



Dom Maklerski BDM S.A.

POLWAX

RAPORT ANALITYCZNY

Od momentu debiutu giełdowego w październiku 2014 roku spółka dała się poznać jako podmiot generujący stabilne wyniki finansowe i wysoki cash flow umożliwiający wypłatę ponadprzeciętnej dywidendy, a zarząd zrealizował swoje obietnice. Kolejnym krokiem była publikacja strategii na lata 2015-2020 (marzec 2015), decyzja o realizacji kluczowej w tym aspekcie instalacji odolejania rozpuszczalnikowego (wrzesień 2016) i wyjście z akcjonariatu funduszu PE Krokus Chem. Akcentując dodatkowo atrakcyjną wycenę spółki, z dyskontem do konkurentów i krajowych podmiotów chemicznych (EV/EBITDA poniżej 6,0x przy medianie powyżej 6,0x), decydujemy się na wydanie rekomendacji KUPUJ dla spółki z ceną docelową 21,6 PLN/akcję.

W 2016 roku kurs akcji spółki zyskał 15% przy ponad 20% stracie WIG-Chemia. Niemniej Polwax wciąż jest handlowany z dyskontem do konkurentów jak i krajowych spółek chemicznych. Implikowany wskaźnik EV/EBITDA nie przekracza 6,0x w latach 2016-2017, a P/E jest w granicach 8,0x.

We wrześniu 2016 roku zarząd spółki podjął decyzję o budowie kluczowej dla realizacji strategii instalacji odolejania rozpuszczalnikowego, która kosztem blisko 130 mln PLN zwiększy o ok. 30% zdolności produkcyjne i udział wyżej marżowych wosków dla przemysłu w strukturze sprzedaży (>50%). Tym samym EBITDA spółki powinna wzrosnąć z bieżących poziomów ok. 30 mln PLN do ok. 50 mln PLN, przy przychodach powyżej 350 mln PLN.

Po sprzedaży akcji przez Krokus Chem głównym akcjonariuszem spółki jest prezes p. Dominik Tomczyk (19,4% głosów na WZA), a pozostali członkowie zarządu posiadają dodatkowe 6,8% głosów. Niemniej inwestorzy instytucjonalni, którzy ujawnili swój udział powyżej 5%, posiadają łącznie ok. 31% głosów na WZA i faktycznie sprawują kontrolę nad spółką.

Wyniki 3Q'16 okazały się nieznacznie słabsze od naszych oczekiwań. Mimo przyspieszenia dostaw w kontrakcie z Biedronką (przychody +17% r/r), EBITDA spółki spadła o ok. 4% r/r. Spadek marż wynika z relatywnie wyższych cen gaczy parafinowych, które spółka kupuje od Lotos w formule opartej o notowania parafiny, a także z zapasu droższego surowca zakupionego na początku 2016 roku. Spodziewamy się, że efekt ten będzie wyraźnie widoczny w 4Q'16, przez co nie uda się powtórzyć wyników z rekordowego 2015 roku. Powrotu do tendencji wzrostowej oczekujemy jednak już wraz z 1Q'17.

W latach 2017-2018 spodziewamy się, że spółka będzie generować EBITDA na zbliżonym do obecnego poziomie 30-35 mln PLN rocznie. Wzrostu powyżej 50 mln PLN oczekujemy od 2021 roku. Zwracamy przy tym uwagę, że nasze założenia są poniżej celów przyjętych w strategii zarządu. Największym ryzykiem dla naszych prognoz w krótkim/średnim terminie wydają się być kursy walutowe (krótka pozycja w euro i dolarze).

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	241,1	258,2	280,7	284,3	290,1	294,0
EBITDA [mln PLN]	27,5	30,8	34,2	31,6	33,1	34,9
EBIT [mln PLN]	24,9	27,7	30,0	27,0	28,2	28,6
Wynik netto [mln PLN]	20,0	22,4	23,8	21,1	22,3	21,7
P/BV	3,2	2,6	2,2	1,9	1,6	1,3
P/E	8,5	7,6	7,1	8,1	7,6	7,8
EV/EBITDA	8,5	6,8	5,9	5,9	5,9	6,4
EV/EBIT	9,4	7,5	6,7	6,9	6,9	7,8
DPS w okresie	0,4	1,0	1,2	1,0	0,0	0,0
DY	2,4%	5,9%	7,2%	6,3%	0,0%	0,0%

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 21,6 PLN

23 LISTOPAD 2016, 8:56 CEST

Wycena DCF [PLN]	23,3
Wycena porównawcza [PLN]	20,0
Wycena końcowa [PLN]	21,6
Potencjał do wzrostu / spadku	31,0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	16,5
Kapitalizacja [mln PLN]	170,0
Ilość akcji [mln. szt.]	10,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-3,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	8,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	2,9%
Struktura akcjonariatu*:	
Dominik Tomczyk	19,45%
NNPTE	8,10%
PZU TFI	6,11%
Aviva PTE	5,72%
Aviva Investors	5,71%
Trigon TFI	5,36%
Patrycja Stokłosa	5,72%
Pozostali	43,82%

*- liczba głosów na WZA

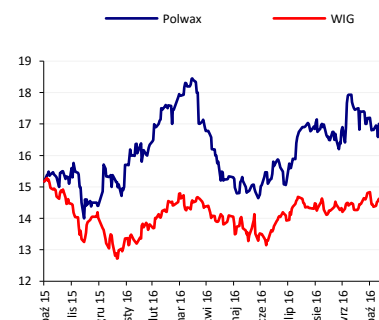
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
ATRAKCYJNA WYCENA RYNKOWA.....	3
RELATYWNIE STABILNE WYNIKI FINANSOWE I CASH FLOW	4
STRATEGIA ROZWOJU BIZNESU	5
WYJŚCIE Z AKCJONARIATU KROKUS CHEM I BRAK NAWISU PODAŻOWEGO AKCJI	5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
WYNIKI 3Q'16 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	11
O SPÓŁCE.....	12
HISTORYCZNE WYNIKI FINANSOWE I DANE OPERACYJNE	13
SEZONOWOŚĆ BIZNESU	14
PRZYCHODY, PRODUKTY	15
KOSZTY, SUROWCE.....	17
STRATEGIA 2015-2020	19
PUBLIKACJA STRATEGII- MARZEC 2015	19
AKTUALIZACJA STRATEGII- WRZESIEŃ 2016	19
STRATEGIA VS ZAŁOŻENIA BDM.....	20
NAKŁADY INWESTYCYJNE.....	22
CAPEX 2013-2015.....	22
CAPEX 2016-2020P.....	22
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025	23
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 23,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do zachodnich konkurentów i polskich firm z branży chemicznej notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 20,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 21,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

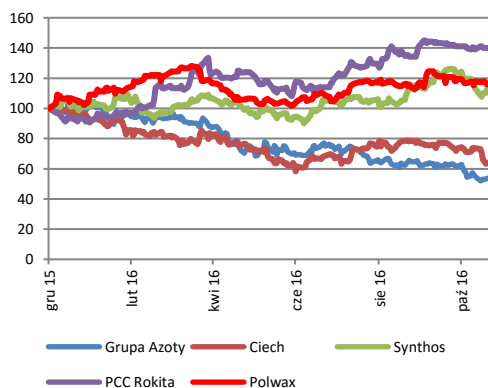
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	23,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	20,0
do spółek zagranicznych		18,4
do spółek polskich		21,5
Wycena spółki [PLN]		21,6

Źródło: BDM S.A.

Atrakcyjna wycena rynkowa

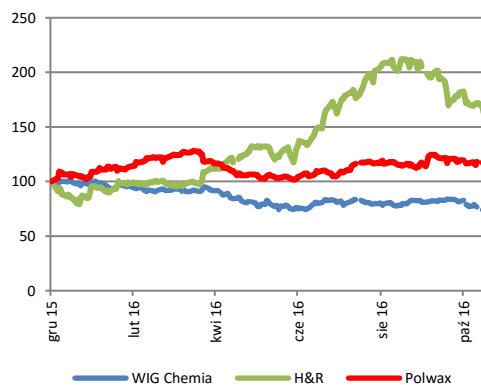
Kurs akcji spółki zyskał w 2016 roku (YTD) ok. 15% przy ponad 20% stracie WIG-Chemia. Niemniej spółka wciąż jest handlowana z dyskontem do głównych krajowych podmiotów chemicznych, jak i zagranicznych konkurentów (EV/EBITDA poniżej 6,0x vs mediana powyżej 6,0x). Kurs niemieckiej spółki H&R zyskał w 2016 roku ok. 70%.

