerstnera. Były prezes wraz z małżonką rozpoczęli wyprzedawanie posiadanych akcji Groclinu.
7. Sprzedaż aktywów związanych z działalnością hotelowo – sportową.
8. Informacja o zawarciu umowy sprzedaży biznesu wiązkowego na rzecz PKC Wiring Systems.
9. Finalizacja transakcji zbycia działalności związanej z produkcją wiązek i szaf sterowniczych.
10. Zbycie zakładu w Nowej Soli.
11. Nabycie CADM Automotive.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim (począwszy od 2017 roku) wolne przepływy pieniężne (*free cash flows*) i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu

- Oczekujemy, że od 2017 roku wpływ umów podpisywanych w latach 2015 – 2016 będzie bardziej zauważalny w wynikach Groclinu, co ma związek z początkowo niższymi marżami na nowo uruchamianych kontraktach.
- Dzięki przejęciu CADM Automotive Groclin jest w stanie świadczyć swoim klientom dużo bardziej kompleksowe usługi. W naszej ocenie pozwoli to na poprawę marżowości projektów realizowanych z dotychczasowymi odbiorcami oraz stwarza możliwość pozyskania całkiem nowych nabywców.
- W krótkim terminie, czynnikiem wspierającym wyniki Groclinu powinna być słaba Hrywna. Ponadto Ukraińskie fabryki znajdują się w pobliżu zachodniej granicy, a ponad 90% pracowników to kobiety, więc konflikt na wschodzie powinien być odczuwalny wyłącznie poprzez wahania kursów.
- Spór Volkswagena z CarTrimem traktujemy jako szansę na przejęcie części projektów przez pozostałych poddostawców Volkswagena, w tym Groclin. Uważamy, że w perspektywie kilku kwartałów może to wpłynąć na wyraźny wzrost przychodów, co przy wolnych mocach produkcyjnych na Ukrainie może istotnie wpłynąć na dalszą poprawę rentowności.
- Przyjęliśmy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Poziom zapasów oraz zobowiązań i należności handlowych obliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji. Zwracamy jednak uwagę, że to zamawiający określają od jakiego podmiotu Groclin ma nabywać materiały na potrzeby danego kontraktu, z góry jest znana także cena surowca. Jednym z czynników wpływającym na ceny jest natomiast termin płatności. Dlatego oczekujemy, że w dłuższym terminie cykl rotacji zobowiązań powinien się skracać.
- Do obliczeń przyjęliśmy poziom długu netto prognozowany na koniec 2016 roku.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2%.
- Premia za ryzyko systematyczne wyrażona współczynnikiem beta wynosi 1,0.
- Premia za ryzyko rynkowe wynosi 5%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 11,6 mln akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 01stycznia 2017 r.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 19,5 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2026P	2025P
Przychody [mln PLN]	357,6	388,3	408,7	428,7	445,6	459,0	472,7	486,9	501,5	516,6
EBIT [mln PLN]	23,2	25,7	27,8	29,7	31,2	32,3	33,4	34,5	35,7	36,9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,4	4,9	5,3	5,6	5,9	6,1	6,3	6,6	6,8	7,0
NOPLAT[mln PLN]	18,8	20,8	22,5	24,1	25,3	26,1	27,0	27,9	28,9	29,9
Amortyzacja [mln PLN]	10,9	10,9	10,9	11,0	11,1	11,1	11,1	11,2	11,2	11,3
CAPEX [mln PLN]	-10,7	-11,6	-12,3	-11,8	-12,0	-11,5	-11,8	-11,7	-12,0	-11,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-12,7	-4,3	-4,5	-4,6	-4,3	-3,9	-4,1	-4,3	-4,5	-4,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	-10,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	6,3	5,5	16,7	18,7	20,0	21,9	22,2	23,2	23,6	24,6
DFCF [mln PLN]	5,8	4,7	13,2	13,7	13,5	13,6	12,8	12,3	11,5	11,0
Suma DFCF [mln PLN]	112,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	377,7									
Zdiskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	169,2	Wzrost w okresie rezydualnym				+2,0%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	281,4									
Dług netto [mln PLN]	55,0									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	0,6									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	225,8									
liczba akcji [mln szt.]	11,6									
Wartość na akcje [PLN]	19,5									

Przychody zmiana r/r	34,4%	8,6%	5,3%	4,9%	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT zmiana r/r	158,0%	10,7%	8,2%	6,8%	5,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
FCF zmiana r/r	-147,0%	-12,1%	202,8%	11,8%	7,1%	9,4%	1,8%	4,1%	1,9%	4,2%
Marża EBITDA	9,5%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%
Marża EBIT	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Marża NOPLAT	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%
CAPEX / Przychody	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	98,5%	106,9%	112,1%	107,0%	108,7%	103,1%	106,0%	104,5%	107,3%	105,5%
Zmiana KO / Przychody	3,6%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,9%	13,9%	22,2%	23,2%	25,7%	29,4%	29,9%	30,3%	30,7%	31,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

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	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	72,2%	79,5%	82,2%	84,3%	86,3%	88,1%	89,7%	91,3%	90,6%	95,7%
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	27,8%	20,5%	17,8%	15,7%	13,7%	11,9%	10,3%	8,7%	9,4%	4,3%
WACC	7,7%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,8%
Współczynnik dyskonta	1,08	1,16	1,26	1,36	1,48	1,60	1,74	1,89	2,05	2,23

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	15,9	17,1	18,6	20,5	23,0	26,4	31,5	39,5	54,3
	0,8	14,8	15,8	17,1	18,8	20,9	23,8	27,8	33,9	44,3
	0,9	13,8	14,7	15,9	17,3	19,1	21,5	24,7	29,5	37,1
	1	12,9	13,7	14,7	16,0	17,5	19,5	22,2	26,0	31,8
	1,1	12,1	12,8	13,7	14,8	16,1	17,8	20,0	23,1	27,6
	1,2	11,3	12,0	12,7	13,7	14,8	16,3	18,2	20,7	24,3
	1,3	10,6	11,2	11,9	12,7	13,7	15,0	16,6	18,7	21,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Premia za ryzyko	3%	17,0	18,4	20,2	22,4	25,4	29,7	36,1	47,0	69,4
	4%	14,8	15,8	17,1	18,8	20,9	23,8	27,8	33,9	44,3
	5%	12,9	13,7	14,7	16,0	17,5	19,5	22,2	26,0	31,8
	6%	11,3	12,0	12,7	13,7	14,8	16,3	18,2	20,7	24,3
	7%	10,0	10,5	11,1	11,8	12,7	13,8	15,2	17,0	19,4
	8%	8,8	9,2	9,7	10,3	11,0	11,8	12,8	14,1	15,8
	9%	7,8	8,1	8,5	9,0	9,5	10,2	11,0	11,9	13,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	37,4	34,5	31,9	29,7	27,7	25,9	24,3	22,8	21,5
	4%	31,2	28,3	25,9	23,8	21,9	20,3	18,8	17,5	16,3
	5%	26,4	23,8	21,5	19,5	17,8	16,3	15,0	13,8	12,8
	6%	22,8	20,3	18,1	16,3	14,7	13,4	12,2	11,1	10,2
	7%	19,9	17,5	15,5	13,8	12,4	11,1	10,0	9,1	8,2
	8%	17,5	15,2	13,4	11,8	10,5	9,3	8,3	7,5	6,7
	9%	15,5	13,4	11,6	10,2	8,9	7,9	7,0	6,2	5,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2017 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Groclinu. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 50% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 15,8 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
LEAR CORP	8,8	8,7	8,7	4,9	4,5	4,1
ELRINGKLINGER AG	10,2	8,5	7,3	6,3	5,7	5,1
LEONI AG	26,3	11,1	8,9	6,7	4,8	4,2
JOHNSON CONTROLS INTERNATIONAL	16,4	14,2	12,2	10,4	9,3	8,4
MAGNA INTERNATIONAL INC	9,9	9,3	8,6	6,2	5,9	5,4
VALEO SA	13,6	11,8	10,6	6,1	5,4	4,8
UNIWHEELS AG	10,6	9,4	9,4	8,3	6,9	6,6
SANOK RUBBER COMPANY SA	15,3	14,7	13,4	8,9	8,5	7,6
IZO-BLOK SA	14,7	10,6	7,9	8,7	7,1	6,2
BORYSZEW SA	17,3	15,5	15,5	8,0	7,1	6,8
WIELTON SA	16,1	15,3	14,2	9,1	8,1	7,7
AC SA	13,3	12,6	11,9	8,6	8,2	7,7
Mediana podmioty zagraniczne	10,6	9,4	8,9	6,3	5,7	5,1
Mediana podmioty krajowe	15,3	14,7	13,4	8,7	8,1	7,6
Mediana	14,2	11,5	10,0	8,2	7,0	6,4
Groclin	28,2	10,5	9,4	10,7	6,4	6,0
Premia/dyskonto podmioty zagraniczne	165,4%	11,9%	5,9%	71,3%	13,9%	18,8%
Premia/dyskonto podmioty krajowe	84,0%	-28,3%	-29,5%	23,8%	-20,4%	-20,4%
Premia/dyskonto do spółki	99,1%	-8,6%	-5,2%	31,4%	-7,7%	-5,9%
Wycena wg wskaźnika	7,3	15,9	15,3	9,9	16,1	15,7
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		15,6			15,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	15,8					

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

WYNIKI ZA 3Q'16 I POPRZEDNIE OKRESY

W ujęciu r/r wyniki Groclinu w 3Q'16 oraz w całym okresie 1-3Q'16 są wyraźnie lepsze. Wynika to z udanej restrukturyzacji jaką spółka przechodzi od 2014 roku, a jej efekty zaczęły być widoczne już w 4Q'15. Sam 3Q'16 upłynął pod znakiem sezonowego spowolnienia, gdyż w tym okresie z powodu wakacji wiele fabryk ma przestój i produkcja samochodów oraz podzespołów jest nieco niższa. Zwracamy jednak uwagę na znaczną poprawę wyników względem oczyszczonego rezultatu z 3Q'15. EBITDA w 3Q'16 wyniosła 4,4 mln PLN wobec (-8,3) mln PLN w analogicznym okresie roku poprzedniego. Również okres 1-3Q'16 skutkował znaczną poprawą rezultatów nawet po oczyszczeniu o efekt rezerw związanych ze zmianą profilu działalności. W tym okresie miały miejsce przygotowania do uruchomienia trzech kontraktów jakimi są VW Crafter, VW CC i Opel Insignia. W 2Q'16 część kosztów (3,7 mln PLN) została sfinansowana z rezerwy związanej jeszcze w 3Q'15, finansowanej ze środków pozyskanych dzięki sprzedaży KTP.

