



Dom Maklerski BDM S.A.

MFO

RAPORT ANALITYCZNY

SPRZEDAJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 32,60 PLN

18 MAJ 2017, 08:43 CEST

W 2016 roku opublikowaliśmy dwie rekomendacje na temat MFO. Najpierw mocne Kupuj w czerwcu'16, a potem w październiku'16 zalecenie Akumuluj. Skala ostatniego wzrostu kursu skłania nas jednak do zmiany nastawienia średnioterminowego do spółki i dlatego aktualnie wydajemy zalecenie Sprzedaj z ceną docelową 32,6 PLN/akcję. Sugerujemy wykorzystać obecny sprzyjający sentyment inwestycyjny, gdyż według naszych symulacji kolejne kwartały raczej nie pozwolą na pozytywne zaskoczenia wynikowe. Zgodnie z naszymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 9,3x i 9,8x z perspektywą spadku w 2019 roku. Przy sugerowanej przez nas cenie docelowej mnożniki EV/EBITDA na lata 2017-2018 będą wynosić 7,2x i 7,5x.

W 1Q'17 nastąpiła kolejna akceleracja wyników MFO. Bardzo mocne marże wiążemy z wysokim wolumenem oraz silnymi podwyżkami cenników na blachy oraz wyroby spółki na przełomie 4Q'16/1Q'17. Szacunkowa cena blachy ocynkowanej według naszych szacunków w 1Q'16 była jeszcze na poziomie niespełna 1 950 PLN/t, podczas gdy w 1Q'17 było to niemal 3 190 PLN/t. Zatem mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 66% r/r. Z kolei w ujęciu do 4Q'16 cena blachy wzrosła o ponad 420 PLN/t (ostatni tak silny wzrost cenników w relacji q/q miał miejsce w 2Q'16). Ogółem w 1Q'17 EBITDA spółki wzrosła r/r z 4,2 mln PLN do 10 mln PLN (marża EBITDA była wyższa zatem o 5 pkt %). Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 6,8 mln PLN. Narastająco za 4 ostatnie kwartały EBITDA spółki to 30,5 mln PLN, a zysk netto 22 mln PLN.

Zakładamy, że seria bardzo optymistycznych odczytów wynikowych wraz z danymi za 1Q'17 dobiegła końca (przynajmniej w perspektywie dalszej części bieżącego roku). Nasz scenariusz bazowy na kolejne miesiące 2017 roku to systematyczna stopniowa erozja cen blach HDG. Tym samym nie spodziewamy się już aby w kolejnych kwartałach MFO korzystało na zwwyżce cen blach podobnie jak to miało miejsce na przełomie 4Q'16/1Q'17. Nasza prognoza sugeruje, że EBITDA w 2Q'17 i 3Q'17 może być słabsza w ujęciu r/r.

W skali całego 2017 roku prognozujemy EBITDA rzędu 29,55 mln PLN. Rok 2018 w naszym scenariuszu bazowym to spadki korekcyjne cen blach (po euforii z 2016 roku i 1Q'17). Jednocześnie jednak przypominamy, że w 2018 roku spółka uruchomi nowe moce produkcyjne (opisywaliśmy to w ostatnim raporcie), zatem w 2H'18 oczekujemy, że pojawią się pozytywne efekty sprzedaży nowych asortymentów. Efekt wolumenów powinien być także odczuwalny również w rezultatach w 2019 roku. Tym samym prognozowana EBITDA na 2018 rok wynosi 27,11 mln PLN, a na 2019 rok 30,1 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że z uwagi na małe zadłużenie w relacji do EBITDA, spółka będzie mogła kontynuować proces zwiększania mocy produkcyjnych. Zaznaczamy, że z bieżącej perspektywy nie uwzględniamy już istotnych zmian w skali działania spółki po roku 2020 (takie założenie może okazać się jednak błędne).

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	200,9	216,7	262,9	346,5	335,6	366,2
EBITDA [mln PLN]	11,9	15,5	24,7	29,6	27,1	30,1
EBIT [mln PLN]	10,7	13,6	22,6	27,3	22,7	25,4
Zysk netto [mln PLN]	7,9	10,1	17,8	20,4	17,1	19,4
P/BV	5,1x	4,1x	3,2x	2,7x	2,4x	2,2x
P/E	33,0x	25,7x	14,7x	12,8x	15,2x	13,4x
EV/EBITDA	23,1x	18,0x	10,8x	9,3x	9,8x	8,7x

Wycena końcowa [PLN]	32,6
Potencjał do wzrostu / spadku	-24%
Koszt kapitału	9.5%

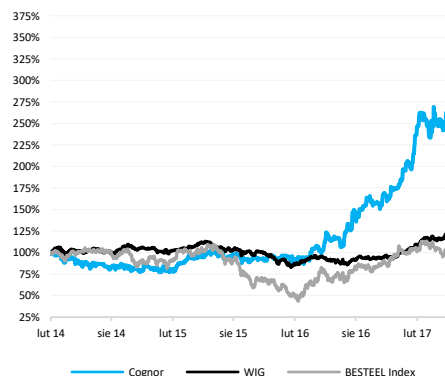
Cena rynkowa [PLN]	42,73
Kapitalizacja [mln PLN]	260,65
Ilość akcji [mln. szt.]	6,10

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	45,82
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	21,73

Stopa zwrotu za 1 mc	+34%
Stopa zwrotu za 3 mc	+30%
Stopa zwrotu za 6 mc	+89%

Akcjonariat (% kapitału):	
Tomasz Mirski	34,43%
Marek Mirski	32,79%
Aviva Investors TFI	6,75%

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	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF.....	3
ANALIZA WSKAŹNIKOWA	6
WYNIKI FINANSOWE MFO ZA 1Q'17	8
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI I ZAANGAŻOWANY KAPITAŁ OBROTOWY	11
PROGNOZA WYNIKÓW MFO NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

W 2016 roku opublikowaliśmy dwie rekomendacje na temat MFO. Najpierw mocne Kupuj w czerwcu'16, a potem w październiku'16 zalecenie Akumuluj. Skala ostatniego wzrostu kursu skłania nas jednak do zmiany nastawienia średnioterminowego do spółki i dlatego wydajemy zalecenie Sprzedaj z ceną docelową 32,6 PLN/akcję (jest to podniesienie wyceny w porównaniu z ostatnim raportem analitycznym). Sugerujemy wykorzystać obecny sentyment inwestycyjny, gdyż według naszych symulacji kolejne kwartały raczej nie pozwolą na zaskoczenia in plus.

Zakładamy, że seria bardzo optymistycznych odczytów wynikowych wraz z danymi za 1Q'17 dobiegła końca (przynajmniej w perspektywie dalszej części bieżącego roku). Nasz scenariusz bazowy na kolejne miesiące 2017 roku to systematyczna stopniowa erozja cen blach HDG. Tym samym nie spodziewamy się już aby w kolejnych kwartałach MFO korzystało na zwwyżce cen blach podobnie jak to miało miejsce na przełomie 4Q'16/1Q'17. Nasza prognoza sugeruje, że EBITDA w 2Q'17 i 3Q'17 może być słabsza w ujęciu r/r.