Notowania spółek chemicznych na GPW YTD



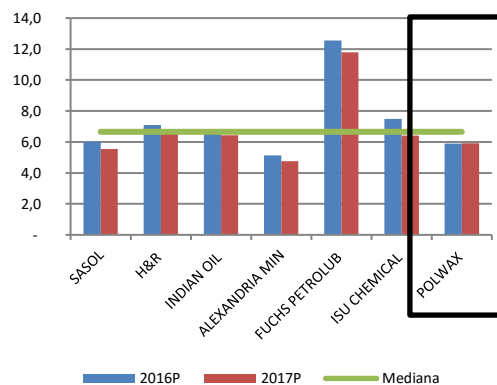
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. 2015-12-30=100

Notowania PWX na tle WIG Chemia i H&R YTD



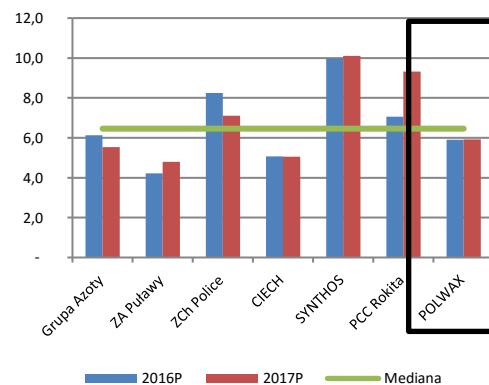
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. 2015-12-30=100.

Wyceny EV/EBITDA zagranicznych spółek chemicznych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wyceny EV/EBITDA polskich spółek chemicznych

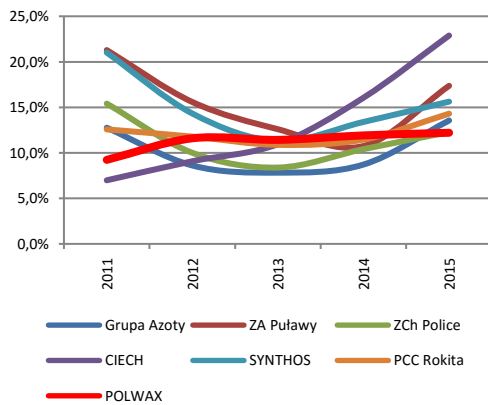


Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Relatywnie stabilne wyniki finansowe i cash flow

Spółkę charakteryzuje relatywna stabilność wyników i wysoki cash flow (niski CAPEX odtworzeniowy). W okresie 2011-2015 współczynnik zmienności marży EBITDA to zaledwie 11% (podobnie jak w PCC Rokita). Spółka w tym czasie mogła pochwalić się ponadprzeciętną stopą dywidendy (ponad 50 mln PLN wypłaty w 2011-2016).

Oczyszczona marża EBITDA polskich s. chem.



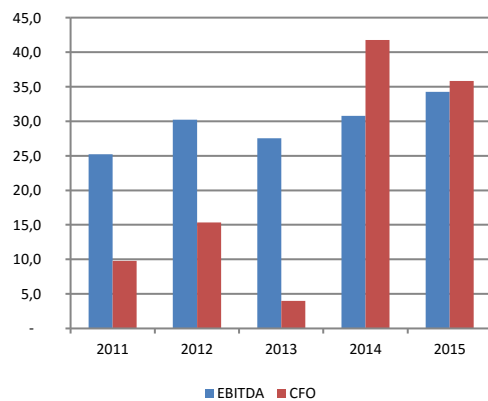
Źródło: BDM S.A., spółki

Współczynnik zmienności m. EBITDA* polskich s. chem.

	Średnia marża 2011-2015	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
Grupa Azoty	10,3%	2,7%	25,8%
ZA Puławy	15,5%	4,1%	26,6%
ZCh Police	11,3%	2,7%	23,8%
CIECH	13,2%	6,4%	48,3%
SYNTHOS	15,1%	3,7%	24,1%
PCC Rokita	12,2%	1,3%	10,9%
POLWAX	11,3%	1,2%	10,5%

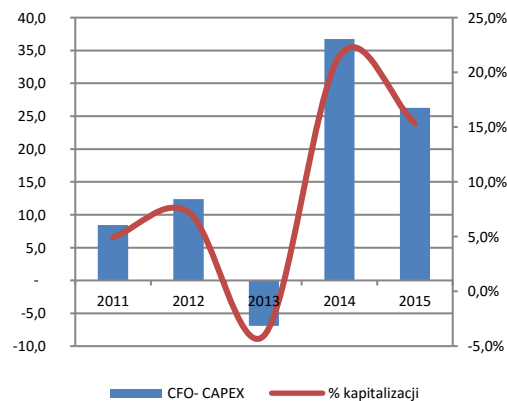
Źródło: BDM S.A., spółki. *- marża oczyszczona

EBITDA i CFO Polwax [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

FCF przed finansowaniem i FCF/kapitalizacja

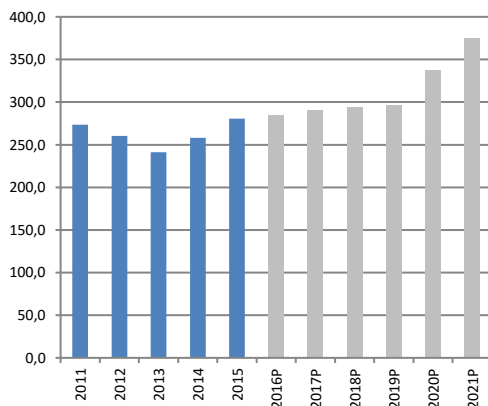


Źródło: BDM S.A., spółka. LS- CFO-CAPEX, PS- % kapitalizacji

Strategia rozwoju biznesu

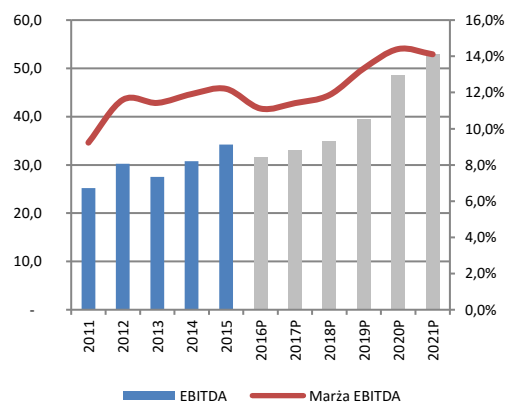
W marcu 2015 roku spółka opublikowała strategię do 2020 roku, a we wrześniu 2016 roku zdecydowała o budowie kluczowej instalacji odolejania rozpuszczalnikowego w Czechowicach-Dziedzicach. Instalacja o wartości blisko 130 mln PLN przyczyni się do wzrostu wyżej marżowych produktów parafinowych dla przemysłu i umożliwi znaczny, ponad 30% wzrost mocy produkcyjnych i przychodów ze sprzedaży. Oczekujemy, że EBITDA wzrośnie z poziomów ok. 30 mln PLN do ponad 50 mln PLN w perspektywie do 2021 roku. Nasze założenia są poniżej strategii zarządu.

Prognozowane przychody ze sprzedaży [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Prognozowana EBITDA [mln PLN] i marża EBITDA



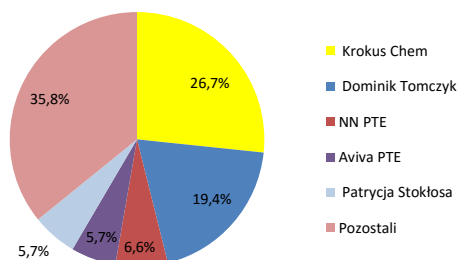
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. LS- EBITDA, PS-marża.