Po zawarciu umowy dotyczącej sprzedaży biznesu wiązkowego wpływ na wyniki miała głównie transakcja sprzedaży tych aktywów oraz koszty restrukturyzacji segmentu poszyciowego. Na samej sprzedaży aktywów związanych z produkcją wiązek Groclin zrealizował zysk w wysokości 117,8 mln PLN, a koszty związane z przeprowadzeniem tej transakcji wyniosły 16,3 mln PLN. Cała transakcja znalazła odzwierciedlenie w wynikach 3Q'15. W tym okresie spółka zawiązała także rezerwy na transfer produkcji z Nowej Soli do zakładów na Ukrainie w wysokości 18,7 mln PLN. Transfer wyniknął ze sprzedaży nieruchomości w nowej soli za 14,5 mln PLN, która została sfinalizowana w grudniu 2015 roku, a jej przyśpieszona amortyzacja obciążyła wynik 2Q'15 w wysokości 8,5 mln PLN. W okresie 3Q'15 miał jeszcze miejsce odpis związany z utratą wartości SeaTconu w wysokości 7,9 mln PLN

Oczyszczone wyniki Groclinu za 1Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	1-3Q'15	1-3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	44,4	60,1	35,4%	154,4	194,1	25,7%	197,6	254,7	28,9%
Zysk brutto na sprzedaży	2,0	8,0	302,1%	20,9	27,2	30,2%	53,0	48,0	-9,4%
EBITDA	-8,3	4,4	-	-0,4	11,4	-	2,5	21,4	771,2%
EBIT	-8,2	1,3	-	-8,6	1,4	-	-10,1	8,8	-
Zysk brutto	-10,0	2,1	-	-14,9	-0,1	-	-19,9	6,4	-
Zysk netto*	-13,2	1,8	-	-18,0	0,0	-	-49,3	9,8	-
Marża brutto na sprzedaży	4,5%	13,3%		13,5%	14,0%		26,8%	18,9%	
Marża EBITDA	-18,6%	7,3%		-0,3%	5,9%		1,2%	8,4%	
Marża EBIT	-18,4%	2,1%		-5,6%	0,7%		-5,1%	3,5%	
Marża netto*	-29,8%	3,0%		-11,6%	0,0%		-25,0%	3,8%	

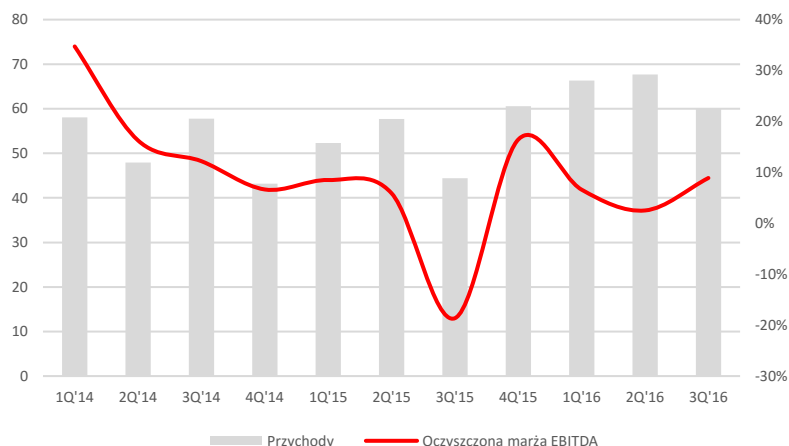
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Wynik netto z działalności kontynuowanej

Wyniki Groclinu w segmencie poszyciowym [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	2014	2015
Przychody	58,1	47,9	57,8	43,2	52,3	57,7	44,4	60,6	66,3	67,7	60,1	206,9	215,0
Zysk brutto na sprzedaży	12,8	2,8	8,8	32,1	8,0	4,9	-16,7	20,8	12,2	7,0	8,0	56,6	17,0
EBITDA	11,5	15,5	7,0	-2,1	4,5	3,5	-34,9	5,0	4,4	5,4	4,4	31,9	-22,0
EBIT	6,4	4,4	2,8	-6,5	0,4	-9,3	-34,8	2,4	1,6	2,3	1,3	7,1	-41,3
Zysk brutto	5,6	2,6	2,5	-10,1	-0,3	-13,0	64,9	-99,9	2,5	-1,1	2,1	0,6	-48,3
Zysk netto	1,9	-3,5	-0,5	-16,7	-1,2	-21,5	61,7	4,7	2,1	-0,2	1,8	-18,8	43,7
Marża brutto na sprzedaży	22,1%	5,9%	15,2%	74,4%	15,2%	8,5%	-37,6%	34,4%	18,4%	10,4%	13,3%	27,3%	7,9%
Marża EBITDA	19,8%	32,3%	12,2%	-4,9%	8,5%	6,0%	-78,5%	8,2%	6,6%	8,0%	7,3%	15,4%	-10,2%
Marża EBIT	11,0%	9,1%	4,9%	-15,0%	0,7%	-16,1%	-78,3%	3,9%	2,4%	3,4%	2,1%	3,4%	-19,2%
Marża netto	3,3%	-7,3%	-0,9%	-38,6%	-2,3%	-37,2%	138,9%	7,7%	3,2%	-0,3%	3,0%	-9,1%	20,3%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oczyszczone wyniki Groclinu [mln PLN]



Pomimo przeprowadzonej restrukturyzacji majątku i wzrostu sprzedaży, rentowność biznesu jeszcze nie uległa wyraźnej poprawie. Jest to spowodowane wczesną fazą znacznej części kontraktów podczas, której ponoszone są znaczne koszty związane z ich uruchomieniem. W tym czasie wolumeny sprzedaży są albo bardzo małe albo w ogóle nie występują.

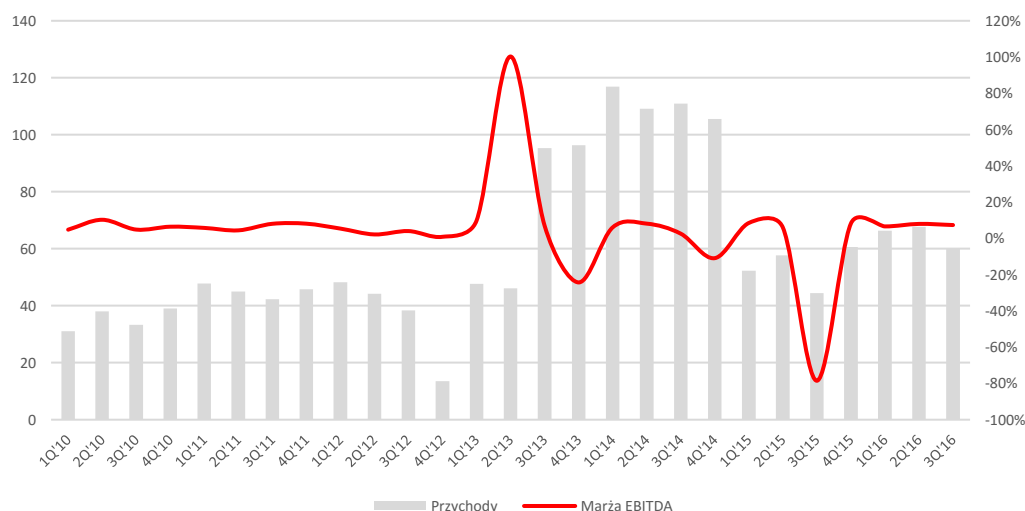
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A.

Raportowane wyniki Groclinu [mln PLN]*

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	2013	2014	2015
Przychody	116,9	109,2	110,9	105,6	52,3	57,7	44,4	60,6	66,3	67,7	60,1	285,4	442,5	215,0
Zysk brutto na sprzedaży	12,6	0,4	9,6	7,3	8,0	4,9	-16,7	20,8	12,2	7,0	8,0	13,8	29,9	17,0
EBITDA	7,1	8,9	2,9	-11,5	4,5	3,5	-34,9	5,0	4,4	5,4	4,4	34,2	7,4	-22,0
EBIT	3,5	-3,7	-1,3	-15,9	0,4	-9,3	-34,8	2,4	1,6	2,3	1,3	25,2	-17,4	-41,3
Zysk brutto	0,5	-5,9	-3,3	-16,7	-0,3	-13,0	64,9	-99,9	2,5	-1,1	2,1	24,4	-25,4	-48,3
Zysk netto	0,6	-4,4	-2,0	-12,3	-1,2	-21,5	61,7	4,7	2,1	-0,2	1,8	30,6	-18,1	43,7
Marża brutto na sprzedaży	10,8%	0,4%	8,6%	6,9%	15,2%	8,5%	-37,6%	34,4%	18,4%	10,4%	13,3%	4,9%	6,7%	7,9%
Marża EBITDA	1,0%	1,5%	1,9%	4,7%	5,7%	7,3%	14,7%	15,6%	7,8%	-1,5%	4,6%	1,5%	2,2%	10,8%
Marża EBIT	6,1%	8,1%	2,6%	-10,9%	8,5%	6,0%	-78,5%	8,2%	6,6%	8,0%	7,3%	12,0%	1,7%	-10,2%
Marża netto	3,0%	-3,4%	-1,2%	-15,0%	0,7%	-16,1%	-78,3%	3,9%	2,4%	3,4%	2,1%	8,8%	-3,9%	-19,2%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka *W raporcie za 1Q'15 wyniki z osiągnięte w segmencie Wiring & Controls były konsolidowane w RZIS pomimo podpisania umowy z PKC Wiring Systems. W raporcie za 1Q'16 zostały one ujęte jako działalność zaniechana, a w całym rachunku wyników pojawił się tylko biznes poszytowy.

Raportowane wyniki Groclinu w ujęciu kwartalnym [mln PLN]*



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka * w 2Q'13 wynik EBITDA został zawyżony przez okazyjne przejęcie KTP, po oczyszczeniu o efekt tej transakcji marża EBITDA wyniosłaby 2%

BILANS

Dotychczas istotnym balastem hamującym rozwój Groclinu było zadłużenie sięgające blisko 200 mln PLN w roku 2014. W znacznej redukcji długu pomogła sprzedaż zbędnych aktywów oraz skoncentrowanie się na jednej linii biznesowej jaką jest produkcja poszyc. Środki pozyskane dzięki zmianom w strukturze majątku pozwoliły na doinwestowanie segmentu szwalniczego, poprzez zakup podmiotów zajmujących się projektowaniem elementów wnętrz pojazdów oraz produkcją zaawansowanych technologicznie foteli samochodowych. Na koniec 3Q'16 spółka posiadała na zadłużenie netto na poziomie 58,9 mln PLN, przy czym poziom gotówki na rachunkach wynosił 27 mln PLN. Komfortowa sytuacja płynnościowa w naszym odczuciu umożliwi dynamiczny rozwój także w kolejnych okresach oraz pozwala zakładać, że spółka będzie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami również w kolejnych latach.

Bilans Groclinu [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	3Q'15	3Q'16
Aktywa trwałe	41,0	286,7	274,2	181,3	188,1	189,2
WNIP	1,5	44,6	65,7	58,7	63,9	71,2
RZAT	34,2	236,0	195,4	116,1	119,8	111,1
Pozostałe aktywa długoterminowe	5,2	6,1	13,0	6,5	4,4	6,8
Aktywa obrotowe	78,2	156,5	144,2	96,9	124,0	106,6
Zapasy	36,0	55,3	62,7	31,3	33,3	27,7
Należności handlowe	31,4	69,5	69,1	25,5	27,2	44,2
Środki pieniężne	0,1	7,4	2,5	34,0	55,7	27,0
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	10,7	24,3	9,9	6,1	7,8	7,7
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	14,5	0,0
Aktywa razem	119,2	443,2	418,4	278,2	326,6	295,8
Kapitał własny	15,6	163,4	127,5	157,3	154,7	148,3
Zobowiązania długoterminowe	14,8	165,4	192,0	26,8	32,2	81,4
Długoterminowe zobowiązania finansowe	14,6	146,3	173,7	16,5	18,8	70,8
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,2	19,1	18,3	10,4	13,4	10,6
Zobowiązania krótkoterminowe	88,8	114,4	98,9	94,1	139,7	66,0
Zobowiązania handlowe	27,0	55,4	56,7	30,0	34,0	34,1
Krótkoterminowe zobowiązania finansowe	45,6	24,2	25,3	38,3	55,6	15,0
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania	16,2	34,8	16,8	25,7	50,2	17,0
Zobowiązania bezpośrednio związane z aktywami przeznaczonymi do sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	119,2	443,2	418,4	278,2	326,6	295,8