W skali całego 2017 roku prognozujemy EBITDA rzędu 29,55 mln PLN. Rok 2018 w naszym scenariuszu bazowym to spadki korekcyjne cen blach (po euforii z 2016 roku i 1Q'17). Jednocześnie jednak przypominamy, że w 2018 roku spółka uruchomi nowe moce produkcyjne (opisywaliśmy to w ostatnim raporcie), zatem w 2H'18 oczekujemy, że pojawią się pozytywne efekty sprzedaży nowych asortymentów. Efekt wolumenów powinien być także odczuwalny również w rezultatach w 2019 roku. Tym samym prognozowana EBITDA na 2018 rok wynosi 27,11 mln PLN, a na 2019 rok ok 30,1 mln PLN.

Zaktualizowana wycena opiera się na metodzie DCF oraz na wycenie za pomocą analizy mnożnikowej (akceptowalny pułap $EV/EBITDA = 7,0x$). Za pomocą wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 33,08 PLN/akcję. Wycena $EV/EBITDA$ sugeruje wartość 32,12 PLN/akcję. Średnia z tych metod daje wynik 32,6 PLN/akcję. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku $EV/EBITDA$ na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 9,3x i 9,8x z perspektywą spadku w 2019 roku. Przy sugerowanej przez nas cenie docelowej mnożniki $EV/EBITDA$ na lata 2017-2018 będą wynosić 7,2x i 7,5x.

Podsumowanie wyceny MFO

A	Wycena DCF [PLN]	33,08
B	Wycena mnożnikowa [PLN]	32,12
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy porównawczej [PLN]		32,60

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 bardzo konkurencyjnym rynku. Nadpodaż mocy produkcyjnych wpływa na silną presję cenową, dlatego kluczowe znaczenie dla MFO ma koszt zakupu wsadu produkcyjnego oraz jakość kontraktacji (szczególnie zagranicznej). 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 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:

- Odczyt EBITDA za 1Q'17 to ponad 10 mln PLN. W 2Q'17 spodziewamy się, że EBITDA będzie na pułapie ok 6,5 mln PLN, a w kolejnym kwartale spadnie do 6 mln PLN. W końcówce roku uwzględniamy dalszą powolną erozję cen blach HDG i przy ujęciu charakterystycznych dla branży corocznych premii za wolumen oczekujemy, że EBITDA wyniesie niemal 7 mln PLN. Tym samym w skali całego 2017 roku prognozujemy EBITDA rzędu 29,55 mln PLN. Rok 2018 w naszym scenariuszu bazowym to korekcyjne spadki cen blach (po euforii z 2016 roku i 1Q'17). Jednocześnie jednak przypominamy, że w 2018 roku spółka uruchomi nowe moce produkcyjne (opisywaliśmy to w ostatnim raporcie). Zatem w 2H'18 oczekujemy, że pojawią się pozytywne efekty sprzedaży nowych asortymentów. Efekt wolumenów powinien być także odczuwalny w rezultatach w 2019 roku.
- Capex na lata 2017-2018 uwzględnia wpływ dotacji unijnych. Przypominamy, że w spółce trwa 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 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 01.08.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 201,8 mln PLN, czyli 33,08 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	346	336	366	391	418	443	464	484	504	526
EBIT [mln PLN]	27,3	22,7	25,4	26,6	27,5	27,8	27,5	28,2	28,4	28,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,2	4,3	4,8	5,1	5,2	5,3	5,2	5,4	5,4	5,4
NOPLAT [mln PLN]	22,1	18,4	20,5	21,5	22,3	22,5	22,2	22,9	23,0	23,1
Amortyzacja [mln PLN]	2,3	4,4	4,8	4,9	5,1	5,4	5,6	5,9	6,2	6,4
CAPEX [mln PLN]	-8,7	-3,3	-5,5	-5,7	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3	-7,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-19,6	0,0	-8,5	-3,6	-3,8	-3,6	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	-3,9	19,5	11,3	17,1	17,6	17,8	18,3	18,9	19,0	18,8
DFCF [mln PLN]	-3,8	17,3	9,2	12,9	12,1	11,2	10,6	10,0	9,2	8,4
Suma DFCF [mln PLN]	97,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	247,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	109,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	207,1									
Dług netto [mln PLN]	5,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	201,8									
Ilość akcji [mln szt.]	6,10									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	33,08									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	31,8%	-3,1%	9,1%	6,9%	6,7%	6,1%	4,6%	4,4%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	7,9%	6,8%	6,9%	6,8%	6,6%	6,3%	5,9%	5,8%	5,6%	5,4%
Marża EBITDA	8,5%	8,1%	8,2%	8,0%	7,8%	7,5%	7,1%	7,1%	6,9%	6,6%
CAPEX / Przychody	5,8%	5,7%	1,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	718%	878%	136%	116%	117%	119%	120%	119%	119%	118%
Kapitał obrotowy / przychody	7,0%	13,0%	11,9%	13,3%	13,3%	13,4%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%

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	84%	84%	86%	87%	89%	90%	92%	93%	94%	94%
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	16%	16%	14%	13%	11%	10%	8%	7%	6%	6%
WACC	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%

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	34,5	36,8	39,9	43,8	46,3	49,3	52,9	57,3	62,8
	0,8	32,6	34,6	37,2	40,6	42,6	45,1	48,0	51,5	55,8
	0,9	30,9	32,7	34,9	37,8	39,5	41,5	43,9	46,7	50,1
	1,0	29,3	30,9	32,8	35,3	36,8	38,4	40,4	42,7	45,5
	1,1	27,9	29,3	31,0	33,1	34,3	35,8	37,4	39,4	41,6
	1,2	26,6	27,8	29,3	31,1	32,2	33,4	34,8	36,5	38,3
	1,3	25,4	26,5	27,8	29,4	30,3	31,4	32,6	33,9	35,5
	1,4	24,2	25,2	26,4	27,8	28,6	29,5	30,6	31,7	33,1
	1,5	23,2	24,1	25,1	26,4	27,1	27,9	28,8	29,8	30,9

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	52,5	49,3	46,4	45,1	43,8	42,6	41,5	39,4	37,5
	0,8	49,3	46,0	43,1	41,8	40,6	39,4	38,3	36,2	34,4
	0,9	46,4	43,1	40,3	39,0	37,8	36,6	35,5	33,5	31,7
	1,0	43,8	40,6	37,8	36,5	35,3	34,1	33,1	31,1	29,4
	1,1	41,5	38,3	35,5	34,3	33,1	32,0	30,9	29,1	27,4
	1,2	39,4	36,2	33,5	32,3	31,1	30,1	29,1	27,2	25,6
	1,3	37,5	34,4	31,7	30,5	29,4	28,3	27,4	25,6	24,0
	1,4	35,7	32,7	30,1	28,9	27,8	26,8	25,8	24,1	22,6
	1,5	34,1	31,1	28,6	27,4	26,4	25,4	24,5	22,8	21,3

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%	35,3	37,8	41,0	45,3	48,0	51,2	55,1	59,9	66,1
	3.5%	33,1	35,3	38,0	41,5	43,7	46,3	49,3	53,1	57,7
	4.0%	31,2	33,0	35,3	38,3	40,1	42,2	44,6	47,6	51,1
	4.5%	29,4	31,1	33,0	35,5	37,0	38,7	40,7	43,1	45,9
	5.0%	27,9	29,3	31,0	33,1	34,3	35,8	37,4	39,4	41,6
	5.5%	26,4	27,7	29,1	30,9	32,0	33,2	34,6	36,2	38,0
	6.0%	25,1	26,2	27,5	29,1	30,0	31,0	32,2	33,5	35,0
	6.5%	23,9	24,9	26,0	27,4	28,2	29,0	30,0	31,1	32,4
	7.0%	22,8	23,7	24,7	25,8	26,5	27,3	28,1	29,1	30,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA WSKAŹNIKOWA