Wyjście z akcjonariatu Krokus Chem i brak nawisu podażowego akcji

Pierwszy etap wyjścia funduszu PE Krokus Chem miał miejsce podczas IPO w październiku 2014 roku. Fundusz sprzedał wówczas połowę swoich udziałów i zainkasował ok. 50 mln PLN (po 15 PLN/szt.). Drugą część udziałów (ok. 32% kapitału) fundusz sprzedał instytucjom finansowym w październiku 2016 roku po 15,5 PLN/szt. Łączny zwrot funduszu na inwestycji sięgnął 3,5x (IRR 45%).

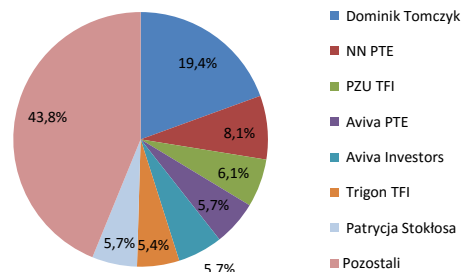
Oczekiwane wyjście z akcjonariatu funduszu PE i potencjalna podaż akcji hamowała wzrost kursu akcji. Liczymy, że po objęciu akcji przez inwestorów finansowych dyskonto w wycenie spółki zostanie zredukowane. Obecnie największym akcjonariuszem jest prezes D. Tomczyk (akcje uprzywilejowane co do głosu, 11,6% udziału w kapitale i 19,4% w głosach), a dwójka pozostałych członków zarządu posiada ok. 6,8% głosów na WZA. Fundusze, które ujawniły swoje udziały powyżej 5%, posiadają łącznie ok. 31% głosów na WZA.

Struktura akcjonariatu PRZED transakcją*



Źródło: BDM S.A., spółka, stooq.pl. *- udział w głosach na WZA

Struktura akcjonariatu PO transakcji*



Źródło: BDM S.A., spółka, stooq.pl. *- udział w głosach na WZA

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Nadpodaż na rynku gaczy parafinowych**

Spółka w kontrakcie na dostawy gaczy od Lotos (ok. 50% wolumenu) operuje na formule cenowej opartej o notowania parafiny. W rezultacie znaczący spadek cen gaczy przy stabilnej formule ICIS nie wpływa korzystnie na marże spółki.

Podaż gaczy parafinowych jest niestabilna i niezależna od kondycji na rynku parafin (produkt uboczny rafinacji ropy naftowej). Dodatkowo na podaż wpływa sytuacja na rynkach wschodnich, które są istotnym dostawcą surowca. W latach 2013-2015 w związku z kryzysem ukraińskim istotnie spadła podaż z tamtego kierunku. Obecnie mamy do czynienia z nadpodażą.

▪ **Wysoka koncentracja odbiorców i dostawców**

W 2015 roku 3 klientów stanowiło 55% sprzedaży spółki. Polwax sprzedaje głównie do producentów zniczy i świec na terenie polski (m.in. ADMIT, Bispol). Ok. 20% stanowi sprzedaż gotowych zniczy do Biedronki. W sytuacji utraty któregoś z istotnych klientów mogłoby to w istotny sposób wpłynąć na wyniki spółki. Niemniej współpraca Polwax z gł. klientami jest wieloletnia. Od 2006 roku spółka sprzedaje do Biedronki i jest jedynym podmiotem w Polsce zdolnym dostarczyć tak duże wolumeny zniczy.

Ok. 60% dostaw surowców pochodzi z Grupy LOTOS. Zależność ta jest historyczna (Polwax powstał z LOTOS Parafiny), a spółkę wiąże 7 letni kontrakt na dostawy gaczy parafinowych do 2018 roku.

▪ **Niezrealizowanie celów strategicznych**

Projekt Future to kluczowa inwestycja pozwalająca zrealizować zakładane cele strategiczne. Instalacja ma być gotowa pod koniec 2019 roku. Istnieje ryzyko opóźnień bądź spadku zapotrzebowania na tego typu produkty.

▪ **Ryzyko silnego osłabienia złotówki**

Spółka ma krótką pozycję w euro i dolarze, co ma związek z zakupem gaczy parafinowych indeksowanych w euro i dolarze. Sprzedaż eksportowa to 15-16% przychodów. Szacujemy, że krótka pozycja w euro to ok. 17 mln EUR (każde 10 groszy osłabienia złotówki to 1,7 mln PLN utraty marży EBIT w skali roku ceteris paribus), a w dolarze ok. 6 mln USD. Spółka stara się indeksować ceny swoich wyrobów do zmian na rynku surowcowym/walutowym.

▪ **Długi cykl produkcyjny i operacyjny**

Rotacja zapasów w spółce to 40-50 dni, co naraża spółkę na zmienność marż. Niemniej spółkę charakteryzuje relatywnie stabilny poziom marż (najmniejszy współczynnik zmienności m. EBITDA spośród krajowych spółek chemicznych notowanych na GPW).

Rotacja należności to 60-80 dni, co wynika gł. z kontraktu z Biedronką. Spływ należności sezonowo następuje z reguły w 1Q.

▪ **Konkurencja ze strony substytutów**

Formuły produkcyjne parafin pozwalają zastępować w pewnym stopniu gacz parafinowy tańszymi tłuszczami zwierzęcymi/olejem palmowym (do 30%). Przy niskich cenach wspomnianych substytutów wpływa to na ceny parafin. Niemniej traci na tym jakość produktów.

Konkurencją dla bieżącej technologii spółki (parafina z gaczy) jest produkcja parafiny syntetycznej powstająca głównie w procesie Fischera-Tropscha (tzw. parafiny FT). Technologia pochodzi z początków XX w., kiedy kraje odcięte od dostaw ropy naftowej musiały wytwarzać paliwa syntetyczne (np. z węgla). Obecnie pionierem tej technologii jest Sasol (wsadem jest tańszy gaz/węgiel), a na świecie istnieje zaledwie kilka takich instalacji. Właściwości parafin syntetycznych są lepsze niż naturalnych.

▪ **Program motywacyjny i koniec lock-up**

Uchwalony w 2013 roku program motywacyjny zakładał wyemitowanie 300 tys. warrantów zamiennych na akcje serii D (cena emisyjna 0,2 PLN/akcję). Kryterium realizacji programu było: 12 mln PLN zysku netto w '13, 13 mln PLN zysku netto w '14 i 14 mln PLN zysku netto w '15. Założenia zostały zrealizowane. Lock-up na nowe akcje to 12 miesięcy. Lock-up na pierwszą transzę (82,4 tys. akcji) skończył się w październiku'15, na drugą transzę w czerwcu'16 (akcje zostały dopuszczone do obrotu 15 listopada). Akcje z 3 transzy (największej) nie zostały jeszcze przyznane. W swoich prognozach kalkulujemy maksymalną liczbę akcji 10,3 mln szt.

W związku z IPO lock-up dla akcji imiennych został określony na 36 miesięcy (D. Tomczyk i pozostali członkowie zarządu, akcjonariusz P. Stokłosa), czyli kończy się w październiku 2017 roku.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne zmiany w modelu (szczegóły zostały przedstawione na ostatnich stronach raportu):

▪ **Wolumeny i struktura sprzedaży**

Po lekkim spadku wolumenów w 2016 roku (spodziewamy się słabszego 4Q'16) o ok. 3% r/r (-4,5% w zniczach/świecach, +1% w przemyśle) oczekujemy stabilizacji wolumenów w latach 2017-2019 i wzrostu w 2020-2021 o ok. 30% w związku z inwestycją FUTURE (instalacja odolejania rozpuszczalnikowego).

Zakładamy, że spółka będzie systematycznie poprawiać wolumen sprzedaży produktów dla przemysłu kosztem wyrobów do zniczy/świec. Po oddaniu kluczowej inwestycji w odolejanie udział wolumenów dla przemysłu przekroczy 50% ogółu (40% w przychodach).