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Sytuacja na Ukrainie.** Konflikt na wschodzie Ukrainy i wywołana nim deprecjacja hrywny spowodowała, że Groclin był zmuszony dokonać przeszacowania wartości aktywów tam zlokalizowanych. Odpisy nie miały jednak charakteru gotówkowego, gdyż fabryki znajdują się w miejscowościach w pobliżu zachodniej granicy, czyli z dala od rejonu objętego działaniami wojennymi, a ponad 90% kadry pracowniczej to kobiety, przez co spółka nie powinna być dotknięta masowymi powołaniami do wojska. Sprzedaż z ukraińskich fabryk kierowana jest natomiast do Europy zachodniej dzięki czemu przebiega bez zakłóceń, a słabość hrywny skutkuje niższymi kosztami pracy
- **Koniunktura na rynku motoryzacyjnym.** Przychody Groclinu są uzależnione od sytuacji w jednej gałęzi gospodarki jaką jest segment motoryzacyjny. Dzięki dobrej koniunkturze udało się szybko rozbudować portfel zleceń, a poszerzenie zakresu świadczonych usług w wyniku przeprowadzonej akwizycji powinno skutkować dalszym zwiększaniem sprzedaży niezależnie od koniunktury na rynku automotive.
- **Odbiór poszczególnych modeli przez rynek.** Groclin realizuje swoje kontrakty na podstawie listów nominacyjnych dotyczących produkcji podzespołów (w tym przypadku poszyć) do konkretnego modelu samochodu. Ostateczna wielkość zamówień od klientów zależy od sukcesu rynkowego poszczególnych modeli.
- **Przestoje na liniach producentów samochodów.** Poziom sprzedaży i wyniki Groclinu są wrażliwe na problemy jego odbiorców na liniach produkcyjnych. Montaż samochodów jest złożonym procesem w którym przestój wywołany np. problemami z podzespołami mechanicznymi może także odbić się na dostawcach pozostałych elementów pojazdów w tym producentów wyposażenia wnętrza. Przestoje mogą wynikać także z problemami w zapewnieniu trwałych dostaw. Taka sytuacja miała miejsce w przypadku sporu Volkswagena niektórymi z dostawców, co finalnie odbiło się na wynikach Volkswagena oraz pozostałych kontrahentów.
- **Koncentracja na niewielkiej liczbie odbiorców.** Za około 40% sprzedaży Groclinu odpowiada grupa Volkswagena przez co ewentualne problemy tego podmiotu mogą się także negatywnie odbić na wynikach spółki. Dokonana niedawno akwizycja CADM Automotive według zarządu powinna pozwolić na pozyskanie nowych klientów, a przez to umożliwić lepszą dywersyfikację przychodów.
- **Ryzyko walutowe.** Groclin zdecydowaną większość kontraktów podpisuje w euro, przez co narażony jest na ryzyko związane z kursem EUR/PLN. Spółce udaje się je częściowo zneutralizować poprzez zakup surowców (skóry i tkaniny) w euro.
- **Wyjście Wielkiej Brytanii z UE.** Istotnym rynkiem dla producentów samochodów jest Wielka Brytania, np. dla Volkswagena jest to największy rynek eksportowy w Europie. Ewentualne opuszczenie UE przez Zjednoczone Królestwo może skutkować wprowadzeniem pewnych barier w handlu co skutkowało by mniejszym popytem na samochody. Zagrożeniem dla popytu na wyspach jest także osłabienie funta, które obniża siłę nabywczą Brytyjczyków.

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Zakładamy, że zdecydowane działania restrukturyzacyjne podjęte jeszcze w 2014 roku powinny jeszcze w tym roku przynieść żniwo w postaci wyraźnej poprawy wyników. Co prawda jeszcze w 4Q'15 Groclinowi udało się powrócić na ścieżkę trwałej dodatniej rentowności operacyjnej, jednak naszym zdaniem dotychczasowe rezultaty nie oddają w pełni potencjału spółki. Obecnie Groclin jest w fazie uruchamiania kilku kontraktów podpisywanych w latach 2015 – 2016, i ich wpływ na wyniki powinien być widoczny już w 2017 roku. Zwracamy uwagę, że niektóre z niech (poszycia dla VW Craftera) powinny wyraźnie wpłynąć na wynik jeszcze w 4Q'16.

Prognozujemy, że 4Q'16 przyniesie wyraźną poprawę wyników. Wzrost jest o tyle istotny, że bazą dla tego kwartału jest okres, w którym spółka już odczuła pozytywne efekty restrukturyzacji. Zakładamy 18,8% wzrost przychodów oraz 32,5% poprawę EBITDA. W naszej opinii wzrost powinien być wygenerowany dzięki uruchomieniu kontraktów podpisanych z Volkswagenem i Oplem. Dotychczas wpływ na wyniki miały koszty związane z uruchomieniem tych kontraktów, natomiast w wynikach 4Q'16 powinna znaleźć odzwierciedlenie produkcja poszycia dla VW Craftera, a od 1Q'17 także dla VW CC i Opla Insigni.

Tak jak już wcześniej zaznaczyliśmy rok 2017 powinien skutkować dynamiczną poprawą wyników, dlatego oczekujemy 64% wzrostu EBITDA w ujęciu r/r i 34% wzrostu przychodów. Pozytywnym czynnikiem w przyszłości powinno być wprowadzenie jednolitego podatku dochodowego. Oceniamy, że wprowadzenie nowych regulacji spowoduje mniejsze obciążenie podatkowe osób o zarobkach poniżej średniej krajowej. Z racji tego, że Groclin zatrudnia głównie szwaczki zakładamy pozytywny wpływ na koszty wynagrodzeń ponoszone przez spółkę, które stanowią obecnie prawie ¼ wszystkich wydatków.

Czynnikami wspierającym głównie segment poszyciowy w najbliższych latach powinien być niedawny spór Volkswagena z jednym z poddostawców tapicerek, wskutek czego koncern był zmuszony zatrzymać produkcję w jednej z fabryk. Co prawda oficjalnie kryzys został zażegnany, jednak w naszej opinii może to w przyszłości rzutować na relację Volkswagena z niektórymi producentami podzespołów i inni (W tym Groclin) mogą na tym skorzystać.

W nieco dalszej perspektywie motorem rozwoju powinien być segment projektowo – inżynierski. Zgodnie z aktualną strategią Groclinu przychody z tej dywizji mają w perspektywie 2 lat odpowiadać za 1/3 skonsolidowanych obrotów. Gdyby rzeczywiście udało się zrealizować plany akwizycyjne to możliwa jest weryfikacja w górę naszych obecnych założeń co do wyników, ponieważ działalność projektowa cechuje się zdecydowanie wyższą rentownością niż czysty biznes poszyciowy. Uważamy, że w latach 2017 – 2018 ten segment utrzyma mocne dwucyfrowe tempo wzrostu. Natomiast uwzględniając komfortową sytuację płynnościową spółki uważamy, że możliwe są przejęcia kolejnych podmiotów takich jak CADM Automotive zarówno w kraju jak i za granicą.

Prognozy wyników [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	66,3	67,7	60,1	71,9	84,7	89,2	89,6	94,1	215,0	266,1	357,6	388,3
Zysk brutto na sprzedaży	12,2	7,0	8,0	12,1	14,3	15,0	15,1	15,8	17,0	39,3	60,3	64,6
EBITDA	4,4	5,4	4,4	6,6	8,0	8,5	8,6	9,1	-22,0	20,8	34,1	36,6
EBIT	1,6	2,3	1,3	3,9	5,2	5,8	5,8	6,4	-41,3	9,0	23,2	25,7
Zysk brutto	2,5	-1,1	2,1	2,9	4,3	4,9	5,0	5,6	-48,3	6,4	19,8	22,7
Zysk netto	2,1	-0,2	1,8	2,3	3,5	4,0	4,0	4,5	43,7	6,0	16,0	18,4
Marża brutto na sprzedaży	18,4%	10,4%	13,3%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,8%	7,9%	14,8%	16,9%	16,6%
Marża EBITDA	6,6%	8,0%	7,3%	9,2%	9,4%	9,5%	9,5%	9,7%	-10,2%	7,8%	9,5%	9,4%
Marża EBIT	2,4%	3,4%	2,1%	5,4%	6,2%	6,5%	6,5%	6,8%	-19,2%	3,4%	6,5%	6,6%
Marża netto	3,2%	-0,3%	3,0%	3,2%	4,1%	4,4%	4,5%	4,8%	20,3%	2,2%	4,5%	4,7%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Portfel zamówień Groclinu

Model	Wartość [mln EUR]	Okres
VW Crafter	12	6 lat od 2016 roku
Opel Zafira	24	6 lat od 2015 roku
VW CC	60	6 lat od 2016 roku
Ford Galaxy i Smax	50	6 lat od 2015 roku
VW T6	100	7 lat od 2015 roku
Kieper gmbh	24	10 lat od 2011 roku
Opelastra	80	7 lat od 2011 roku
Opel Insignia	12	7 lat od 2017 roku
Recaro	4,5*	Minimum 5 lat od 2015 roku
Sedistec	10**	

*Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Roczna wartość kontraktu. ** Roczna wartość oszacowana na podstawie danych historycznych*

Obecny portfel zamówień zabezpiecza systematyczny wzrost produkcji do 2018 roku bez podpisywania nowych kontraktów. Jednak mocno liczymy na nowe projekty zlecane od Recaro oraz General Motors. W listopadzie 2016 roku spółka poinformowała o rozszerzeniu współpracy z jednym z kontrahentów o 10 mln PLN w 2018 roku i o 20 mln PLN od przełomu 2019 i 2020 roku. Liczymy również na otrzymanie kolejnych zleceń dotyczących produkcji siedzisk to ekskluzywnych usportowionych wersji popularnych modeli. Groclin powinien pozyskać także całkiem nowych klientów dzięki synergii osiąganym z CADM Automotive, ponieważ ta akwizycja umożliwia bardziej kompleksową obsługę kontrahentów oraz wejście w produkcję kolejnych elementów wyposażenia jak np. deski rozdzielcze.

INFORMACJE O SPÓŁCE

Groclin jest producentem poszyc do siedzisk samochodowych, zbudowanym przez Zbigniewa Drzymałę na bazie zakładu rzemieślniczego branży tapicerskiej, który funkcjonował od 1977 roku. W 1998 roku Groclin zadebiutował na GPW, a w między czasie działalność została poszerzona o klub sportowy Dyskobolia Grodzisk Wielkopolski, który został sprzedany w 2008 roku. W 2013 roku doszło do przejęcia Kabel Technik Polska, sfinansowanego poprzez emisję nowych akcji skierowanych do dotychczasowych akcjonariuszy KTP. W wyniku tej transakcji Zbigniew Drzymała z żoną utracili kontrolę nad Groclinem na rzecz Andre Gerstnera dotychczasowego właściciela KTP. W 2014 roku Zbigniew Drzymała zrezygnował z funkcji prezesa zarządu, a w 2015 roku całkowicie wycofał się z akcjonariatu spółki. Od momentu przejęcia kierownictwa przez Andre Gerstnera Groclin przechodzi intensywny proces restrukturyzacji, dzięki któremu pozbyto się nierentownych aktywów oraz znacznie zredukowano zadłużenie.

STRUKTURA ORGANIZACYJNA GROCLINU

Podmiotem dominującym w grupie kapitałowej jest Groclin S.A. siedzibą w Grodzisku Wielkopolskim, którego przedmiotem działalności jest produkcja poszyc. Zgodnie ze strategią spółka powinna być powiększona o kolejne podmioty zajmujące się działalnością projektowo – inżynierską.

Spółki zależne wchodzące w skład grupy kapitałowej.

Nazwa	Udział	Przedmiot działalności
Groclin Karpaty Sp. z o.o.	100%	Produkcja poszyc
Groclin Dolina Sp. z o.o.	100%	Produkcja poszyc, obecnie zakład jest w budowie
Groclin Service	100%	Najem pracowników
Marketing Groclin S. j.	100%	Zarządzanie prawami do znaków towarowych, wykorzystywanych przez podmioty należące do Grupy Kapitałowej Groclin oraz prowadzenie działalności marketingowej
Groclin SedisTec GmbH	100%	Projektowanie i rozwój siedzeń, poszyc i akcesoriów samochodowych
CADM Automotive Sp. z o.o.	51%	Profesjonalne usługi projektowe dla producentów branży automotive, kolejowej i lotniczej
Groclin Wiring Sp. z o.o.	100%	Świadczenie Usług Produkcyjnych

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

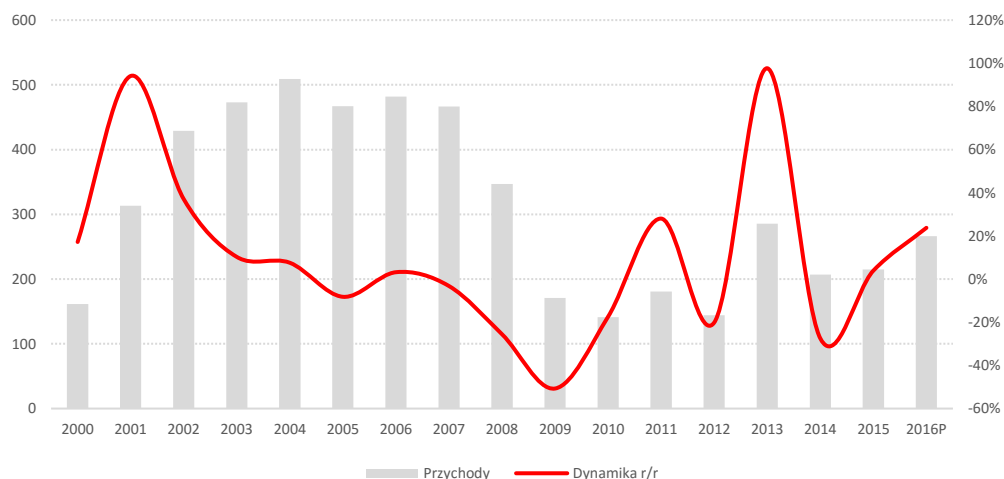
STRATEGIA GROCLINU

Po przejęciu CADM Automotive, zarząd Groclinu przedstawił aktualną strategię spółki, która opiera się na sześciu założeniach.