Wyceny MFO metoda wskaźnikową dokonaliśmy w oparciu o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2017-2019 w wysokości 7,0x (poprzednio zastosowaliśmy mnożnik 6,0x; podwyższenie związane jest z poprawą sytuacji w branży producentów profili z blachy europejskiej oraz z umocnieniem pozycji konkurencyjnej MFO). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 195,9 mln PLN, czyli 32,12 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2017-2019						
	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	25,00	27,37	29,75	32,12	34,49	36,86	39,23

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy, że działalność MFO jest trudno bezpośrednio porównać do innych podmiotów znajdujących się w publicznym obrocie na GPW. Zauważamy, że w trakcie 2016 roku doszło do wyraźnej zmiany oceny MFO przez inwestorów (za spółką kilka kwartałów rewelacyjnych wyników oraz fundamentalna zmiana sytuacji producentów wyrobów ze stali w UE). Tym samym przy obecnej cenie (42,73 PLN/akcję), spółka jest handlowana na prognozowanym przez nas mnożniku EV/EBITDA'17 na poziomie ponad 9,3x. Tym samym są to już pułapy jakie akceptowalne są dla podmiotów charakteryzujących się znacznie bardziej zaawansowanym profilem produkcyjnym i inną barierą wejścia. Akcentujemy wciąż, że spółkę wyróżnia wysoki udział eksportu (w 2015 roku ok 43% produktów trafiło poza Polskę, w 2016 roku eksport produktów stanowił 45% łącznej sprzedaży). Dodatkowo akcentujemy bezpieczną strukturę bilansu (dług netto/EBITDA na koniec 1Q'17 to ok 0,5x), co umożliwia realizowanie nowych projektów rozwojowych.

Na GPW w gronie podmiotów zajmujących się produkcją czy handlem stalą/metalami 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 historycznie bazował na przerobie blachy sprowadzanej z obszaru WNP). Poza innymi przedstawicielami sektora ze stali pokazujemy też mnożniki rynkowe dla Kęty i Alumetalu.

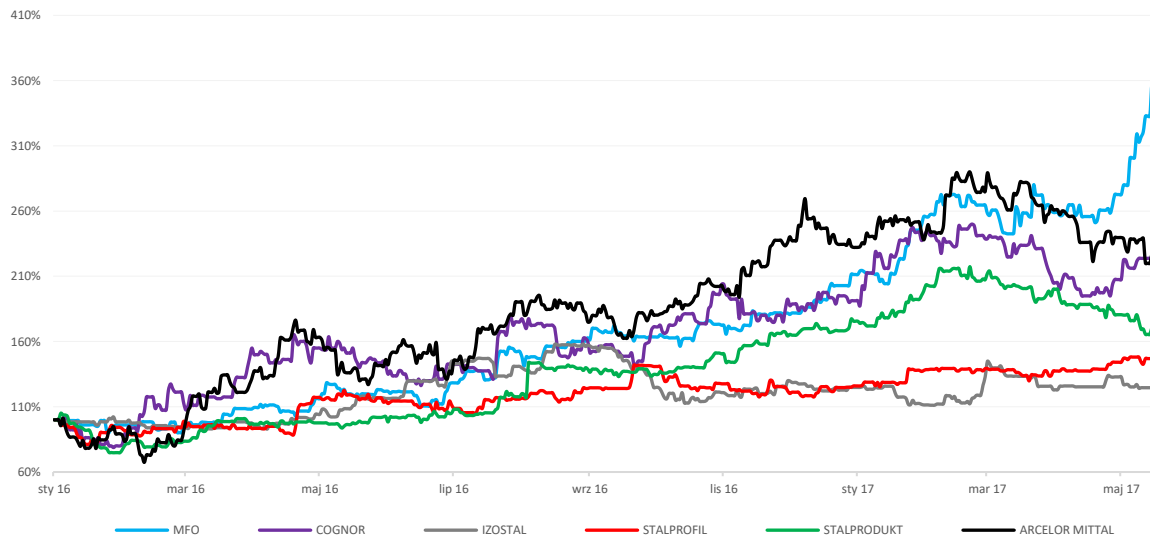
Porównanie mnożników rynkowych MFO z innymi podmiotami obecnymi na GPW

Podmiot	Kapitalizacja [mln PLN]	Kurs [PLN]	Zmiana kursu [%]			P/E		EV/EBITDA		P/BV	
			1mc	3 mc	6 mc	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P
MFO	261	42,73	33,9	30,0	89,1	12,8x	15,2x	9,3x	9,8x	2,7x	2,4x
Stalprofil	267	15,28	6,9	5,8	25,0	13,5x	12,9x	8,7x	7,3x	0,8x	0,7x
Izostal	182	5,57	-0,5	10,3	3,7	16,1x	14,5x	10,7x	9,5x	1,0x	0,9x
Cognor*	230	1,74	11,5	-11,7	23,4	---	---	---	---	---	---
Stalprodukt	3 383	503,00	-10,7	-20,2	6,2	8,7x	10,4x	4,7x	4,7x	1,2x	1,1x
Alumetal	972	64,50	2,8	5,7	11,8	10,6x	9,9x	8,6x	7,9x	1,9x	1,7x
Kęty	3 949	428,00	3,1	3,1	12,6	17,1x	16,3x	10,9x	10,1x	2,9x	2,7x

* Cognor jest w trakcie projektu refinansowania zadłużenia i jednoczesnego pozyskania nowego kapitału (aktualizujemy nasze założenia)

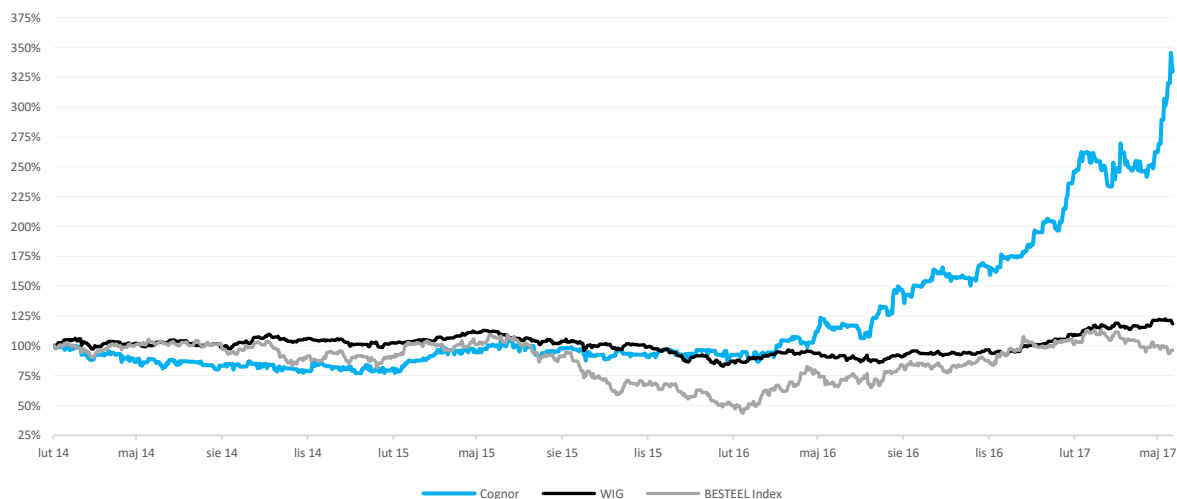
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 1Q'17

W 1Q'17 nastąpiła kolejna akceleracja wyników MFO. Bardzo mocne marże wiążemy z wysokim wolumenem oraz silnymi podwyżkami cenników na blachy oraz wyroby spółki na przełomie 4Q'16/1Q'17. Szacunkowa cena blachy ocynkowanej według naszych szacunków w 1Q'16 była jeszcze na poziomie niespełna 1 950 PLN/t, podczas gdy w 1Q'17 było to niemal 3 190 PLN/t. Zatem mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 66% r/r. Z kolei w ujęciu do 4Q'16 cena blachy wzrosła o ponad 420 PLN/t (ostatni tak silny wzrost cenników w relacji q/q miał miejsce w 2Q'16).