▪ **Ceny produktów**

Zmiany cen wyrobów do zniczy/świec uzależniamy od zmiany notowań indeksu parafinowego ICIS LOR z uwzględnieniem współczynnika korelacji (0,72 w okresie 1Q'15-3Q'16). Z kolei ceny ICIS LOR indeksujemy do zmian ropy naftowej z uwzględnieniem wsp. korelacji 0,75 (okres 2009-2015). Notowania ropy naftowej opieramy o bieżącą krzywą terminową. Oznaczać to będzie względnie stabilny poziom cen (+3% r/r w '17, 0-1% długoterminowo).

W przypadku cen wosków dla przemysłu przyjmujemy stały wzrost cen rzędu 2% rocznie. W latach 2011-2015 ceny wzrastały w tempie ponad 5% rocznie przy stabilnych cenach wyrobów do zniczy/świec.

▪ **Ceny surowców**

Kluczowym surowcem w produkcji parafin jest gacz parafinowy stanowiący blisko 60% w kosztach ogółem spółki. Przyjmujemy, że 50% surowca spółka będzie dalej odbierać z grupy LOTOS (kontrakt do 2018 roku), gdzie obowiązuje ją, mało obecnie korzystna, formuła oparta o notowania cen parafiny (ICIS). Pozostałą część surowca spółka będzie kupowała na rynku spot, gdzie ceny uzależniamy od notowań ropy naftowej.

▪ **Kursy walut**

Szacujemy, że spółka ma krótką pozycję w euro i dolarze na poziomie odpowiednio ok. 17 mln EUR i 6 mln USD. Obecne osłabienie złotówki nie wpływa więc korzystnie na marże. Prognozy cen walut opieramy o krzywą terminową, co oznacza kurs EUR/PLN w '17 na poziomie 4,48 (długoterminowo 4,54), a USD/PLN na poziomie 4,15 (długoterminowo 3,88).

▪ **CAPEX**

CAPEX przyjmujemy zgodnie ze strategią zarządu. Główne projekty inwestycyjne to budowa/modernizacja bazy zbiornikowej w latach 2016-2017 i inwestycja FUTURE w latach 2017-2019 (CAPEX ok. 124 mln PLN). Szczytu wydatków oczekujemy w 2018 roku. Długoterminowo przyjmujemy konserwatywnie CAPEX=amortyzacji (ok. 12 mln PLN rocznie).

▪ **Dywidenda**

Strategia spółki zakłada wypłatę 30-50% zysku w formie dywidendy. W latach 2011-2016 spółka wypłaciła ponad 50 mln PLN w formie dywidendy. W bazowym scenariuszu zakładamy, że przez projekt inwestycyjny zarząd nie będzie rekomendował dywidendy z zysków za 2016 i 2017 rok i wróci do polityki dywidendowej (50% zysku) w 2019 roku (z zysku za'18). Zadłużenie netto/EBITDA sięgnie w takim scenariuszu ok. 1,9x. Niemniej zwracamy uwagę, że nawet w scenariuszu utrzymania polityki dywidendowej w wysokości 50% zysku netto zadłużenie netto/EBITDA nie powinno przekroczyć w krytycznym momencie 2,5x.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w najbliższych latach przyjęliśmy na poziomie 19%;
- Do obliczeń przyjęliśmy 10 300 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 23 listopada 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 240 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 23,3 PLN.

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	258,2	284,3	290,1	294,0	295,8	337,8	375,2	380,5	385,4	389,5	392,8
EBIT [mln PLN]	27,7	27,0	28,2	28,6	29,1	35,7	40,4	40,1	40,1	40,8	42,3
Stopa podatkowa	19,4%	19,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,4	5,2	5,4	5,4	5,5	6,8	7,7	7,6	7,6	7,8	8,0
NOPLAT [mln PLN]	22,3	21,8	22,8	23,1	23,6	28,9	32,7	32,4	32,5	33,1	34,3
Amortyzacja [mln PLN]	3,1	4,6	4,9	6,3	10,3	12,9	12,6	12,3	12,2	12,1	12,1
CAPEX [mln PLN]	-5,0	-6,0	-34,6	-56,4	-41,0	-8,0	-9,0	-10,0	-11,0	-12,0	-12,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	15,1	7,9	-2,0	-0,9	-0,4	-9,9	-8,8	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8
FCF [mln PLN]	35,5	28,2	-8,8	-27,9	-7,5	24,0	27,4	33,5	32,5	32,2	33,6
DFCF [mln PLN]	-	28,0	-8,1	-23,7	-5,9	17,6	18,6	21,0	18,8	17,1	16,3
Suma DFCF [mln PLN]		99,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]		373,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		181,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		281,3									
Dług netto* [mln PLN]		41,6									
Wartość kapitału [mln PLN]		239,7									
Ilość akcji [mln szt.]		10,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		23,3									

Przychody zmiana r/r	1,3%	2,0%	1,3%	0,6%	14,2%	11,1%	1,4%	1,3%	1,1%	0,8%
EBIT zmiana r/r	-10,1%	4,6%	1,3%	1,9%	22,7%	13,0%	-0,8%	0,1%	1,8%	3,5%
FCF zmiana r/r	32,3%	-	-	-	-	14,6%	22,1%	-3,0%	-0,9%	4,2%
Marża EBITDA	11,1%	11,4%	11,9%	13,3%	14,4%	14,1%	13,8%	13,6%	13,6%	13,8%
Marża EBIT	9,5%	9,7%	9,7%	9,8%	10,6%	10,8%	10,5%	10,4%	10,5%	10,8%
Marża NOPLAT	7,7%	7,9%	7,9%	8,0%	8,6%	8,7%	8,5%	8,4%	8,5%	8,7%
CAPEX / Przychody	2,1%	11,9%	19,2%	13,8%	2,4%	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	129,9%	705,3%	897,0%	397,3%	61,9%	71,6%	81,2%	90,4%	99,0%	99,1%
Zmiana KO / Przychody	-2,8%	0,7%	0,3%	0,1%	2,9%	2,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-216,3%	34,4%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%

Źródło: BDM S.A. *- uwzględnia wypłatę dywidendy z zysku za 2015 w kwocie 10,8 mln PLN.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	83,9%	82,5%	72,6%	67,8%	72,8%	77,6%	85,1%	91,0%	96,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	16,1%	17,5%	27,4%	32,2%	27,2%	22,4%	14,9%	9,0%	3,1%	0,0%
WACC	8,3%	8,2%	7,8%	7,5%	7,8%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	22,6	24,5	26,9	29,9	33,8	39,1	46,7	58,7	80,4
	0,8	21,1	22,8	24,8	27,4	30,7	35,0	41,2	50,4	65,7
	0,9	19,7	21,2	23,0	25,2	28,0	31,7	36,6	43,9	55,2
	1,0	18,5	19,8	21,4	23,3	25,7	28,8	32,9	38,6	47,3
	1,1	17,3	18,5	19,9	21,5	23,6	26,3	29,7	34,4	41,2
	1,2	16,2	17,3	18,5	20,0	21,8	24,1	27,0	30,9	36,3
	1,3	15,3	16,2	17,3	18,6	20,2	22,1	24,6	27,9	32,3

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	24,3	26,5	29,2	32,7	37,4	43,9	53,6	69,9	102,5
	4,0%	21,1	22,8	24,8	27,4	30,7	35,0	41,2	50,4	65,7
	5,0%	18,5	19,8	21,4	23,3	25,7	28,8	32,9	38,6	47,3
	6,0%	16,2	17,3	18,5	20,0	21,8	24,1	27,0	30,9	36,3
	7,0%	14,4	15,2	16,2	17,3	18,7	20,4	22,6	25,3	29,0
	8,0%	12,7	13,4	14,2	15,1	16,2	17,6	19,2	21,2	23,7
	9,0%	11,3	11,9	12,6	13,3	14,2	15,2	16,4	18,0	19,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	39,0	36,7	34,6	32,7	31,0	29,3	27,9	26,5	25,2
	4,0%	34,0	31,5	29,3	27,4	25,6	24,0	22,6	21,2	20,0
	5,0%	29,9	27,4	25,2	23,3	21,5	20,0	18,6	17,3	16,2
	6,0%	26,5	24,0	21,9	20,0	18,3	16,9	15,6	14,4	13,3
	7,0%	23,6	21,2	19,1	17,3	15,8	14,4	13,1	12,0	11,0
	8,0%	21,2	18,9	16,9	15,1	13,6	12,3	11,2	10,1	9,2
	9,0%	19,1	16,9	14,9	13,3	11,9	10,6	9,6	8,6	7,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych zagranicznych i polskich spółek chemicznych. Z uwagi na trudności w doborze porównywalnych spółek zdecydowaliśmy się ją podzielić na dwie części. Spółki zagraniczne stanowią konkurencję dla Polwax w obszarze wyrobów parafinowych, aczkolwiek w ograniczonym zakresie i ekspozycji.