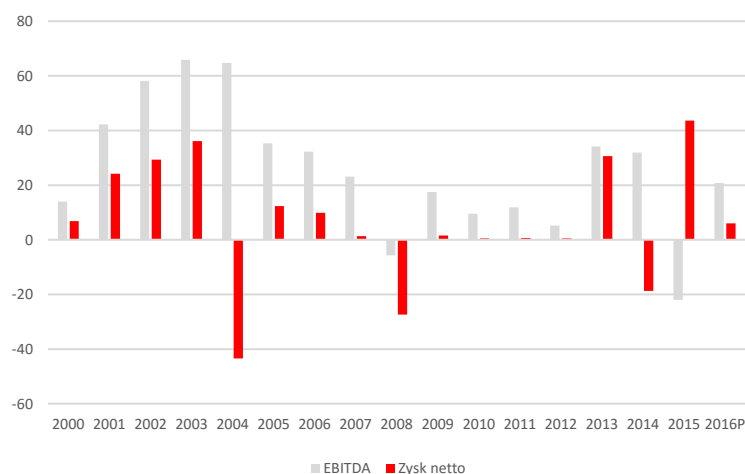
- Zwiększenie przewagi konkurencyjnej Groclinu poprzez relokację produkcji wysoko wolumenowych kontraktów na Ukrainę, do zakładów w Użgorodzie i Dolinie.
- Inwestycje w know-how zarówno poprzez własne badania i rozwój jak i akwizycje nowych podmiotów.
- Odbudowa (w oparciu o zasoby zakładu Grupy w Grodzisku oraz centrum badań i rozwoju w Wendlingen) pozycji w wyższym segmencie rynku tapicerki samochodowej. Oddział w Grodzisku będzie centralą grupy, a także realizował małe i średnie serie produktów o wysokim stopniu zaawansowania.
- Wzmocnienie relacji z kluczowymi klientami między innymi dzięki uruchomieniu kolejnych centrów obsługi klienta w krajach Europy Zachodniej (obecnie takie biura znajdują się w Stuttgarcie i Hannoverze).
- Budowa kompetencji w innych obszarach wyposażenia samochodowego (deski rozdzielcze, podłokietniki, boczki drzwi itd.)
- Wykorzystywanie szans w obszarze M&A.

HISTORYCZNE WYNIKI GROCLINU

Gdy Groclin debiutował na giełdzie jego głównym biznesem była produkcja poszyc, która pozwalała spółce rok rocznie zwiększać przychody przy stabilnych marżach. Problemy zaczęły się w momencie kryzysu w 2008 roku kiedy to przy gwałtownie spadającej sprzedaży wyraźnej erozji uległy także marże. Lekarstwem miało być przejęcie KTP i synergie związane z zakładami na Ukrainie, których moce w 2013 roku były wykorzystane w niewielkim stopniu. W latach 2014 – 2015 rezultaty Groclinu zostały obciążone przez koszty restrukturyzacji.

Przychody historyczne Groclinu [mln PLN]

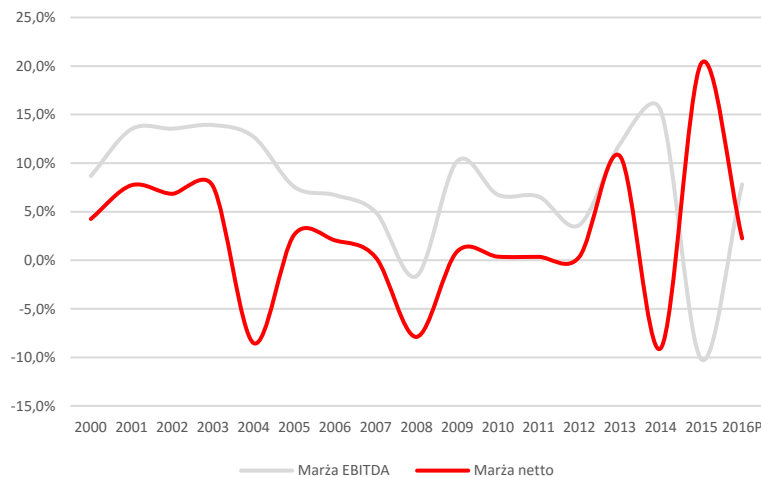
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki historyczne Groclinu [mln PLN]

Rekordowy wynik netto w 2015 roku osiągnięty pomimo wygenerowania 22 mln PLN straty EBITDA jest skutkiem sprzedaży KTP. Groclin uzyskał na tej transakcji 101,3 mln zysku po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże Groclinu



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Z problemem spadających marż Groclin borykał się już od połowy pierwszej dekady XXI w. Jej źródłem była zbyt mała skala działalności w segmencie szwalniczym i brak w ofercie usług rozwojowo – projektowych. Wynikiem ciążyła także nierentowna działalność sportowa i hotelowa. W 2015 roku negatywny wpływ na EBITDA miały koszty restrukturyzacji. Z kolei działalność finansową wpłynęła sprzedaż KTP, skutkująca rekordowym wynikiem netto

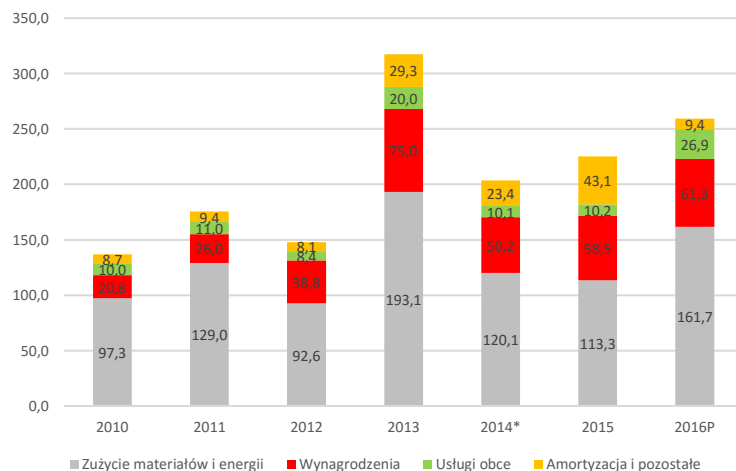
Przepływy pieniężne i zadłużenie Groclinu [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż KTP skutkowała silną redukcją zadłużenia spółki i umożliwiła dalszy rozwój. Dzięki temu było możliwe przejęcie CADM Automotive i powstanie segmentu inżyniersko – projektowego. Uważamy, że obecna sytuacja płynnościowa umożliwia dalsze działania na polu akwizycji.

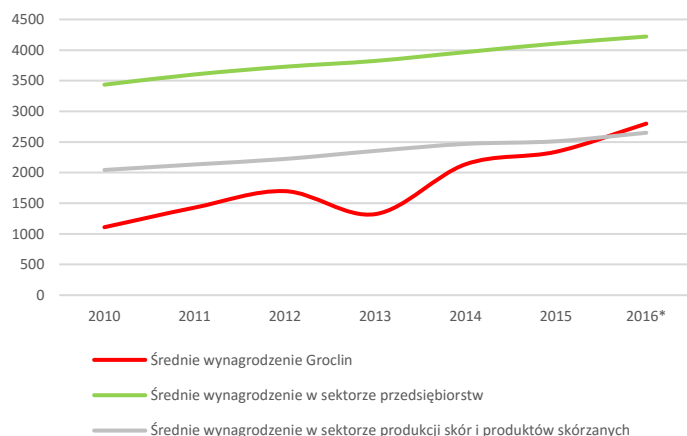
Struktura kosztów Groclinu [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

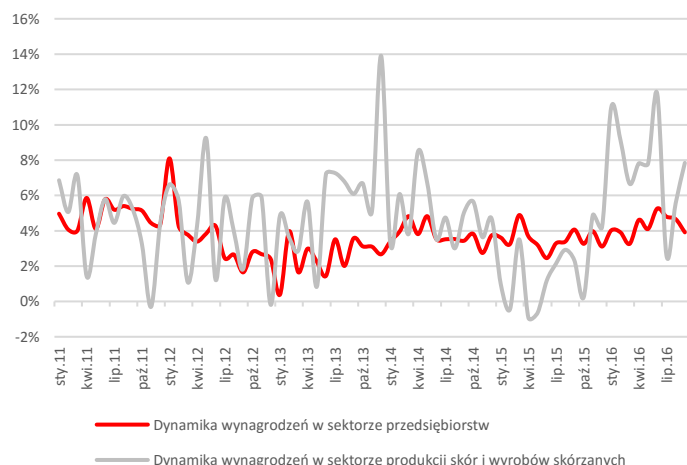
Blisko 2/3 kosztów stanowią koszty materiałów i energii. Z jednej strony zabezpiecza to spółkę przed niekorzystnymi zmianami cen ponieważ ceny produktów są uzależnione od aktualnej ceny surowców. Jednak przez to Groclin nie ma pola do dużej optymalizacji kosztowej, ponieważ materiał i jego

Miesięczne wynagrodzenie w Groclinie na tle wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw [PLN]



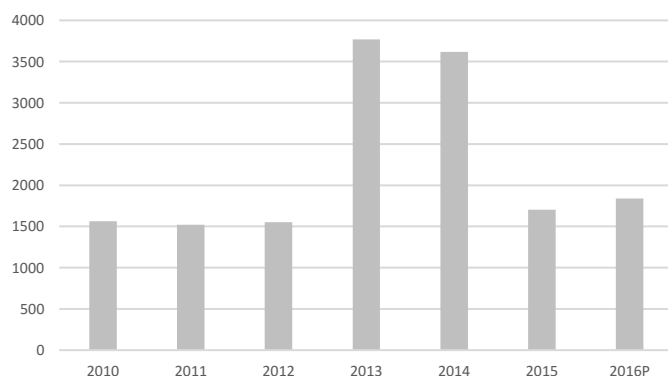
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka *Dane za 1H'16

Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka

Zatrudnienie Groclinu



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnie wynagrodzenie w Groclinie w ostatnim czasie wyraźnie rośnie, na co złożyły się dwa czynniki. Po pierwsze wcześniej były one niższe od średniej krajowej, a nawet średniej dla segmentu producentów wyrobów ze skór. Ponadto w ostatnich okresach uruchamiano znaczną ilość nowych projektów, co przez nadgodziny dodatkowo wpływało na wyższe koszty. W początkowej fazie realizacji kontraktów szwaczki nie mają jeszcze „wyćwiczonych” ruchów potrzebnych do wytworzenia konkretnego modelu poszycia, przez co potrzebują na to więcej czasu. Aby wyprodukować potrzebne wolumeny konieczne są zatem nadgodziny.