Ogółem w 1Q'17 EBITDA spółki wzrosła z 4,2 mln PLN do 10 mln PLN (marża EBITDA była wyższa zatem o ok 5 pkt %). Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 6,8 mln PLN. Narastająco za 4 ostatnie kwartały EBITDA spółki to 30,5 mln PLN, a zysk netto 22 mln PLN.

Wzrost skali działania oraz wyższe ceny blach wiążą się z zaangażowaniem przez MFO większych środków w kapitale obrotowym. Na koniec marca 2017 roku zaangażowany kapitał obrotowy to ponad 38 mln PLN (znacznie więcej niż na koniec grudnia'16, co wiążemy z większym stanem zapasów). Nadwyżka zaangażowanego kapitału obrotowego nad długiem netto na koniec 1Q'17 wyniosła 24,5 mln PLN.

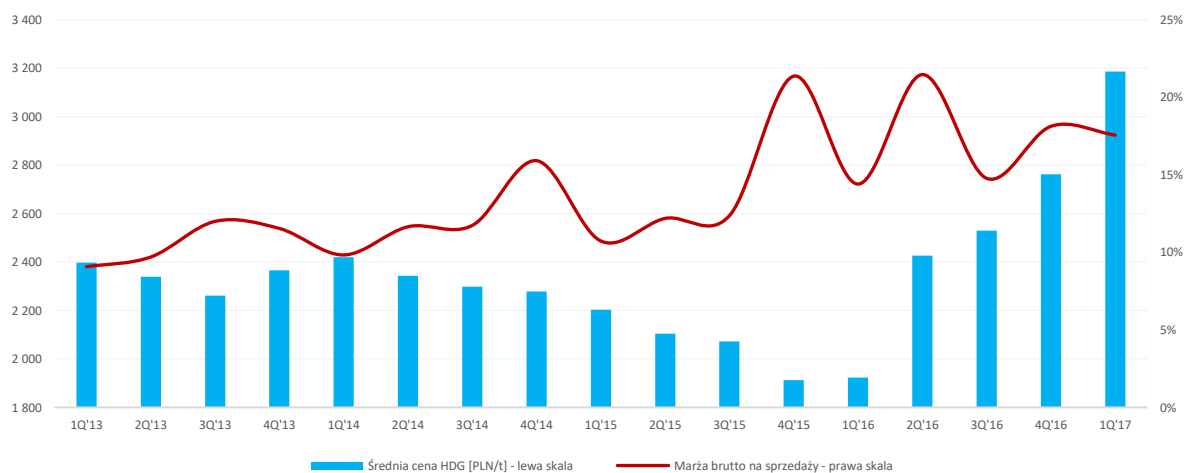
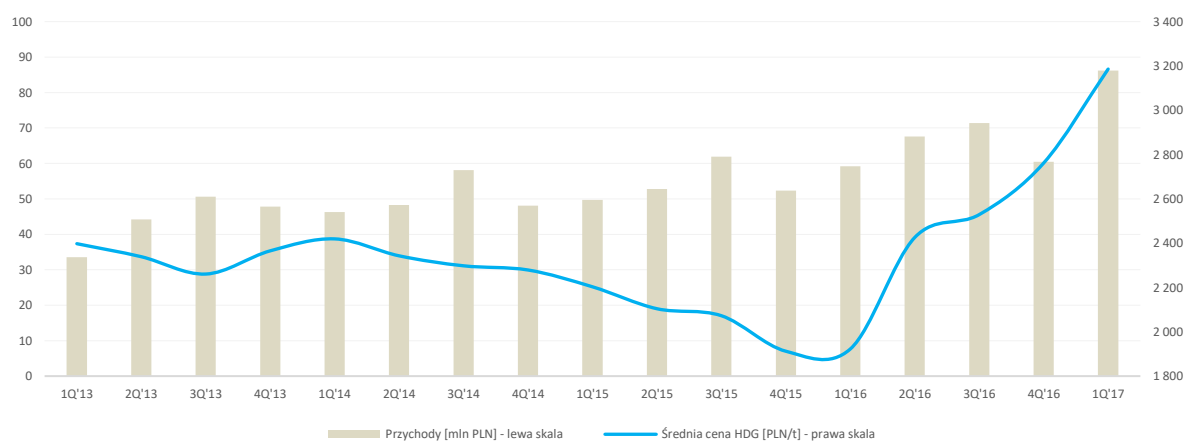
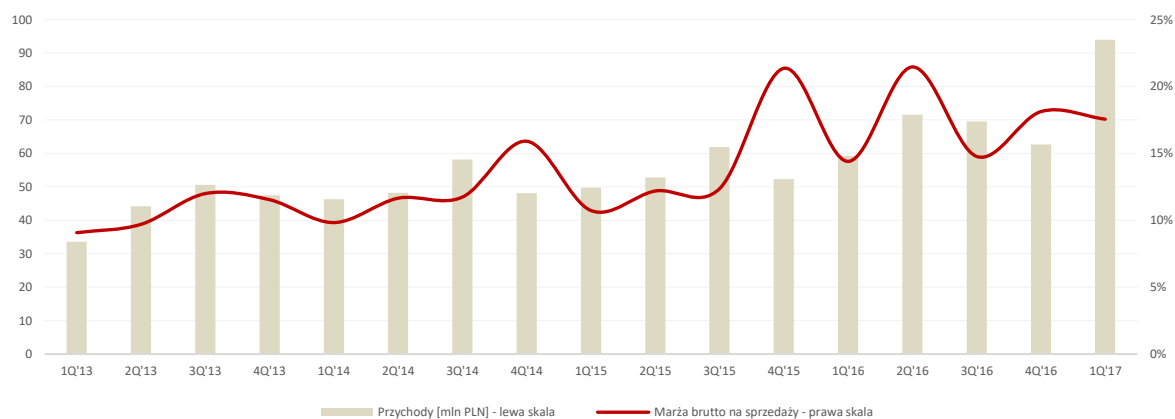
Wyniki MFO za 1Q'17