Wycena porównawcza jest średnią wycen dla zagranicznych i polskich podmiotów z branży chemicznej. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie to 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 22 listopada 2016 roku.

Porównując wyniki Polwax ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 206 mln PLN, co odpowiada 20,0 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 16,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) Polwax handlowany jest z dyskontem.

Wycena porównawcza

Wycena metodą porównawczą [PLN]	20,0
spółki zagraniczne	50% 18,4
spółki polskie	50% 21,5

Źródło: BDM S.A.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
SASOL	10,6	8,9	8,6	6,0	5,5	5,0	8,7	7,6	6,8
H&R	14,3	14,4	13,9	7,1	6,8	6,5	10,3	9,9	9,3
INDIAN OIL	9,5	8,9	8,2	6,7	6,4	5,8	8,5	8,4	7,5
ALEXANDRIA MINERAL OILS	8,8	8,3	7,6	5,1	4,8	4,5	5,9	5,9	5,0
FUCHS PETROLUB	20,8	19,8	19,0	12,6	11,8	11,1	14,3	13,4	12,6
ISU CHEMICAL	5,7	5,2	4,4	7,5	6,4	5,6	9,3	7,3	6,4
Mediana	10,1	8,9	8,4	6,9	6,4	5,7	9,0	8,0	7,2
POLWAX	8,1	7,6	7,8	5,9	5,9	6,4	6,9	6,9	7,8
Premia/dyskonto do spółki	-20,0%	-14,7%	-7,0%	-14,9%	-8,3%	12,0%	-23,4%	-13,7%	9,7%
Wycena wg wskaźnika	20,6	19,3	17,7	19,7	18,2	14,2	22,0	19,5	14,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		19,2			17,3			18,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		18,4							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 22.11.2016.

Wycena porównawcza do spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Grupa Azoty	14,4	12,5	9,4	6,1	5,5	4,6	12,3	10,1	7,7
ZA Puławy	8,8	10,5	10,7	4,2	4,8	4,8	6,1	7,3	7,6
ZCh Police	18,7	11,0	9,2	8,2	7,1	6,1	21,2	10,6	8,7
CIECH	6,2	7,1	8,9	5,1	5,0	5,7	6,8	7,1	8,6
SYNTHOS	17,7	16,3	13,5	10,0	10,1	9,0	14,2	14,9	13,0
PCC Rokita	8,9	12,6	12,1	7,1	9,3	9,0	9,4	13,8	13,4
Mediana	11,7	11,7	10,1	6,6	6,3	5,9	10,9	10,4	8,6
POLWAX	8,1	7,6	7,8	5,9	5,9	6,4	6,9	6,9	7,8
Premia/dyskonto do spółki	-30,9%	-35,0%	-22,3%	-11,0%	-7,0%	9,7%	-36,7%	-33,5%	-9,1%
Wycena wg wskaźnika	23,9	25,4	21,2	18,7	17,9	14,6	26,9	26,0	18,7
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		23,5			17,1			23,9	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		21,5							

Źródło: BDM S.A., wg cen z 22.11.2016.

WYNIKI 3Q'16 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 3Q'16 okazały się nieco słabsze od naszych oczekiwań (-9% EBITDA). Razi słaby CFO (-28,2 mln PLN vs -11,5 mln PLN przed rokiem) przez znaczący wzrost należności (-37,9 mln PLN vs -20,2 mln PLN w 3Q'15), co możemy w dużej mierze wiązać z przyspieszonym harmonogramem dostaw w kontrakcie z Biedronką. Spółka wspomina o tym w raporcie (sprzedaż zakładu zniczy wyniosła ok. 30 mln PLN vs 17 mln PLN przed rokiem). W rezultacie dług netto rośnie do 53,4 mln PLN. Normalizacja cash flow następuje w 4Q i 1Q, czyli po spływie należności z Biedronki. W 1Q'17 spółka powinna mieć gotówkę netto.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'16P BDM	różnica
Przychody	77,9	90,8	16,6%	88,3	2,9%
Wynik brutto na sprzedaży	16,8	17,4	3,6%	18,0	-3,1%
EBITDA	12,5	11,9	-4,3%	13,1	-8,8%
EBIT	11,3	10,8	-4,9%	11,9	-9,4%
Zysk brutto	11,1	10,4	-6,0%	11,6	-10,0%
Zysk netto	8,9	8,4	-6,0%	9,4	-10,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,6%	19,2%		20,4%	
Marża EBITDA	16,0%	13,1%		14,8%	
Marża zysku netto	11,5%	9,3%		10,6%	

P/E 12m	7,1
EV/EBITDA 12m	6,5

Źródło: BDM S.A., spółka

Większego spadku wyniku niż w 3Q'16 oczekujemy w 4Q'16, co ma związek z mniejszym zakresem realizacji kontraktu do Biedronki (przesunięcie na 3Q'16) i spadkiem spotowych cen gaczy parafinowych/parafiny przy wyższych kosztach zakupu gaczy od LOTOS (formuła oparta o ICIS, blisko kwartalne przesunięcie od momentu zakupu do sprzedaży, spółka ma zapas gaczy z początku 2016 roku). W rezultacie rekordowych wyników 2015 roku nie uda się powtórzyć. Powrotu do wzrostowej tendencji oczekujemy od 1Q'17. Największym ryzykiem dla naszych prognoz są kursy walutowe.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P
Przychody	101,1	54,0	62,9	90,8	76,6	52,3	64,0	94,8	78,9	280,7	284,3	290,1
Zysk brutto ze sprzedaży	16,1	9,2	10,8	17,4	13,3	9,6	11,8	19,8	12,1	51,5	50,8	53,4
EBITDA	10,4	5,6	6,4	11,9	7,7	6,0	7,1	13,7	6,3	34,2	31,6	33,1
EBIT	9,3	4,5	5,2	10,8	6,5	4,8	5,9	12,5	5,0	30,0	27,0	28,2
Zysk netto	7,7	3,4	4,3	8,4	5,0	3,8	4,8	9,9	3,8	23,8	21,1	22,3
Marża zysku brutto	16,0%	17,1%	17,2%	19,2%	17,3%	18,4%	18,4%	20,9%	15,4%	18,4%	17,9%	18,4%
Marża EBITDA	10,3%	10,4%	10,1%	13,1%	10,0%	11,4%	11,1%	14,4%	8,0%	12,2%	11,1%	11,4%
Marża netto	7,7%	6,3%	6,8%	9,3%	6,5%	7,3%	7,4%	10,5%	4,8%	8,5%	7,4%	7,7%
Dynamika przychodów [r/r]	22,8%	0,4%	31,3%	16,6%	-24,2%	-3,1%	1,8%	4,4%	3,0%	8,7%	1,3%	2,0%
Dynamika EBITDA r/r	40,7%	-7,6%	20,2%	-4,3%	-26,1%	6,4%	11,9%	15,0%	-18,0%	11,3%	-7,7%	4,8%
Wolumen* [tys. ton]	14,1	13,3	16,1	14,9	12,4	13,3	16,1	14,8	12,4	58,4	56,7	56,6
wyroby do zniczy i świec*	10,1	9,5	11,4	11,4	8,6	9,3	11,2	11,2	8,4	42,8	40,9	40,1
wyroby do przemysłu	4,0	3,8	4,7	3,5	3,8	4,0	4,9	3,7	4,0	15,6	15,8	16,6
Dynamika wolumenu [r/r]	16,8%	-11,9%	26,8%	-9,7%	-12,2%	0,0%	0,0%	-0,4%	0,1%	10,3%	-2,9%	0,0%
wyroby do zniczy i świec*	16,5%	-12,8%	22,6%	-8,8%	-15,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	9,3%	-4,5%	-2,0%
wyroby do przemysłu	17,8%	-9,5%	38,2%	-12,5%	-5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	13,1%	1,3%	5,0%
Średnia cena* [PLN/t]	3 808,8	4 059,1	3 908,0	4 083,8	3 765,3	3 934,9	3 975,4	4 367,2	3 946,8	3 701,1	3 958,6	4 062,3
wyroby do zniczy i świec*	3 700,2	4 003,1	3 790,2	4 048,2	3 580,6	3 798,5	3 855,9	4 405,8	3 814,1	3 609,4	3 867,7	3 987,2
wyroby do przemysłu	3 523,9	3 754,7	3 722,1	3 694,6	3 594,4	3 829,8	3 796,6	3 768,5	3 666,3	3 455,4	3 693,2	3 767,1
Dynamika średniej ceny* [r/r]	7,5%	14,0%	3,6%	10,9%	-1,1%	-3,1%	1,7%	6,9%	4,8%	-1,0%	7,0%	2,6%
wyroby do zniczy i świec*	3,8%	12,4%	5,6%	12,7%	-3,2%	-5,1%	1,7%	8,8%	6,5%	-5,8%	7,2%	3,1%
wyroby do przemysłu	11,4%	10,2%	5,7%	9,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,4%	6,9%	2,0%