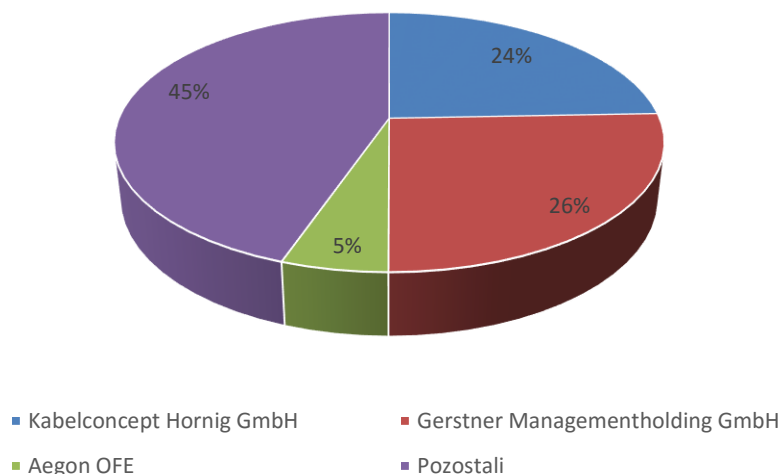
W kolejnych okresach te czynniki nie powinny być tak istotne, ponieważ znaczna część kontraktów miała swoje uruchomienie jeszcze w 2016 roku. Ponadto uwzględniając tylko polskie zakłady, to średnie wynagrodzenie wynosi ponad 4 tys. PLN, czyli prawie tyle co średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw. Dlatego w kolejnych latach nie oczekujemy aby płace w Groclinie rosły szybciej niż 6% r/r

Po sprzedaży biznesu wiązkowego oraz zakładu w Nowej Soli Groclin poprawia wykorzystanie mocy produkcyjnych na Ukrainie poprzez zwiększanie zatrudnienia w tamtejszych zakładach. Uważamy, że w perspektywie najbliższego roku możliwa jest także sprzedaż zakładu w Karpicku, co pozwoliłoby na dalszą optymalizację kosztową

AKCJONARIAT

Do czerwca 2013 roku kontrolę nad Groclinem sprawował ówczesny prezes i założyciel Zbigniew Drzymała wraz z żoną Marią. Na mocy umowy podpisanej 21 marca 2013 roku Groclin wyemitował 6,1 mln szt. akcji, stanowiących 50,03% udziałów w podwyższonym kapitale zakładowym, w zamian za 100% udziałów w KTP. Nowo wyemitowane akcje nabyły dwa podmioty Kabelconcept Horning GmbH i Gerstner Managementholding GmbH, w których dominującym podmiotem jest Andre Gerstner.

Struktura akcjonariatu



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGRAM RESTRUKTURYZACYJNY

Problemem Groclinu była niewielka skala działalności biznesu poszyciowego oraz brak jednostki projektowej i badawczo-rozwojowej, dzięki której możliwe byłoby świadczenie usług o nieco większej wartości dodanej niż same usługi szwalnicze. Jednym z rozwiązań miała być dywersyfikacja produkcji o biznes produkcji wiązek wniesiony aportem przez Andre Gerstnera. Jednak po otrzymaniu atrakcyjnej oferty dotyczącej zakupu aktywów związanych z produkcją wiązek elektrycznych i szaf sterowniczych od fińskiego PKC Group. Transakcja została sfinalizowana w lipcu 2015 roku i pozwoliła na znaczną redukcję zadłużenia, które do tej pory było poważnym balastem dla firmy i mocno ograniczało jej rozwój. Dług netto przed podpisaniem umowy wynosił 196 mln PLN, a po jej zakończeniu zmniejszył się do 18 mln PLN. Wcześniej groclin pozbył się także zbędnych aktywów nie związanych z podstawową działalnością, a generujących straty. Był to stadion oraz hotel, które zostały sprzedane za 3,5 mln PLN. Wynik samej transakcji był neutralny dla wyniku, jednak wcześniej dokonane zostały odpisy aktualizujące, które wyniosły 6 mln PLN.

Zbycie KTP

W lutym 2015 roku spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o zawarciu umowy sprzedaży całego biznesu związanego z produkcją wiązek fińskiemu PKC Wiring Systems. Wartość transakcji opiewała na 50 mln EUR za aktywa wolne od długu. W celu usprawnienia transakcji Groclin przeniósł cały swój biznes wiązkowy do KTP w zamian za nowo wyemitowane udziały w KTP. Wszystkie udziały w KTP zostały wniesione do spółki zależnej Groclin Luxembourg w Luksemburgu, która z kolei została wniesiona aportem do Groclin Wiring spółki w 100% zależnej od Groclinu. 1 lipca 2015 roku Groclin Wiring przeniósł wszystkie aktywa związane z produkcją wiązek i szaf sterowniczych na rzecz podmiotu zależnego od PKC Wiring Systems. Groclin uzyskał dzięki tej transakcji zysk w wysokości 101,5 mln PLN (po uwzględnieniu kosztów transakcji), a do ostatecznego rozliczenia doszło w 4Q'15. Dzięki tej transakcji udało się znacznie zredukować zadłużenie z poziomu 196,5 mln PLN na koniec 2014 roku do 20,8 mln PLN w 2015 roku. Przed podpisaniem umowy sprzedaży biznesu wiązkowego część produkcji KTP była przenoszona z Czaplinka do zakładu w Grodzisku Wielkopolskim, co miało na celu lepsze wykorzystanie mocy produkcyjnych. Ta przeprowadzka generowała także wysokie koszty, które miały wyraźny wpływ na wyniki raportowane w 2014 i 2015 roku. Przez rok od momentu sfinalizowania sprzedaży segmentu Wiring & Controls KTP prowadziło jeszcze produkcję na terenie zakładu w Grodzisku Wielkopolskim jednak do końca 3Q'16 powinno zwolnić powierzchnie produkcyjne w tej fabryce.

Restrukturyzacja IGA Nowa Sól

W 2013 roku Groclin zwiększył do 100% swój udział w Fabryce Tapicerki Samochodowej (Fatsa sp. z o. o.), której nazwa została zmieniona na IGA Nowa Sól. W 2015 roku wyniki spółki zostały obciążone przez odpis aktualizujący aktywa znajdujące się w Nowej Soli na kwotę 8,4 mln PLN. W grudniu 2015 roku zakład w nowej soli został sprzedany za 14 mln PLN i nastąpiło rozliczenie transakcji. W wyniku wcześniej dokonanych odpisów sprzedaż tego składnika majątku nie miała wpływu na rachunek wyników. Sprzedaż fabryki w Nowej Soli była związana z optymalizacją wykorzystania mocy produkcyjnych, gdyż po opuszczeniu przez KTP Grodziska Wielkopolskiego w kraju pozostaną jeszcze rezerwy, a nowa produkcja będzie kierowana na Ukrainę, dzięki czemu Groclin powinien obniżyć koszty produkcji i poprawić marżę. W 2016 roku IGA Nowa Sól została włączona w struktury spółki matki i zakończyła swój byt jako osobny podmiot.

PROGRAM INWESTYCYJNY

W wyniku połączenia z KTP w 2013 roku Groclin miał lepiej zdywersyfikować swoją działalność opierając swój biznes na dwóch filarach jakimi była produkcja poszyć oraz wiązek i szaf sterowniczych. Nowy właściciel postanowił również rozwinąć działalność w obszarze biznesu szwalniczego dlatego w 2014 roku za 1,3 mln PLN przejęty został SeaTcon, prowadzący działalność projektową i rozwojową w obszarze siedzisk samochodowych jak i ich krótkoseryjną produkcję. W wyniku dokonania tej transakcji rozpoznano zysk z okazynego nabycia na poziomie 7,9 mln PLN, który wpłynął na rezultaty wygenerowane w 2Q'14. W 2Q'15 został dokonany odpis z tytułu utraty wartości inwestycji w SeaTcon w wysokości 7,9 mln PLN. Obecnie podmiot ten działa pod nazwą SedisTec z siedzibą w Wendlingen (Niemcy).

Rozwój działalności inżyniersko – projektowej

Od momentu objęcia stanowiska prezesa przez nowego właściciela, Groclin przyjął nową strategię w zakresie produkcji poszyć zgodnie z którą powinna być poszerzona o usługi rozwojowe. Natomiast od momentu sprzedaży segmentu wiring & controls działania zarządu zmierzają do stworzenia osobnej linii biznesowej jaką jest działalność inżyniersko – projektowa. Przejawem aktywności na tym polu było przejęcie w kwietniu 2016 roku CADM Automotive, zajmującego się projektowaniem wnętrz samochodów i innych elementów nadwozia. Zgodnie ze zaktualizowaną strategią Groclin nadal powinien pozostać aktywny na polu akwizycji i w najbliższym czasie można spodziewać się przejęć podobnych podmiotów. Szacujemy, że w perspektywie 2 lat przychody z nowego segmentu mogą zwiększyć swój udział w skonsolidowanych przychodach do nawet 40% z około 15% obecnie. W naszej opinii ewentualna kolejna transakcja przekroczy swą wartością nabycie CADM Automotive, gdyż kolejnym kierunkiem na tym polu może być Europa zachodnia.

Przejęcie CADM Automotive

W kwietniu 2016 roku Groclin poinformował o dokonaniu akwizycji 51% udziałów w CADM Automotive za kwotę 10,2 mln PLN. Pozostałe udziały zostaną zakupione po zatwierdzeniu sprawozdania za 2017 rok, a wartość transakcji wyniesie 7x roczny poziom EBITDA spółki jednak nie mniej niż 9,8 mln PLN. Połowę tej kwoty ma stanowić gotówka, a pozostała część zostanie wypłacona w formie akcji Groclinu. CADM Automotive zajmuje się projektowaniem i rozwojem elementów wnętrz pojazdów, jak np. deski rozdzielcze, fotele samochodowe, pokrowce, a także elementy oświetleniowe i układy wydechowe. Ta akwizycja pozwoli Groclinowi poszerzyć zakres oferowanych usług, gdyż będzie w stanie zapewnić obsługę całego procesu produkcji wnętrz samochodów. Od projektowania już w fazie koncepcyjnej po dostarczenie gotowego elementu z poszyciem. W naszej ocenie Groclin może liczyć nie tylko na poszerzenie oferty, a co za tym idzie poprawienie marży na produktach oferowanych dotychczasowym klientom, ale także na zdobycie nowych odbiorców, których w swoim portfolio ma już CADM Automotive.

Wyniki CADM Automotive [mln PLN]

	2014	2015	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	6,932	11,124	60%
Zysk brutto na sprzedaży	1,163	2,604	124%
EBITDA	1,215	2,935	142%
Zysk na działalności operacyjnej	1,136	2,614	130%
Zysk brutto	1,103	2,623	138%
Zysk netto	0,882	2,112	139%
Kapitał własny	1,267	3,388	167%
Zobowiązania razem	1,043	0,93	-11%
Aktywa razem	2,31	4,318	87%
Aktywa trwałe	0,407	0,773	90%
Aktywa obrotowe	1,903	3,545	86%
Dług netto	-0,012	1,19	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zakłady produkcyjne na Ukrainie

W najbliższych okresach Groclin może w dalszym ciągu rozbudowywać moce produkcyjne na Ukrainie. Obecnie spółka posiada tam dwa zakłady w Użgorodzie (przy granicy ze Słowacją) i w Dolinie (ok. 100 km na południe od Lwowa). Z racji lokalizacji tych fabryk wojna na wschodzie kraju nie powinna stanowić istotnego zagrożenia, również z tego względu, że około 90% kadry stanowią kobiety, co ogranicza ryzyko powołania większości załogi do wojska. Obecnie w zakładzie w Użgorodzie zatrudnionych jest około 480 (75% mocy) osób, a w Dolinie powierzchnie produkcyjne są póki co wynajmowane. Fabryka w tej miejscowości już powstała, jej uruchomienie wiązało by się z nakładami w wysokości około 3 mln PLN. Spółka planuje do końca 2017 roku uruchomić fabrykę w Dolinie, a jej moce mają wynieść docelowo około 350 – 400 osób.