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	59,2	86,2	46%	226,2	285,6	26%
Wynik brutto na sprzedaży	8,5	15,1	78%	33,8	51,1	51%
Koszty sprzedaży	3,6	4,0	10%	14,4	17,0	18%
Koszty zarządu	1,2	1,7	44%	4,3	6,4	48%
EBITDA	4,2	10,0	139%	17,6	30,5	74%
EBIT	3,7	9,5	157%	15,6	28,4	81%
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	---	-1,3	-1,1	---
Wynik brutto	3,2	8,6	169%	14,4	27,3	90%
Wynik netto	2,5	6,8	170%	11,6	22,0	91%
Marża brutto	14%	18%		15%	18%	
Marża EBITDA	7%	12%		8%	11%	
Marża netto	4%	8%		5%	8%	
Szacunek wyniku EBITDA/t [PLN/t]*	176	433	146%	195	345	77%
Śr. cena blachy HDG [PLN/t]	1 922	3 186	66%	2 003	2 726	36%
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	31,0	38,3	24%	31,0	38,3	24%
Zapasy	26,5	56,1	111%	26,5	56,1	111%
Należności handlowe	28,0	39,4	41%	28,0	39,4	41%
Zobowiązania handlowe	23,6	57,2	143%	23,6	57,2	143%
CF netto [mln PLN]	-0,6	0,7	---	-0,2	16,4	---
CF operacyjny	1,7	-6,4	---	5,1	20,5	303%
CF inwestycyjny	-0,9	-4,5	---	-3,4	-18,9	---
CF finansowy	-1,4	11,6	---	-1,8	14,9	---
Dług netto eop [mln PLN]	17,7	13,8	-22%	75,5	34,5	-22%
Dług %	20,7	33,2	60%	86,9	97,6	60%
Środki pieniężne	3,0	19,4	556%	11,4	63,1	556%
Kapitał obrotowy - dług netto eop [mln PLN]	13,3	24,5	85%	13,3	24,5	85%

* szacunek DM BDM (spółka nie podaje tonażu sprzedaży)

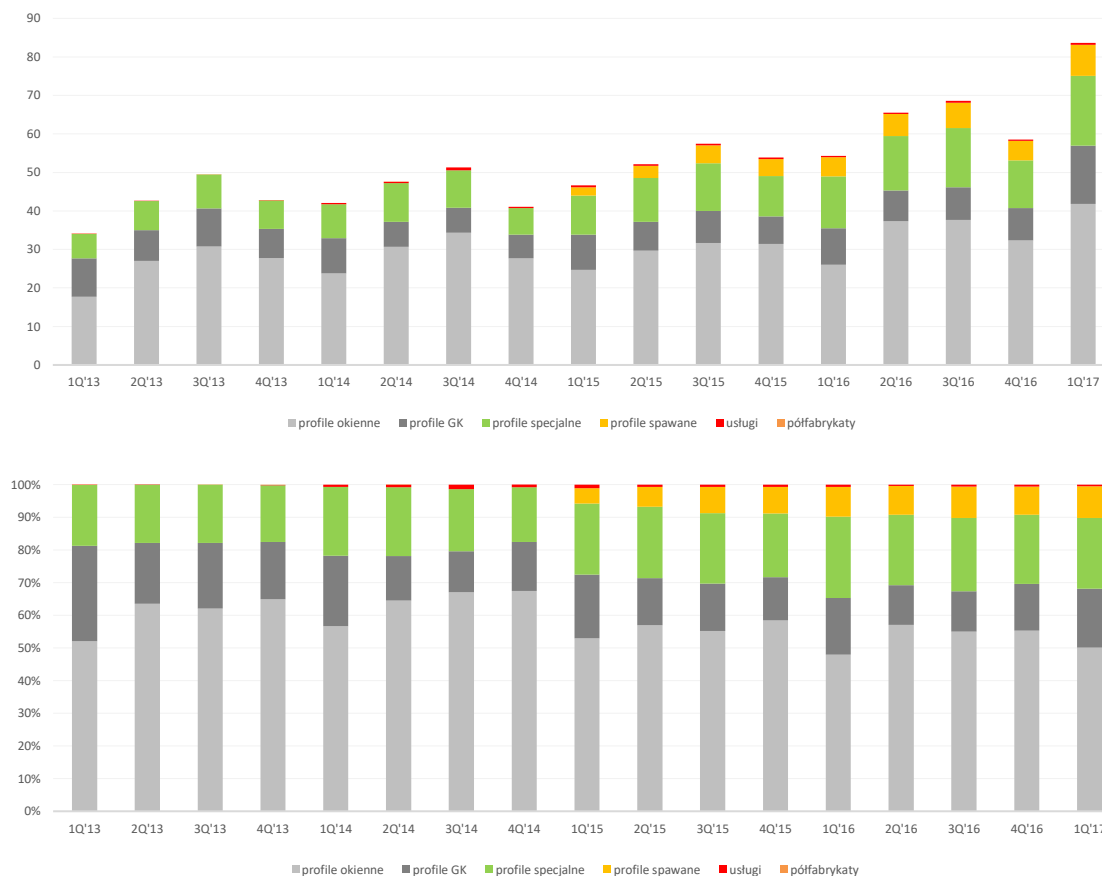
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



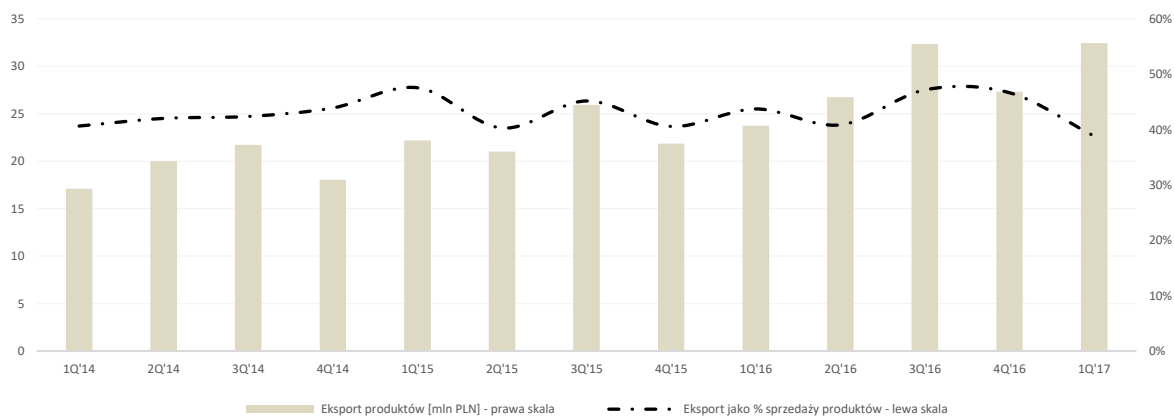
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z eksportu produktów MFO



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI I ZAANGAŻOWANY KAPITAŁ OBROTOWY

Po 1Q'17 dług netto spółki wyniósł 13,8 mln PLN (po 4Q'16 było to 5,3 mln PLN). Zwracamy uwagę, że w 1Q'17 MFO znacząco zwiększył stan zapasów. Szacowany wskaźnik dług netto/EBITDA (za 4 ostatnie kwartały) na koniec 1Q'17 wyniósł tylko 0,5x. Na tle licznych konkurentów spółka ma bezpieczną strukturę bilansu.