Źródło: BDM S.A., spółka. *- bez zakładu zniczy

O SPÓŁCE

Polwax to jeden z dwóch wiodących producentów parafin w Polsce. Produkty spółki znajdują zastosowanie głównie w segmencie świecowo-zniczowym (ok. 80% przychodów) i w przemyśle (specjalistyczne woski), na czym bazuje strategia spółki. Aktywa produkcyjne Polwax zlokalizowane są w Jaśle (max 35 tys. ton przerobu gaczy parafinowych) i Czechowicach-Dziedzicach (max 25 tys. ton). Spółka zatrudnia ok. 260 osób. Po transakcji sprzedaży przez fundusz PE Krokus Chem, głównym akcjonariuszem spółki jest prezes p. Dominik Tomczyk.

Historia spółki sięga 1999 roku, kiedy to funkcjonowała pod nazwą Parafiny- Rafineria Jasło. W 2004 roku spółka połączyła się z RC Parafiny (zakład w Czechowicach-Dziedzicach), a udziałowcem stał się LOTOS. Rok później gdański koncern był już jedynym akcjonariuszem spółki, która zmieniła nazwę na LOTOS Parafiny. Po 3 latach w 2008 roku LOTOS zdecydował o prywatyzacji spółki. Pierwszy etap w 2010-2011 roku nie doszedł do skutku. Ofertę (ok. 80 mln PLN) złożyli więc kluczowi menadżerowie w porozumieniu z funduszem PE Nova Polonia II (Krokus Chem). Horyzont inwestycyjny funduszu to z reguły 3-6 lat i tak w październiku 2014 roku doszło do debiutu na GPW. Oferta przy cenie emisyjnej 15 PLN/akcję (cena maksymalna 19 PLN/akcję) opiewała na 57 mln PLN. Połowę posiadanych akcji sprzedał Krokus Chem. Drugi etap transakcji miał miejsce w październiku 2016 roku, także obecnie fundusz nie posiada już akcji spółki.

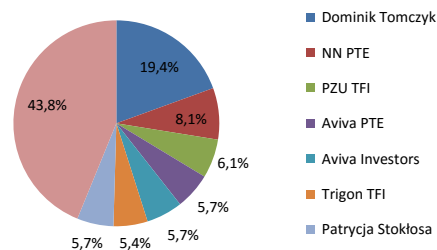
Po wykupie menedżerskim w 2012 roku firma zredefiniowała swoją strategią, której nadrzędny cel to wzrost udziału wyżej marżowych, specjalistycznych wosków i parafin do przemysłu, a także wzrost efektywności. W tym celu w 2013 roku została zrealizowana inwestycja w tzw. komory Sulzera w Jaśle (CAPEX ok. 13 mln PLN). W 2015 roku spółka zakupiła zbiorniki od LOTOS (4,9 tys. m3 przy dotychczasowych 16 tys. m3), a także laboratoria LOTOS zlokalizowane w Jaśle i Czechowicach-Dziedzicach (40 pracowników). W marcu 2015 roku została ogłoszona też nowa strategia, której fundamentem jest nowa instalacja odolejania rozpuszczalnikowego (CAPEX blisko 130 mln PLN). Decyzja o jej budowie została podjęta we wrześniu 2016 roku. Inwestycja ma być gotowa z końcem 2019 roku.

Struktura akcjonariatu [mln szt.]

	I. akcji	% akcji	I. głosów	% głosów
Dominik Tomczyk	1,19	11,5%	2,38	19,4%
NN PTE	0,99	9,6%	0,99	8,1%
PZU TFI	0,75	7,3%	0,75	6,1%
Aviva PTE	0,70	6,8%	0,70	5,7%
Aviva Investors	0,70	6,8%	0,70	5,7%
Trigon TFI	0,66	6,4%	0,66	5,4%
Patrycja Stokłosa	0,35	3,4%	0,70	5,7%
Pozostali	4,97	48,2%	5,36	43,8%
RAZEM	10,30	100,0%	12,23	100,0%

Źródło: BDM S.A., spółka

Udział w głosach na WZA



Źródło: BDM S.A., spółka

Majątek produkcyjny

	Powierzchnia [ha]	Zdolności przerobu gaczy [tys. ton]	Zatrudnienie	Uwagi
Jasło	2,52	35	114	
instalacja do odolejania gaczy- tzw. komory Sulzera				od 4Q'13
instalacja do odwadniania parafin				
instalacja parafin, wosków i specyfików				
instalacja do konfekcjonowania				granulacja, pastylkowanie, taflowanie etc
instalacja do produkcji emulsji				
Czechowice- Dziedzice	4,58	25	142	
instalacja do rafinacji parafin				
instalacja do rafinacji i komponowania				
instalacja do konfekcjonowania				granulacja, pastylkowanie, taflowanie etc
instalacja do produkcji świec				
zakład zniczy				do 150 prac. tymczasowych
laboratoria			40	
RAZEM	7,10	60	259	+ biuro w Krakowie
+ baza zbiornikowa*		19,0		modernizacja/rozbudowa do 22 tys. m3 w '17

Źródło: BDM S.A., spółka. *- tys. m3

Historyczne wyniki finansowe i dane operacyjne
Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
Przychody	273,3	260,5	241,1	258,2	280,7	0,7%
wyroby do produkcji zniczy i świec	221,4	210,7	195,4	210,3	219,0	-0,3%
w tym zakład produkcji zniczy	64,8	58,6	55,2	60,3	64,6	-0,1%
woski i produkty dla przemysłu	50,6	46,1	44,4	46,1	53,9	1,6%
EBITDA	25,2	30,2	27,5	30,8	34,2	7,9%
marża	9,2%	11,6%	11,4%	11,9%	12,2%	
EBIT	22,2	27,2	24,9	27,7	30,0	7,9%
Zysk netto	17,9	19,4	20,0	22,4	23,8	7,4%
CFO	9,8	15,3	4,0	41,8	35,8	38,3%
CAPEX	-1,3	-3,0	-10,9	-5,0	-9,6	63,3%
Dług netto	20,7	51,8	65,1	38,9	30,8	10,5%
/EBITDA	0,8	1,7	2,4	1,3	0,9	
Dywidenda	14,3	0,0	4,0	10,0	12,3	-3,7%
Wolumeny sprzedaży [tys. ton]*	60,8	54,7	49,9	52,9	58,4	-1,0%
wyroby do produkcji zniczy i świec*	42,5	38,6	35,6	39,2	42,8	0,2%
woski i produkty dla przemysłu	18,3	16,1	14,3	13,8	15,6	-3,9%
Przerób gaczu kton	56,4	52,7	47,7	47,0	51,9	-2,1%
wykorzystanie mocy	94%	88%	80%	78%	86%	
Średnie ceny produktów [tys. PLN/t]*	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7	1,9%
wyroby do produkcji zniczy i świec*	3,7	3,9	3,9	3,8	3,6	-0,5%
woski i produkty dla przemysłu	2,8	2,9	3,1	3,3	3,5	5,8%