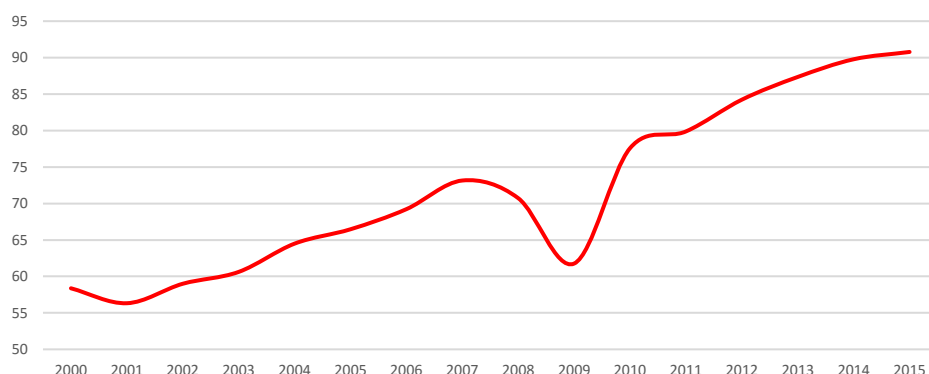
POLITYKA DYWIDENDOWA

Na skutek przeprowadzonej restrukturyzacji majątku istotnie poprawiła się sytuacja płynnościowa Groclinu, a ponadto spółce udało się trwale odzyskać dodatnią rentowność. Pozwoliło to na przyjęcie polityki dywidendowej zgodnie, z którą zarząd zamierza rekomendować wypłatę w formie dywidendy 30% – 50% wolnych przepływów pieniężnych przypadających na akcjonariuszy jednostki dominującej. W 2016 roku spółka pierwszy raz w swojej giełdowej historii podzieliła się zyskiem z akcjonariuszami wypłacając 0,5 PLN na akcję. Uwzględniając obecną sytuację Groclinu uważamy, że w kolejnych latach także możliwe są wypłaty dywidend. Zaznaczmy jednak, że w przypadku dokonania kolejnych akwizycji należałoby zakładać brak podziału między akcjonariuszy zysku za 2016 rok.

RYNEK AUTOMOTIVE

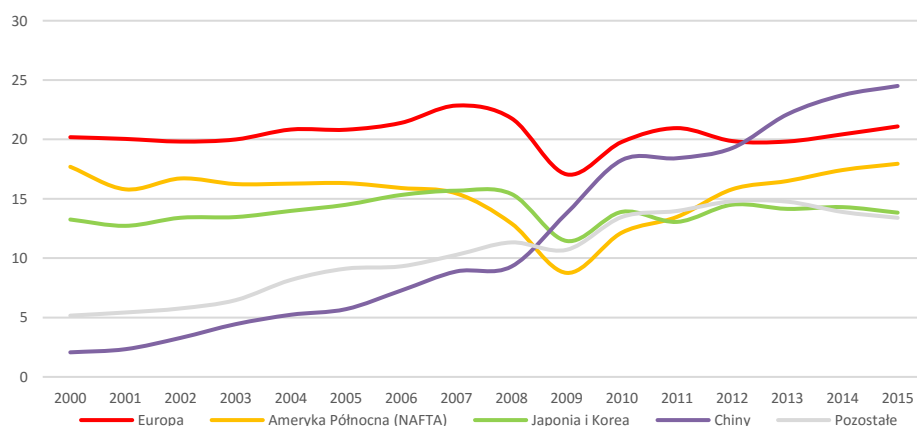
Obecnie prawie co czwarte auto powstaje w Europie podczas gdy jeszcze 15 lat temu ponad 1/3 pojazdów była produkowana na Starym Kontynencie. Większość produkcji od krajów rozwiniętych przejęły Chiny, które w ciągu 15 lat zwiększyły swój udział w rynku motoryzacyjnym z 4% do 27%. Kluczowym okresem okazał się kryzys w latach 2008 – 2009 skutkujący gwałtownym spadkiem udziałów krajów rozwiniętych na rzecz Emerging Markets. W ostatnich latach można zauważyć pewną stabilizację i wzrost w trzech głównych regionach (Chiny, Europa, NAFTA) jest równomierny.

Produkcja samochodów na świecie [mln szt.]



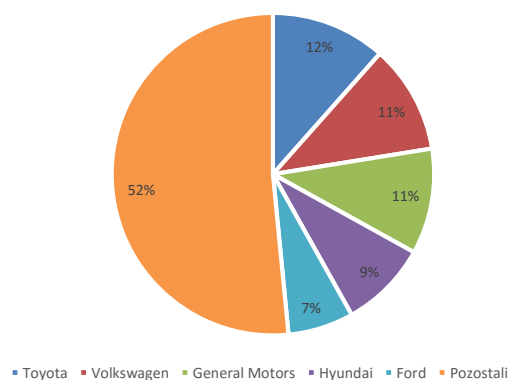
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., OICA

Produkcja samochodów w rozbięciu na regiony [mln szt.]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., OICA

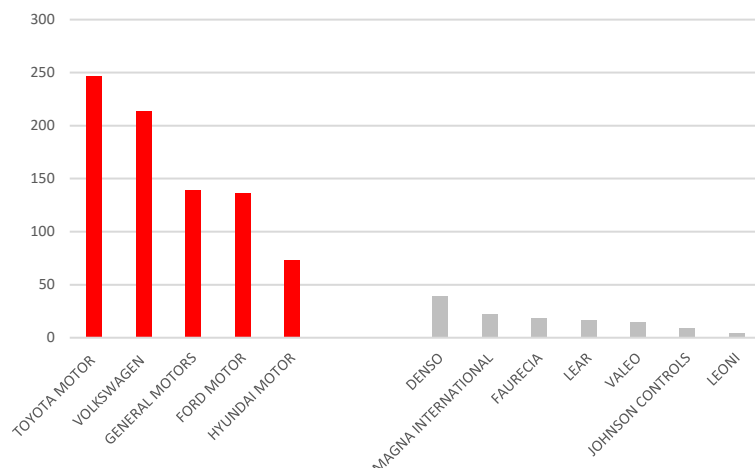
Udział rynkowy producentów pojazdów



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., OICA

Pięciu czołowych producentów samochodów posiada blisko 50% światowego rynku. Duża koncentracja powoduje, że w kontaktach z poddostawcami posiadają dominującą pozycję negocjacyjną. Przejawem tego były ostatnie zgrzyty między grupą Volkswagena, a niektórymi poddostawcami. Wynikały one z tego, że na skutek kar naliczonych w związku z „Diesel Gate” spółka próbowała wymóc na niektórych podmiotach obniżki cen.

Przychody wiodących producentów podzespołów na tle największych producentów samochodów [mln EUR]



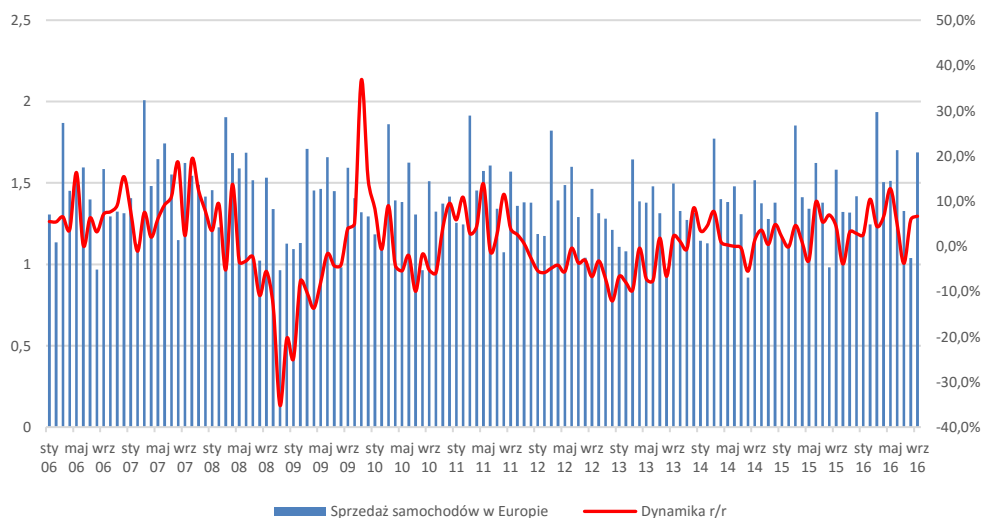
Najwięksi producenci pojazdów są zwykle kilku lub kilkunastokrotnie więksi od swoich poddostawców. Powoduje to, że są w stanie skutecznie dyktować warunki cenowe.

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

RYNEK MOTORYZACYJNY W EUROPIE

Od dłuższego czasu daje się odczuć dobra koniunktura na europejskim rynku motoryzacyjnym, która objawia się 4,8% wzrostem sprzedaży samochodów osobowych w czerwcu'16 oraz 6,7%wyżką w całym 1H'16. Afera „Diesel Gate” w niewielkim stopniu odbiła się na wynikach sprzedażowych Volkswagena w Europie, przez co nie powinno mieć to wpływu na sprzedaż takich podmiotów jak Groclin do grupy Volkswagena. Zwracamy także uwagę, że przez ostatnie był 36 miesięcy tylko w lipcu 2016 odnotowano ujemną dynamiką rejestracji nowych samochodów w UE.

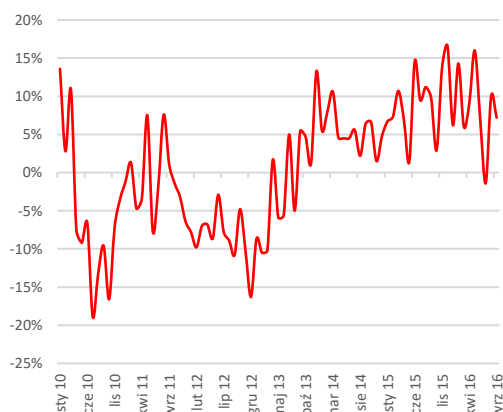
Sprzedaż nowych samochodów w Europie w ujęciu miesięcznym [mln szt.]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, ACEA

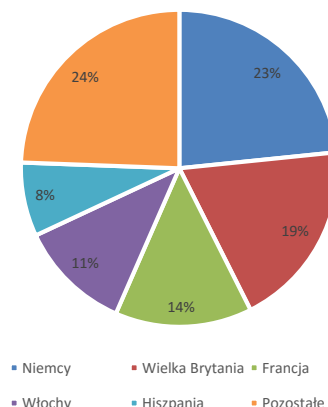
Ponad ¾ rejestracji nowych samochodów przypada na pięć największych krajów przy czym za blisko ¼ odpowiadają Niemcy. Zwracamy uwagę, że drugim co do wielkości rynkiem jest Wielka Brytania. Uważamy że jest to szczególnie istotne w kontekście ryzyka związanego z Brexitem. Ewentualne przeniesienie produkcji przez koncerny motoryzacyjne do Europy kontynentalnej może pozytywnie wpłynąć na polskich producentów podzespołów. Problemem może być jednak możliwy mniejszy popyt na pojazdy wywołany osłabionym funtem bądź barierami w handlu powstałymi po upuszczeniu struktur UE przez Wielką Brytanię.

Miesięczna rejestracja nowych samochodów UE [Dynamika r/r]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

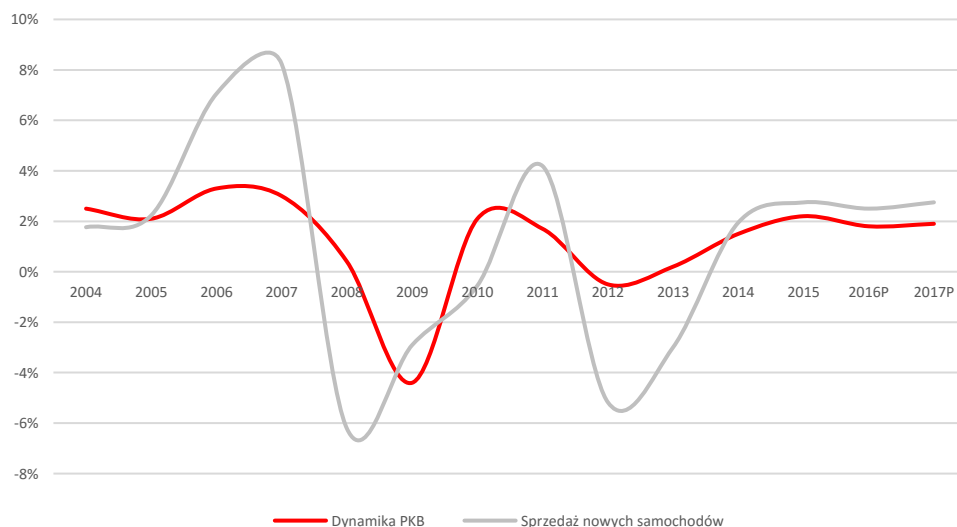
Struktura nowych rejestracji w EU w 2015 roku



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., ACEA

Segment motoryzacyjny cechuje się wyraźną cyklicznością, przez co dynamika sprzedaży nowych samochodów poddaje się większym wahanom niż dynamika PKB w UE. Spodziewamy się, że w 2016 roku sprzedaż nowych samochodów osobowych i ciężarowych poniżej 3,5 tony wzrośnie o około 5% r/r. Prognozy PKB dla krajów Unii Europejskiej wskazują na utrzymanie się około 2% dynamiki wzrostu również w 2017 roku, dlatego oczekujemy dodatniej dynamiki także w przypadku rynku automotive. Wskazujemy jednak na ryzyka jakie mogą płynąć z opuszczenia UE przez Wielką Brytanię, która jest drugim co do wielkości rynkiem pod względem sprzedaży nowych samochodów w Europie. Wprowadzenie ograniczeń w handlu między wyspą a kontynentem bądź spadek siły nabywczej Brytyjczyków może skutkować mniejszą sprzedażą pojazdów w tym kraju, co może odbić się na producentach zarówno samochodów jak i podzespołów.