Dług netto na tle zaangażowanego kapitału obrotowego na bilansie MFO



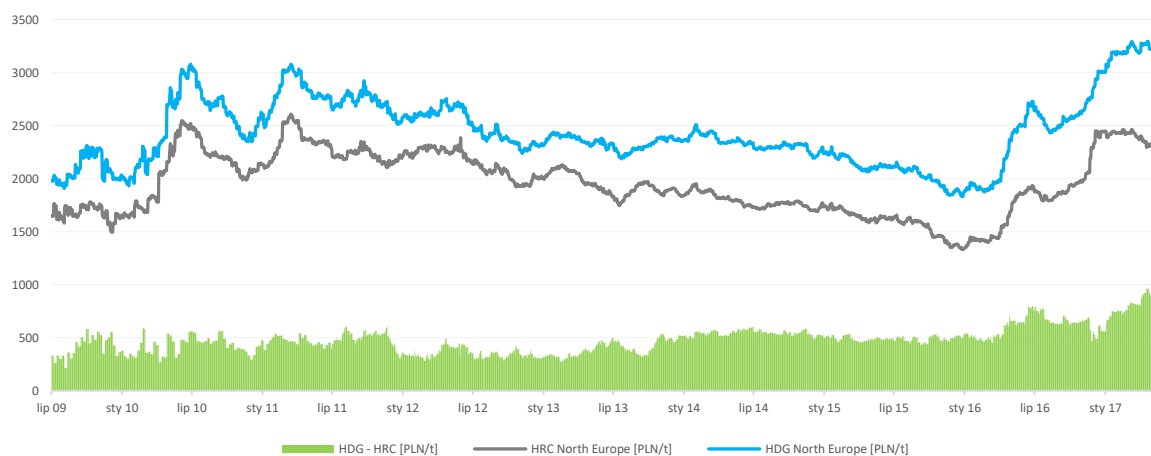
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA WYNIKÓW MFO NA KOLEJNE OKRESY

Szacunkowa cena blachy ocynkowanej według naszych szacunków w 1Q'16 była jeszcze na poziomie niespełna 1 950 PLN/t, podczas gdy w 1Q'17 było to niemal 3 190 PLN/t. Zatem w relacji r/r mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 66%. Z kolei w ujęciu do 4Q'16 cena blachy wzrosła o ponad 420 PLN/t (ostatni tak silny wzrost cenników w relacji q/q miał miejsce w 2Q'16). Zatem cały rok 2016 oraz początek 2017 roku to wyjątkowy okres dla producentów wyrobów ze stali (MFO należy do beneficjentów zaistniałej sytuacji).

Na kolejne kwartały br. zakładamy w naszym modelu stopniową erozję cen blach. Tłumaczymy to bardzo silnymi wzrostami z ostatnich kwartałów. Dodatkowo spodziewamy się, że wsad do produkcji blach (licząc w cenach spotowych) będzie charakteryzował się tendencją spadającą (głównie efekt niższych cen węgla koksowego). Dostrzegamy też głosy odbiorców wyrobów ze stali, że wprowadzone agresywne podwyżki w UE odczuwalnie i negatywnie oddziałują na konkurencyjność poszczególnych branż. Zatem na 2Q'17 przejmujemy, że średnia cena blach będzie zbliżona do 1Q'17 (postępuje już jednak erozja cen). Na 3Q'17 zakładamy HDG na poziomie 3 050 PLN/t, a w 4Q'17 wg nas może to być 2 950 PLN/t. W 2018 roku średnią cenę HDG ustaliliśmy na pułapie 2 800 PLN/t (685 EUR/t). Od 2019 roku wprowadzamy coroczne umiarkowane podwyżki cen blachy.

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



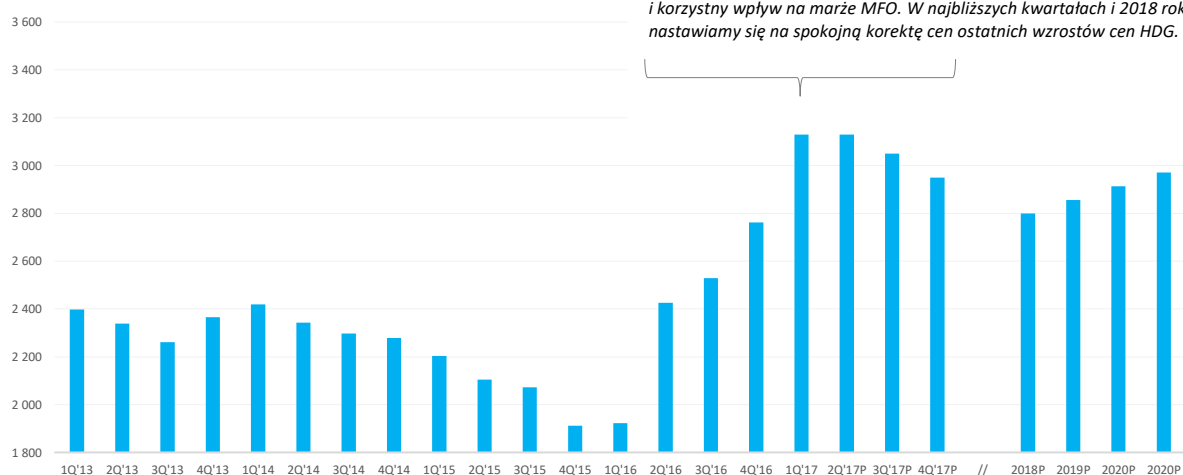
HRC - blacha walcowana na gorąco w kęgach
HDG - blacha ocynkowana ogniowo

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zatem w najbliższych kwartałach liczymy się z tym, że MFO nie będzie miało już pola do podwyżek cenników i marża produkcyjna będzie się normalizowała (ostatnie kwartały były wyjątkowe). Zatem zakładamy, że seria bardzo optymistycznych odczytów wynikowych wraz z danymi za 1Q'17 dobiegła końca i nie spodziewamy się już aby w kolejnych kwartałach MFO korzystało na zwwyżce cen blach podobnie jak to było na przełomie 4Q'16/1Q'17. Nasza prognoza sugeruje, że EBITDA w 2Q'17 i 3Q'17 może być słabsza w ujęciu r/r.

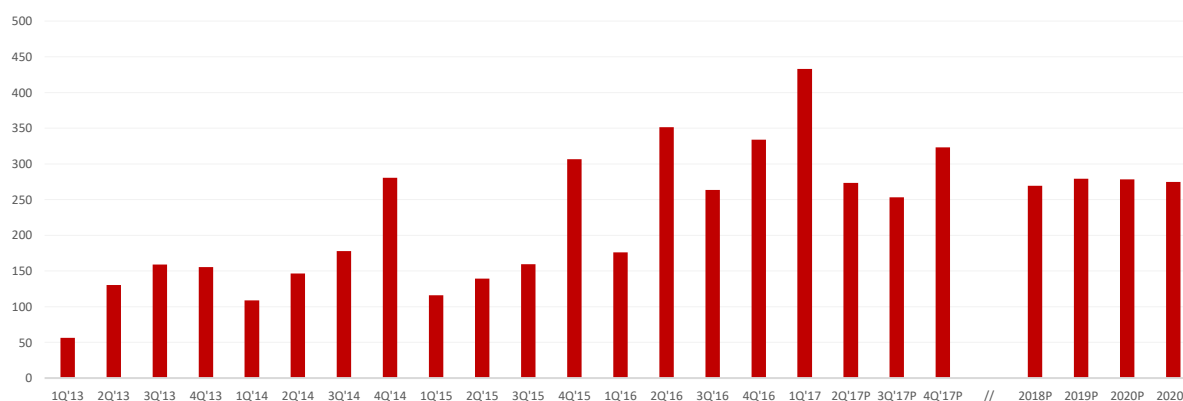
Odczyt EBITDA za 1Q'17 to ponad 10 mln PLN. W 2Q'17 spodziewamy się, że EBITDA będzie na pułapie ok 6,5 mln PLN, a w kolejnym kwartale spadnie do 6 mln PLN. W końcówce roku, tak jak już pisaliśmy, uwzględniamy dalszą powolną erozję cen blach i przy założeniu (charakterystycznych dla branży) corocznych premii za wolumen oczekujemy, że EBITDA wyniesie niemal 7 mln PLN. Tym samym w skali całego 2017 roku prognozujemy EBITDA rzędu 29,55 mln PLN. Rok 2018 w naszym scenariuszu bazowym to dalsza stopniowa spadki korekcyjne cen blach (po euforii z 2016 roku i 1Q'17). Jednocześnie jednak przypominamy, że w 2018 roku spółka uruchomi nowe moce produkcyjne (opisywaliśmy to w ostatnim raporcie). Zatem w 2H'18 oczekujemy, że pojawią się pozytywne efekty sprzedaży nowych asortymentów. Efekt wolumenów powinien być także odczuwalny w rezultatach 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.