Źródło: BDM S.A., spółka. *- bez zakładu zniczy

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

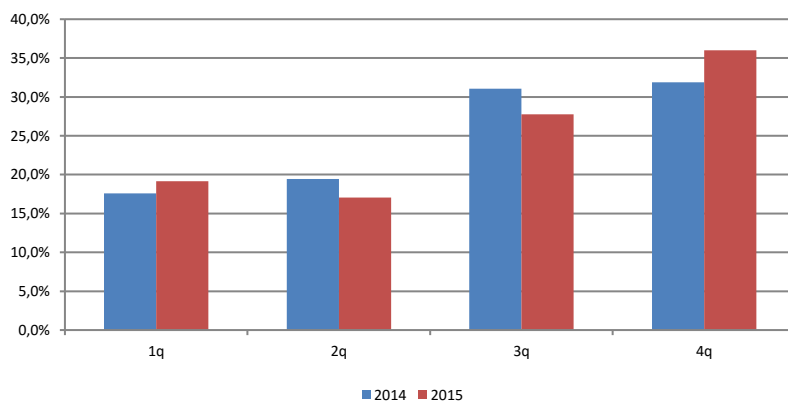
	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16
Przychody	45,4	50,2	80,2	82,3	53,8	47,9	77,9	101,1	54,0	62,9	90,8
wyroby do produkcji zniczy i świec	33,8	39,5	66,6	70,5	38,8	33,4	62,0	84,8	38,0	43,2	76,1
w tym zakład produkcji zniczy	-	-	20,6	39,6	-	-	17,1	47,5	-	-	30,0
woski i produkty dla przemysłu	11,4	10,5	13,4	10,7	14,3	12,0	13,5	14,1	14,3	17,5	12,9
EBITDA	5,8	6,4	11,2	7,4	6,1	5,3	12,5	10,4	5,6	6,4	11,9
marża	12,7%	12,8%	13,9%	9,0%	11,3%	11,1%	16,0%	10,3%	10,4%	10,1%	13,1%
EBIT	5,1	5,7	10,3	6,6	5,2	4,2	11,3	9,3	4,5	5,2	10,8
Zysk netto	4,2	4,3	7,8	6,2	4,0	3,2	8,9	7,7	3,4	4,3	8,4
CFO	51,1	-10,5	-13,1	14,3	41,4	-6,0	-11,5	11,9	33,3	-13,8	-28,2
CAPEX	-2,3	-1,5	-0,4	-0,9	-1,1	-6,6	-4,1	2,2	0,0	-2,3	-1,2
Dług netto	16,7	38,5	51,9	38,9	1,2	23,8	39,5	30,8	-1,9	23,6	53,4
/EBITDA	-	1,3	1,6	1,3	0,0	0,8	1,3	0,9	-0,1	0,7	1,6
Dywidenda	-	10,0	-	-	-	12,3	-	-	-	10,8	-
Wolumeny sprzedaży [tys. ton]*	11,5	13,4	16,0	12,0	15,1	12,7	16,5	14,1	13,3	16,1	14,9
wyroby do produkcji zniczy i świec*	8,3	10,3	11,9	8,7	10,9	9,3	12,5	10,1	9,5	11,4	11,4
woski i produkty dla przemysłu	3,2	3,1	4,1	3,4	4,2	3,4	4,0	4,0	3,8	4,7	3,5
Średnie ceny produktów [tys. PLN/t]*	3,9	3,7	3,7	3,5	3,6	3,8	3,7	3,8	4,1	3,9	4,1
wyroby do produkcji zniczy i świec*	4,1	3,8	3,9	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	4,0	3,8	4,0
woski i produkty dla przemysłu	3,6	3,4	3,3	3,2	3,4	3,5	3,4	3,5	3,8	3,7	3,7

Źródło: BDM S.A., spółka. *- bez zakładu zniczy

Sezonowość biznesu

Spółka ponad 60% przychodów i wyników realizuje w 2H. Najlepszym sezonowo kwartałem pod względem przychodów jest 4Q (>30% rocznej sprzedaży), a wyników 3Q (>30% rocznego zysku brutto). Spływ gotówki po sezonie zniczowym następuje w 1Q, który jest zdecydowanie najlepszy pod względem cash flow (>110% rocznego CFO).

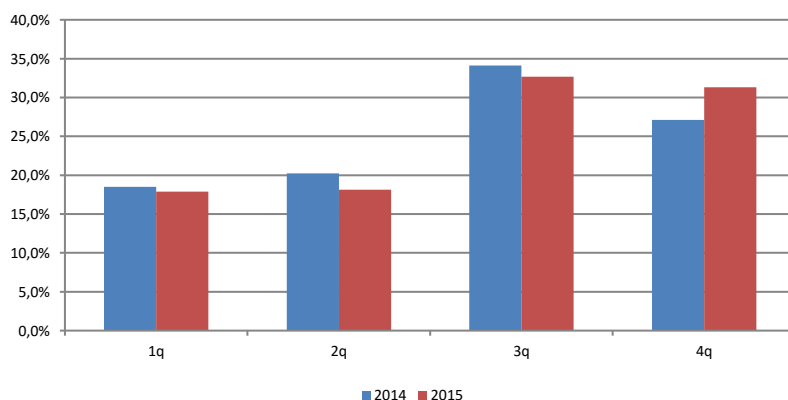
Sezonowość przychodów



Najlepszym sezonowo kwartałem pod względem przychodów jest 4Q, co wynika ze szczytu zniczowego w Polsce. W 2H spółka realizuje ponad 60% sprzedaży.

Źródło: BDM S.A., spółka.

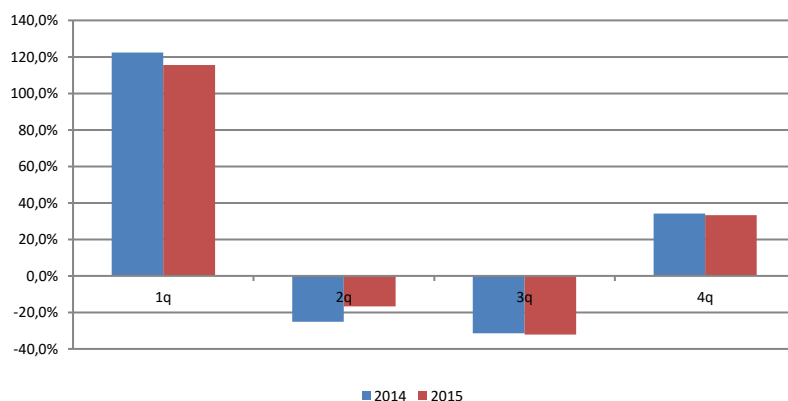
Sezonowość zysku brutto ze sprzedaży



Najlepszym sezonowo kwartałem pod względem wyników jest 3Q, co wynika ze szczytu zniczowego w Polsce (wrzesień-październik) i braku remontów, które mają miejsce w grudniu.

Źródło: BDM S.A., spółka.

Sezonowość cash flow (CFO)



Najlepszym sezonowo kwartałem pod względem cash flow jest 1Q, kiedy następuje spływ gotówki z kontraktów w segmencie zniczowym. Z reguły w 1Q spółka dysponuje już gotówką netto.

Źródło: BDM S.A., spółka.