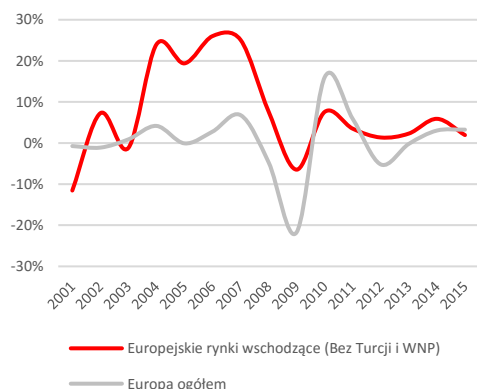
Dynamika sprzedaży nowych samochodów w Europie na tle dynamiki PKB w UE.



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., ACEA, Komisja Europejska

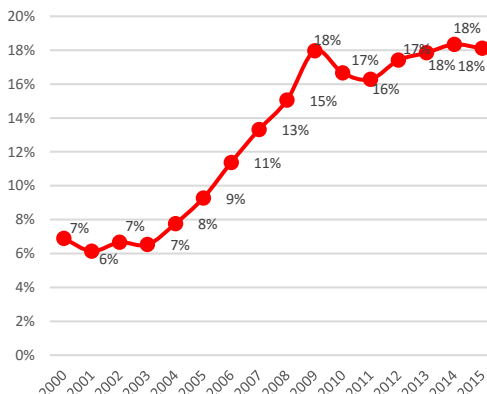
Zwracamy uwagę na względną odporność naszego regionu na kryzysy związane ze spadkiem produkcji na światowych rynkach. Wynika ona z niższych kosztów pracy w naszym regionie, co skutkuje większą efektywnością fabryk zlokalizowanych w tym regionie. Dlatego w czasach gdy europejski przemysł samochodowy notował ponad 20% spadki kraje naszego regionu okazały się względnie odporne na kryzys. W przeciwieństwie do reszty kontynentu kryzys nie dotknął europejskich krajów rozwijających się w 2012 roku i to pomimo wycofania produkcji Fiata Pandę z fabryki w Tychach. Uważamy, że w kolejnych okresach przemysł motoryzacyjny w Polsce powinien sobie dobrze radzić w ślad za pozostałymi rynkami wschodzącymi.

Dynamika produkcji w europejskich krajach wschodzących na tle całej Europy



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., OICA

Udział krajów wschodzących Europy (Bez Turcji i WNP) w europejskiej produkcji samochodów ogółem

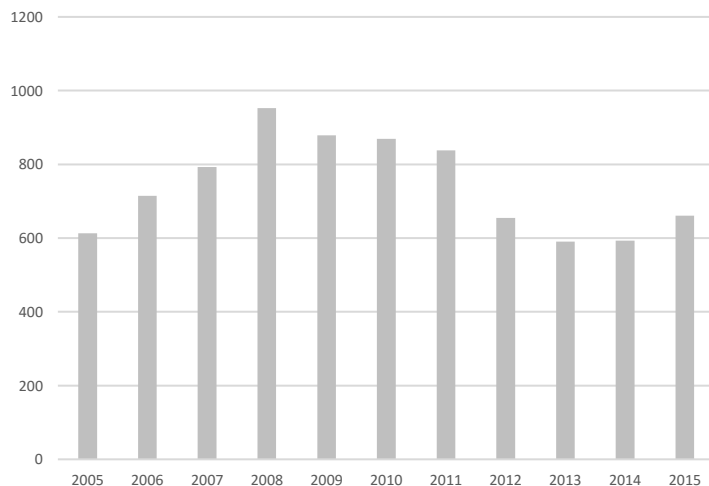


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., OICA

RYNEK MOTORYZACYJNY W POLSCE

Produkcja samochodów osobowych w Polsce odbywa się w fabrykach należących do zagranicznych koncernów motoryzacyjnych. Rodzime podmioty koncentrują się na produkcji podzespołów samochodowych produkującą zarówno na potrzeby fabryk zlokalizowanych w Polsce jak i na eksport. Miniony rok był już drugim z rzędu ze wzrostem krajowej produkcji samochodów i oceniamy, że w latach 2016 – 2017 wzrost ten może być utrzymany dzięki oddaniu do użytkowania nowej fabryki VW we Wrześni. Moce nowego zakładu są szacowane na około 100 tys. pojazdów rocznie, a jednym z beneficjentów powinien być właśnie Groclin, który jest w trakcie uruchamiania produkcji poszyć do VW Craftera produkowanego we Wrześni.

Produkcja samochodów w Polsce [tys. szt.]

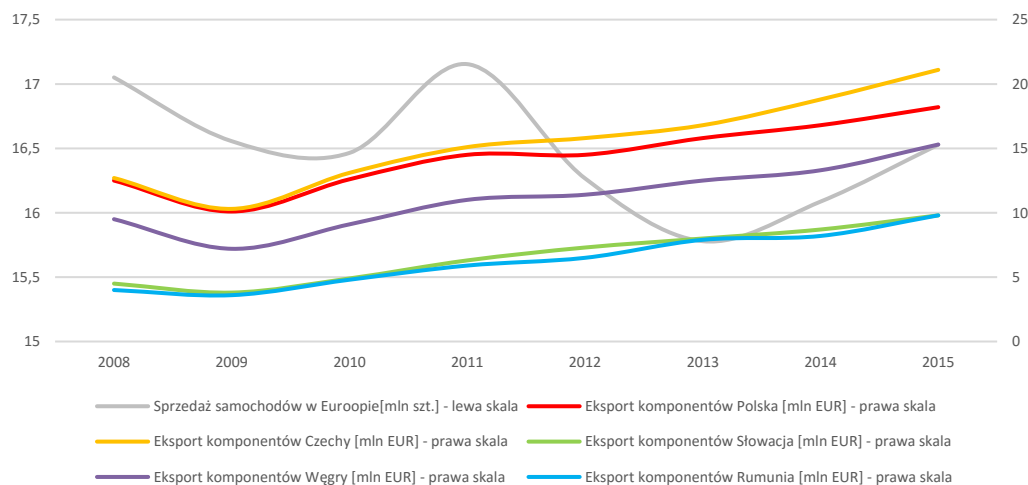


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., OICA

Czynnikami wpływającym na znaczny spadek produkcji samochodów w latach 2012 – 2013 było zakończenie wytwarzania Fiata Panda w Tychach

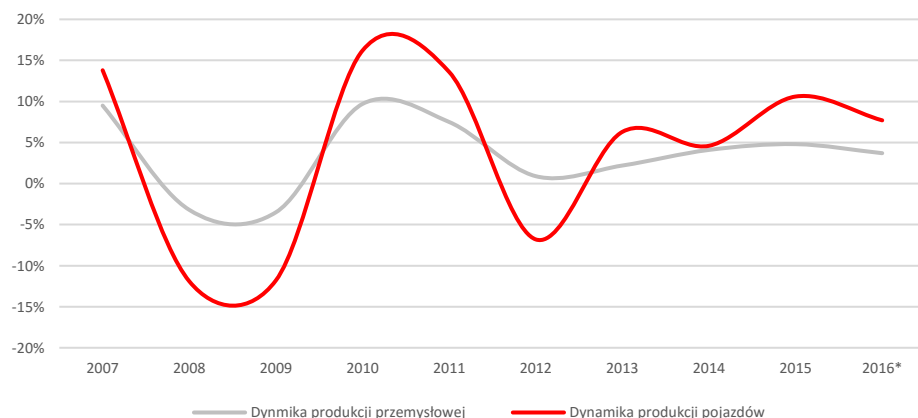
Pomimo spadku sprzedaży samochodów w Europie w latach 2012 – 2013 oraz spadku produkcji, to eksport podzespołów z krajów Europy środkowej systematycznie rośnie. Pozytywny trend dotyczy także Polski, która jest drugim po Czechach dostawcą części do samochodów w regionie. Liczymy, że dzięki nowym inwestycjom zagranicznych koncernów motoryzacyjnych obecny pozytywny trend się utrzyma i będzie się to odbywało z korzyścią dla lokalnych producentów jakim jest Groclin.

Wartość eksportu podzespołów samochodowych w krajach Europy środkowej na tle sprzedaży nowych samochodów w Europie



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

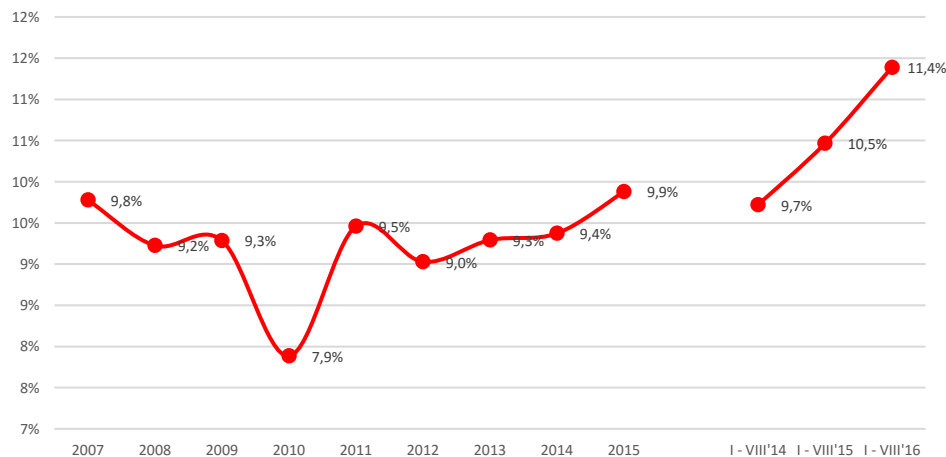
Dynamika produkcji pojazdów i naczip na tle produkcji przemysłowej w Polsce.



Źródło: BDM, GUS *Dane za okres od stycznia do sierpnia 2016 roku.

Podobnie jak za granicą także w Polsce branża motoryzacyjna jest bardzo podatna na wahania koniunktury i jej udział w produkcji w ostatnich okresach wyraźnie rośnie. Zgodnie z danymi prezentowanymi przez GUS i Polski Związek Przemysłu Motoryzacyjnego, produkcja pojazdów, nie licząc przemysłu spożywczego, jest największą co do wielkości gałęzią przemysłu w Polsce.

Udział produkcji pojazdów w produkcji przemysłowej ogółem



Źródło: BDM, GUS

GROCLIN NA RYNKU AUTOMOTIVE

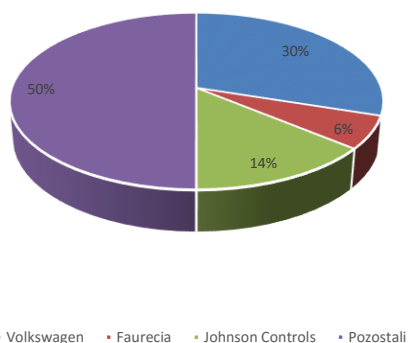
Groclin prowadzi swoją działalność w obszarze przemysłu motoryzacyjnego i produkuje poszycia do foteli samochodowych oraz innych elementów wnętrza samochodów. Kontrakty w tej branży zawierane są w charakterze nominacji, co oznacza, że dostawca i odbiorca wyrażają chęć kooperowania w zakresie produkcji poszycia do konkretnego modelu samochodowego, a cykl życia umowy jest ściśle związany z produkowaniem danego modelu. Przy podpisywaniu umów określa się zwykle szacunkowe wolumeny i przybliżoną wartość kontraktu, które ostatecznie będą zależą sukcesu rynkowego modelu do którego będzie produkowana tapicerka. W tych kontraktach są jednak określone limity produkcji powyżej których klient nie może dochodzić roszczeń z powodu braku możliwości wywiązania się dostawcy oraz dolny limit, z którego producent podzespołów musi się wywiązać pod rygorem kar umownych. Jeśli chodzi o rynek poszycia samochodowych to jest on mocno rozdrobniony (Groclin ma około 2% udziałów w rynku) a poszycia do jednego modelu wykonuje kilka firm. Dlatego koncerny samochodowe mają dominującą pozycję na rynku i zwykle dyktują warunki współpracy.