Z uwagi na małe zadłużenie w relacji do EBITDA, spółka będzie mogła kontynuować proces zwiększania mocy produkcyjnych. Zaznaczamy, że z bieżącej perspektywy nie uwzględniamy już istotnych zmian w skali działania spółki po roku 2020 (takie założenie może okazać się jednak błędne).

W październikowym raporcie nie doszacowaliśmy skali dalszej poprawy wyników MFO. Zatem rewelacyjny odczyt wynikowy za 1Q'17 z uwagi na wyjątkowo sprzyjające warunki działania (podwyżki cennikowe, dobry popyt) wpłynął na korektę w plus naszych projekcji na cały 2017 rok. Podnieśliśmy oczekiwany poziom EBITDA z 23,4 mln PLN do 29,6 mln PLN (+26%). Na lata 2018-2019 skorygowaliśmy w górę prognozę EBITDA odpowiednio o 2% i 6%.

Zmiana założeń na lata 2017-2019 w porównaniu z poprzednim raportem analitycznym z 24.10.2016 r.

	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana
Przychody	311,8	338,7	9%	347,6	335,6	-3%	383,5	366,2	-5%
EBITDA	23,4	29,6	26%	26,5	27,1	2%	28,3	30,1	6%
EBIT	20,7	27,3	32%	22,1	22,7	3%	23,6	25,4	7%
Wynik netto	15,7	20,4	30%	16,8	17,1	2%	18,1	19,4	7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia dla MFO na kolejne okresy

RZIS [mln PLN]	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	61,91	52,30	59,19	67,62	71,38	60,43	86,17	89,62	85,55	77,33	196,12	216,17	256,08	338,67	335,61	366,17
Wynik brutto na sprzedaży	7,65	11,17	8,52	14,51	10,54	10,95	15,13	11,60	11,01	12,50	24,65	30,59	44,53	50,24	46,05	50,35
Koszty sprzedaży	3,44	4,20	3,61	4,51	4,18	4,32	3,99	4,18	4,19	4,63	11,09	13,72	16,61	17,00	17,18	18,75
Koszty zarządu	0,94	1,22	1,17	2,18	1,13	1,42	1,68	1,63	1,53	1,70	3,32	4,01	5,90	6,55	7,14	7,67
EBITDA	3,81	6,58	4,20	8,25	6,19	6,04	10,05	6,52	6,04	6,95	11,88	15,49	24,69	29,55	27,11	30,10
EBIT	3,35	6,07	3,70	7,73	5,66	5,47	9,52	5,96	5,46	6,34	10,69	13,64	22,57	27,28	22,71	25,35
Saldo finansowe	-0,12	-0,35	-0,49	0,12	-0,51	0,20	-0,88	-0,34	-0,34	-0,34	-0,72	-1,16	-0,69	-1,90	-1,56	-1,38
Wynik brutto	3,24	5,72	3,21	7,85	5,15	5,67	8,64	5,62	5,12	5,99	9,97	12,48	21,88	25,38	21,16	23,97
Wynik netto	2,57	4,72	2,52	6,47	4,23	4,54	6,81	4,55	4,15	4,86	7,91	10,14	17,75	20,37	17,14	19,42
Marża brutto na sprzedaży [%]	12%	21%	14%	21%	15%	18%	18%	13%	13%	16%	13%	14%	17%	15%	14%	14%
Marża EBITDA [%]	6%	13%	7%	12%	9%	10%	12%	7%	7%	9%	6%	7%	10%	9%	8%	8%
Marża netto [%]	4%	9%	4%	10%	6%	8%	8%	5%	5%	6%	4%	5%	7%	6%	5%	5%
Szacunek wyniku EBITDA/t [PLN]*	160	306	176	351	264	334	433	273	253	323	176	182	277	320	269	279
Śr. cena blachy HDG [PLN/t] (wsad do produkcji)	2 073	1 912	1 922	2 426	2 529	2 762	3 186	3 180	3 050	2 950	2 335	2 073	2 410	3 091	2 800	2 856
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	27,7	30,4	31,0	26,9	26,4	24,1	38,3	42,4	44,5	43,7	18,7	30,4	24,1	43,7	43,7	52,2
Zapasy	36,0	27,0	26,5	34,0	34,2	33,4	56,1	40,7	42,7	45,6	18,1	27,0	33,4	45,6	45,1	50,2
Należności handlowe	28,3	21,8	28,0	27,1	31,8	21,9	39,4	36,3	38,2	36,1	15,8	21,8	21,9	36,1	35,4	42,1
Zobowiązania handlowe	36,6	18,4	23,6	34,3	39,6	31,3	57,2	34,6	36,4	38,0	15,2	18,4	31,3	38,0	36,8	40,1
Dług netto eop [mln PLN]	20,2	18,3	17,7	7,3	8,1	5,3	13,8	14,3	18,4	14,4	13,9	18,3	5,3	14,4	3,8	1,4
Dług %	21,6	21,9	20,7	18,8	21,6	24,0	33,2	33,2	32,2	31,2	21,9	21,9	24,0	31,2	29,2	27,2
Środki pieniężne	1,3	3,6	3,0	11,5	13,5	18,7	19,4	18,8	13,8	16,8	8,0	3,6	18,7	16,8	25,3	25,7
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	7,5	12,0	13,3	19,6	18,3	18,8	24,5	28,1	26,2	29,3	4,8	12,0	18,8	29,3	39,9	50,7

* szacunek DM BDM (spółka nie podaje tonażu sprzedaży)

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	262,9	346,5	335,6	366,2	391,4	417,9	443,3	463,7	483,9	504,4
EBITDA	8,0	8,4	11,9	15,5	24,7	29,6	27,1	30,1	31,5	32,6	33,1	33,1	34,1	34,6
EBIT	7,1	7,2	10,7	13,6	22,6	27,3	22,7	25,4	26,6	27,5	27,8	27,5	28,2	28,4
Saldo finansowe	-0,8	-0,6	-0,7	-1,2	-0,7	-1,9	-1,6	-1,4	-1,3	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5
Wynik brutto	6,3	6,6	10,0	12,5	21,9	25,4	21,2	24,0	25,3	26,4	26,8	26,7	27,6	27,9
Wynik netto	4,9	6,0	7,9	10,1	17,8	20,4	17,1	19,4	20,5	21,4	21,7	21,6	22,4	22,6