Dostawcy materiałów do poszycia często są określani w umowach podobnie jak rodzaj materiału i jego cena. Dlatego ewentualne zmiany cen surowców powodują automatyczną renegotiację wartości kontraktu, przez co spółka nie jest narażona na ryzyko związane ze zmianą cen materiałów wykorzystywanych do produkcji. Możliwość negocjacji Groclinu z dostawcami warunków handlowych są przez to mocno ograniczone.

GŁÓWNI ODBIORCY GROCLINU

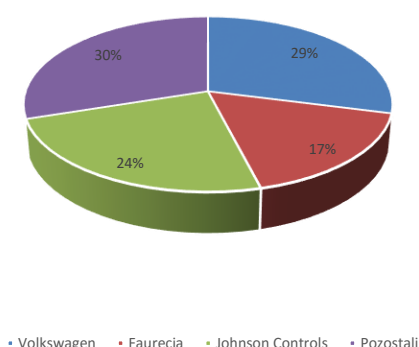
Przychody Groclinu cechuje niska dywersyfikacja, która wynika z obecnego kształtu rynku motoryzacyjnego, na którym dominującą pozycję mają producenci samochodów bądź producenci całych podzespołów. W 2015 roku trzech największych klientów odpowiadało za 2/3 sprzedaży Groclinu.

Struktura sprzedaży Groclinu w 2014 roku



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

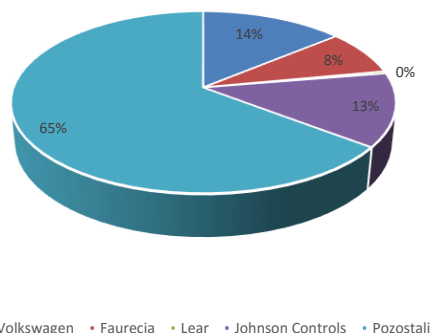
Struktura sprzedaży Groclinu w 2015 roku



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

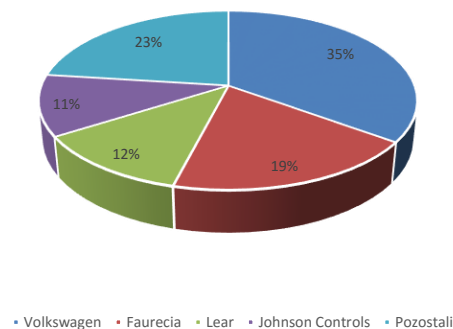
W 1H'16 wyraźnie wzrósł udział Volkswagena w ogólnej sprzedaży, co wynika z podpisywanych w 2015 roku kontraktów oraz dobrej sprzedaży modelu T6, do którego poszycia są produkowane przez Groclin.

Struktura sprzedaży Groclinu w 1H'15



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży Groclinu w 1H'16



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa Trwałe	274,2	181,3	188,6	188,4	199,5	200,8	201,6	202,5	202,9	203,6	204,1	204,9
Wartości niematerialne i prawne	65,7	58,7	71,0	70,9	71,2	71,7	72,0	72,4	72,6	72,8	73,0	73,3
Rzeczowe aktywa trwałe	195,4	116,1	110,8	110,7	111,1	111,9	112,4	113,0	113,2	113,6	113,9	114,4
Pozostałe aktywa trwałe	13,0	6,5	6,8	6,8	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Aktywa obrotowe	144,2	96,9	109,4	118,3	126,0	136,6	147,1	157,8	165,2	172,8	185,1	174,9
Zapasy	62,7	31,3	29,6	39,7	43,1	45,4	47,6	49,5	51,0	52,5	54,1	55,7
Należności handlowe	69,1	25,5	44,3	59,6	64,7	68,1	71,4	74,3	76,5	78,8	81,2	83,6
Środki pieniężne	2,5	34,0	27,8	11,3	10,5	15,4	20,4	26,4	30,1	33,8	42,2	27,9
Pozostałe aktywa obrotowe	9,9	6,1	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Aktywa razem	418,4	278,2	298,0	306,7	325,5	337,4	348,7	360,4	368,1	376,4	389,2	379,8
Kapitały własne	127,5	157,3	150,6	166,6	186,2	201,9	217,3	233,6	246,6	260,1	269,8	280,8
Zobowiązania długoterminowe	192,0	26,8	81,4	81,4	76,4	71,4	66,4	61,4	56,4	51,4	47,0	27,0
Zobowiązania finansowe	173,7	16,5	70,8	70,8	65,8	60,8	55,8	50,8	45,8	40,8	36,4	16,4
Pozostałe zobowiązania	18,3	10,4	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Zobowiązania krótko terminowe	98,9	94,1	65,9	58,6	62,9	64,0	65,0	65,3	65,1	64,8	72,4	72,0
Zobowiązania finansowe	25,3	38,3	12,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	56,7	30,0	37,0	49,7	53,9	55,1	56,0	56,3	56,1	55,8	55,5	55,0
Pozostałe zobowiązania	16,8	25,7	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Pasywa razem	418,4	278,2	298,0	306,7	325,5	337,4	348,7	360,4	368,1	376,4	389,2	379,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	442,5	215,0	266,1	357,6	388,3	408,7	428,7	445,6	459,0	472,7	486,9	501,5
EBITDA	7,4	-22,0	20,8	34,1	36,6	38,8	40,7	42,3	43,4	44,5	45,7	46,9
EBIT	-17,4	-41,3	9,0	23,2	25,7	27,8	29,7	31,2	32,3	33,4	34,5	35,7
Saldo działalności finansowej	-7,9	-7,0	-2,6	-3,4	-3,0	-2,7	-2,4	-2,1	-1,7	-1,4	-1,5	-0,3
Wynik brutto	-25,4	-48,3	6,4	19,8	22,7	25,1	27,3	29,2	30,6	32,0	33,0	35,4
Wynik netto	-18,1	43,7	6,0	16,0	18,4	20,3	22,1	23,6	24,8	25,9	26,7	28,7
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przepływy z działalności operacyjnej	-2,3	-140,5	-1,8	14,2	25,0	26,7	28,5	30,3	32,0	33,0	33,6	35,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-10,5	96,4	-20,0	-10,7	-22,0	-12,3	-11,8	-12,0	-11,5	-11,8	-11,7	-12,0
Przepływy z działalności finansowej	8,3	-63,9	15,6	-20,0	-3,9	-9,6	-11,7	-12,3	-16,8	-17,4	-13,5	-37,6
Przepływy pieniężne netto	-4,5	-107,9	-6,2	-16,5	-0,8	4,9	5,0	6,0	3,7	3,8	8,4	-14,3
Środki pieniężne na początek okresu	7,4	0,0	34,0	27,8	11,3	10,5	15,4	20,4	26,4	30,1	33,8	42,2
Środki pieniężne na koniec okresu	0,3	34,0	27,8	11,3	10,5	15,4	20,4	26,4	30,1	33,8	42,2	27,9

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody zmiana r/r	55,1%	-51,4%	23,7%	34,4%	8,6%	5,3%	4,9%	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBITDA zmiana r/r	-78,5%	-398,8%	-194,7%	64,1%	7,3%	5,9%	5,1%	3,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
EBIT zmiana r/r	-169,3%	136,8%	-121,8%	158,0%	10,7%	8,2%	6,8%	5,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Zysk netto zmiana r/r	-159,1%	-341,5%	-86,3%	168,1%	14,7%	10,5%	8,9%	6,8%	4,9%	4,7%	3,1%	7,3%
Marża brutto na sprzedaży	6,7%	7,9%	14,8%	16,9%	16,6%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Marża EBITDA	2,2%	10,8%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Marża EBIT	1,7%	-10,2%	7,8%	9,5%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%
Marża netto	-3,9%	-19,2%	3,4%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%
COGS/przychody	93,3%	92,1%	85,2%	83,1%	83,4%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%
SG&A/ przychody	11,7%	21,9%	11,8%	10,4%	10,0%	9,9%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,5%
SG&A/COGS	12,5%	23,8%	13,8%	12,5%	12,0%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,5%	11,5%	11,4%
ROE	-14,2%	27,8%	4,0%	9,6%	9,9%	10,1%	10,2%	10,1%	10,0%	10,0%	9,9%	10,2%
ROA	-4,3%	15,7%	2,0%	5,2%	5,6%	6,0%	6,3%	6,6%	6,7%	6,9%	6,9%	7,6%
Dług	199,04	54,80	82,84	62,84	57,84	52,84	47,84	42,84	37,84	32,84	36,41	16,41
D/(D+E)	61,0%	25,8%	35,5%	27,4%	23,7%	20,7%	18,0%	15,5%	13,3%	11,2%	11,9%	5,5%
D/E	156,1%	34,8%	55,0%	37,7%	31,1%	26,2%	22,0%	18,3%	15,3%	12,6%	13,5%	5,8%
Odsetki/EBIT	-32,0%	-16,6%	15,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	196,51	20,83	55,03	51,54	47,33	37,47	27,47	16,46	7,78	-0,98	-5,81	-11,54
Dług netto / Kapitał własny	1,5	0,1	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	26,7	-0,9	2,6	1,5	1,3	1,0	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,2
Dług netto / EBIT	-11,3	-0,5	6,1	2,2	1,8	1,3	0,9	0,5	0,2	0,0	-0,2	-0,3
EV	365,0	189,3	223,5	220,0	220,9	211,1	201,1	190,1	181,4	172,6	167,8	162,1
Dług / EV	54,5%	29,0%	37,1%	28,6%	26,2%	25,0%	23,8%	22,5%	20,9%	19,0%	21,7%	10,1%
CAPEX/Przychody	3,3%	6,7%	4,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja	59,0%	74,2%	91,8%	98,5%	106,9%	112,1%	107,0%	108,7%	103,1%	106,0%	104,5%	107,3%
Amortyzacja/Przychody	5,6%	9,0%	4,4%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%
Zmiana KO/Przychody	4,5%	-16,7%	2,1%	5,6%	3,7%	3,8%	4,1%	4,4%	4,8%	5,2%	5,6%	6,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	3,6%	21,2%	19,9%	13,9%	13,9%	22,2%	23,2%	25,7%	29,4%	29,9%	30,3%	30,7%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MC/S	0,4	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
P.E	-9,3	3,9	28,2	10,5	9,4	8,5	7,8	7,3	7,0	6,7	6,5	6,1
P/CE	25,1	2,7	9,5	6,3	5,9	5,6	5,2	5,0	4,8	4,7	4,6	4,4
EV/EBITDA	49,7	-8,2	10,7	6,4	6,0	5,4	4,9	4,5	4,2	3,9	3,7	3,5
EV/EBIT	-21,0	-4,5	24,8	9,5	8,6	7,6	6,8	6,1	5,6	5,2	4,9	4,5
EV/S	0,8	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
BVPS	18,2	18,2	18,2	19,2	20,2	21,2	22,2	23,2	24,2	25,2	26,2	27,2
EPS	-1,6	3,8	0,5	1,4	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,4
CEPS	0,6	5,4	1,5	2,3	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	5,8	0,0	4,0	4,6	6,7	7,3	11,8	12,4	17,1	17,6
DPS	0,0	0,0	0,5	0,0	0,3	0,4	0,6	0,6	1,0	1,0	1,4	1,5
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	13,3%	0,0%	25,0%	25,0%	33,0%	33,0%	50,0%	50,0%	66,0%	66,0%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, 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 publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	17,6	---	---	22.11.2016	15:07 CEST	14,6	47 915

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	3	30%
Akumuluj	5	50%
Trzymaj	2	20%
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

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 znacznie 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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

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

Raport 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 instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.11.2016 roku, 15:07 CEST a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.11.2016 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 22.11.2016 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 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.