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	78,5	96,3	97,9	98,6	99,4	100,4	101,4	102,5	103,6	104,7
Aktywa obrotowe	38,7	40,4	41,9	52,4	74,1	98,5	105,9	118,1	128,8	138,9	147,7	154,5	160,9	166,1
Zapasy	21,0	20,4	18,1	27,0	33,4	45,6	45,1	50,2	53,6	57,2	60,7	63,5	66,3	69,1
Należności handlowe	15,7	14,4	15,8	21,8	21,9	36,1	35,4	42,1	45,0	48,1	51,0	53,4	55,7	58,0
Inne aktywa obrotowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Środki pieniężne	1,9	5,5	8,0	3,6	18,7	16,8	25,3	25,7	30,1	33,6	35,9	37,5	38,9	38,9
Aktywa razem	73,4	76,2	98,2	116,9	152,6	194,8	203,7	216,7	228,2	239,3	249,1	257,0	264,6	270,8
Kapitał własny	26,6	44,2	51,5	64,1	80,8	97,6	107,6	120,2	131,9	143,1	153,0	161,6	169,9	176,9
Zobowiązania dł. term.	7,4	8,1	16,0	15,5	20,3	34,0	36,1	35,2	34,2	33,3	32,3	31,4	30,4	29,5
Kredyty i pożyczki	3,1	2,1	3,9	2,4	5,6	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Rezerwy z odroczonego podatku	2,0	1,8	2,2	3,9	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
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	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
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 międzyokresowe	0,0	0,0	6,2	6,8	8,4	19,3	21,5	20,5	19,6	18,6	17,7	16,7	15,8	14,8
Zobowiązania kr term	39,4	23,9	30,7	37,3	51,5	63,1	60,0	61,3	62,1	63,0	63,8	64,0	64,2	64,5
Zobowiązania handlowe	31,1	21,2	15,2	18,4	31,3	38,0	36,8	40,1	42,9	45,8	48,6	50,8	53,0	55,3
Kredyty i pożyczki	7,3	1,1	12,8	15,8	15,4	19,9	17,9	15,9	13,9	11,9	9,9	7,9	5,9	3,9
Zobow z tyt. podatku	0,0	0,1	0,7	0,9	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobow z tyt. leasingu	0,7	1,3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Rezerwy kr term	0,2	0,3	0,5	0,6	2,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
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	152,6	194,8	203,7	216,7	228,2	239,3	249,1	257,0	264,6	270,8

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	28,5	4,4	22,6	16,1	22,1	22,9	23,4	24,2	25,1	25,4
CF inwestycyjny	-9,3	2,3	-20,5	-3,6	-15,4	-19,8	-6,0	-5,5	-5,7	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3
CF finansowy	3,0	1,8	17,3	-2,1	2,0	13,5	-8,0	-10,2	-12,1	-13,4	-14,7	-15,8	-16,7	-18,1
CF netto	1,2	3,6	2,5	-4,4	15,1	-1,9	8,6	0,4	4,4	3,5	2,3	1,6	1,4	0,0
Środki pieniężne sop	0,7	1,9	5,5	8,0	3,6	18,7	16,8	25,3	25,7	30,1	33,6	35,9	37,5	38,9
Środki pieniężne eop	1,9	5,5	8,0	3,6	18,7	16,8	25,3	25,7	30,1	33,6	35,9	37,5	38,9	38,9

Wskaźniki	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena [PLN/akcję]	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73	42,73
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]	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65	260,65
EPS zmiana r/r	20,4%	32,8%	94,0%	15,3%	15,2%	-15,9%	13,3%	5,5%	4,4%	1,6%	-0,5%	3,5%	1,2%
EPS [PLN]	0,98	1,30	2,51	2,90	3,34	2,81	3,18	3,36	3,50	3,56	3,54	3,67	3,71
BVPS [PLN]	7,24	8,44	10,51	13,25	16,00	17,64	19,70	21,63	23,45	25,09	26,49	27,86	29,00
P/E (x)	43,8x	33,0x	25,7x	14,7x	12,8x	15,2x	13,4x	12,7x	12,2x	12,0x	12,1x	11,7x	11,5x
EV/EBITDA (x)	31,5x	23,1x	18,0x	10,8x	9,3x	9,8x	8,7x	8,1x	7,7x	7,4x	7,3x	7,0x	6,8x
P/BV (x)	5,9x	5,1x	4,1x	3,2x	2,7x	2,4x	2,2x	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x
EV [mln PLN]	263,7	274,6	279,0	266,0	275,0	264,5	262,1	255,7	250,2	245,9	242,3	238,9	236,9
Dług netto [mln PLN]	3,1	13,9	18,3	5,3	14,4	3,8	1,4	-4,9	-10,4	-14,7	-18,4	-21,7	-23,7
Dług % [mln PLN]	8,6	21,9	21,9	24,0	31,2	29,2	27,2	25,2	23,2	21,2	19,2	17,2	15,2
Środki pieniężne [mln PLN]	5,5	8,0	3,6	18,7	16,8	25,3	25,7	30,1	33,6	35,9	37,5	38,9	38,9
Zaangażowany kapitał obrotowy [mln PLN]	13,6	18,7	30,4	24,1	43,7	43,7	52,2	55,8	59,5	63,2	66,1	68,9	71,9
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	10,6	4,8	12,0	18,8	29,3	39,9	50,7	60,7	69,9	77,9	84,4	90,7	95,6
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,6	1,8	0,0	3,6	7,1	6,9	8,7	10,2	11,8	13,0	14,1	15,7
Dywidenda jako % zysku netto za poprzedni rok [%]	0%	10%	23%	0%	20%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
DPS [PLN/akcję]	0,0	0,1	0,3	0,0	0,6	1,2	1,1	1,4	1,7	1,9	2,1	2,3	2,6
Rentowność dywidendy (DPS/kurs) [%]	0,0%	0,2%	0,7%	0,0%	1,4%	2,7%	2,6%	3,4%	3,9%	4,5%	5,0%	5,4%	6,0%
Marża brutto na sprzedaży [%]	10,6%	12,6%	14,1%	17,4%	14,8%	13,7%	13,8%	13,6%	13,4%	13,1%	12,7%	12,7%	12,4%
Marża EBITDA [%]	4,7%	6,1%	7,2%	9,6%	8,7%	8,1%	8,2%	8,0%	7,8%	7,5%	7,1%	7,1%	6,9%
Marża netto [%]	3,3%	4,0%	4,7%	6,9%	6,0%	5,1%	5,3%	5,2%	5,1%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%
ROE [%]	16,8%	16,5%	17,5%	24,5%	22,8%	16,7%	17,0%	16,2%	15,5%	14,7%	13,7%	13,5%	13,0%
ROA [%]	8,0%	9,1%	9,4%	13,2%	11,7%	8,6%	9,2%	9,2%	9,1%	8,9%	8,5%	8,6%	8,5%
Capex [mln PLN]	2,0	20,7	3,6	15,4	19,9	6,0	5,5	5,7	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3
Amortyzacja [mln PLN]	1,1	1,2	1,9	2,1	2,3	4,4	4,8	4,9	5,1	5,4	5,6	5,9	6,2
Capex/Amortyzacja [%]	178%	1737%	196%	718%	878%	136%	116%	117%	119%	120%	119%	119%	118%

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
Zastępca Dyrektora Wydziału
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: 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
sprzedaj	32,6	akumuluj	23,76	18.05.2017	08:43 CEST	42,73	60 133
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 2Q'17:

Kupuj	2	20%
Akumuluj	4	40%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	3	30%
Sprzedaj	1	10%

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 (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura 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 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 18.05.2017 roku o godzinie 08:43 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.05.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są 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 18.05.2017 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.

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.