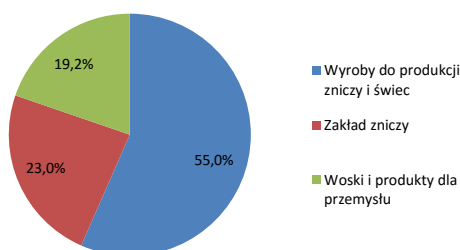
PRZYCHODY, PRODUKTY

Polwax produkuje różnego rodzaju parafiny, które znajdują zastosowanie w ponad 100 gałęziach przemysłu. Oferta produktowa spółki obejmuje przede wszystkim wyroby do produkcji zniczy i świec (ok. 80%) i specjalistyczne woski do zastosowań przemysłowych. Rynek polski jest liderem w produkcji świec w Europie (ok. 40% wolumenu ogółem), stąd wysoka ekspozycja spółki na ten segment. Na zachodzie Europy większy udział sprzedaży przypada na woski dla przemysłu (ok. 50%), gdzie wykorzystuje się parafiny mniej zaolejone. Strategia spółki koncentruje się na wzroście udziału wosków do zastosowań przemysłowych do 50% w 2020 roku. W tym celu podjęta została decyzja o budowie nowej instalacji odolejania rozpuszczalnikowego w zakładzie w Czechowicach.

Oferta spółki obejmuje:

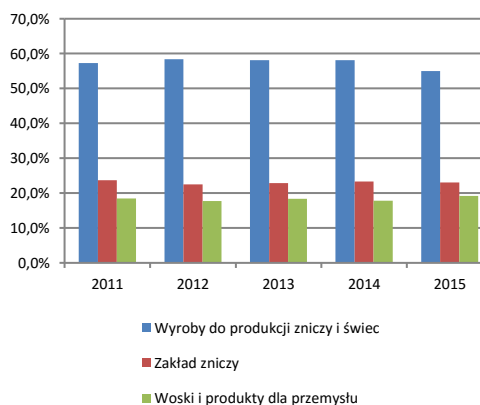
- wyroby do produkcji zniczy (czysto parafinowe, kompozycje stearynowe/z olejem palmowym);
- produkty do wyrobów świecarkich (niskozaolejone do 0,5% oleju, parafiny standard do 1,1% oleju, parafiny hydrorafinowane);
- woski specjalne do produkcji świec;
- woski do zastosowań specjalnych (przemysł oponiarski/kosmetyczny, ogrodnictwo);
- woski przeznaczone do kontaktu z żywnością (przemysł mleczarski/papierniczy, drobiarstwo);
- środki ochrony antykorozyjnej (np. wazeliny techniczne etc.);
- produkty do impregnacji drewna (do płyt MDF/HDF, zapalek etc.);
- pozostałe wyroby dla przemysłu (zawierają komponent BS);
- antyzbrylacze do nawozów (jednej z podstawowych produktów przemysłowych: Salwax/Agrowax);
- kleje typu HotMelt (kleje termotopliwe- jeden z najnowszych produktów);
- masy modelowe (stosowane w odlewnictwie);
- wyroby Zakładu Produkcji Zniczy i Świec (znicze do Biedronki);
- usługi laboratoryjne (od 2015 roku po przejściu LOTOS Lab);

Struktura segmentowa sprzedaży 2015

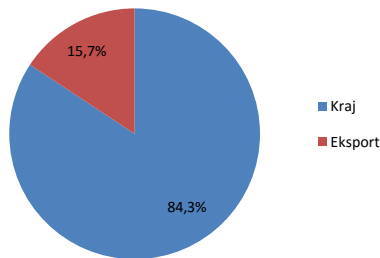


Źródło: BDM, spółka

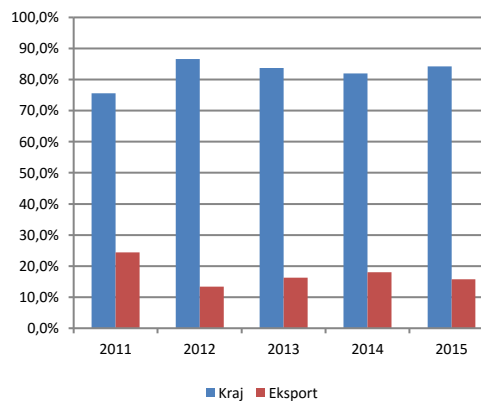
Struktura segmentowa sprzedaży 2011-2015



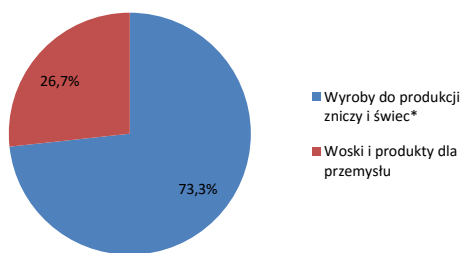
Źródło: BDM, spółka

Struktura geograficzna sprzedaży 2015


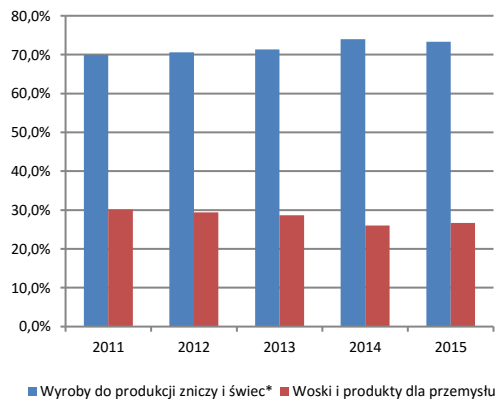
Źródło: BDM, spółka

Struktura geograficzna sprzedaży 2011-2015


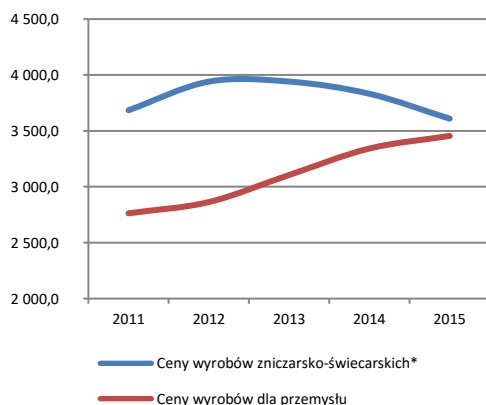
Źródło: BDM, spółka

Struktura wolumenowa sprzedaży 2015


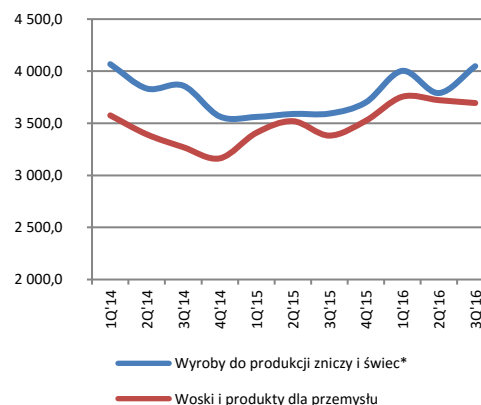
Źródło: BDM, spółka. *- bez zakładu zniczy

Struktura wolumenowa sprzedaży 2011-2015


Źródło: BDM, spółka. *- bez zakładu zniczy

Średnie ceny głównych produktów 2011-2015


Źródło: BDM, spółka. *- bez zakładu zniczy

Średnie ceny głównych produktów 2014-2016


Źródło: BDM, spółka. *- bez zakładu zniczy

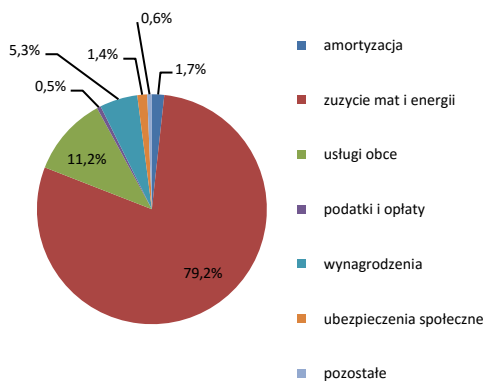
KOSZTY, SUROWCE

W strukturze kosztów rodzajowych ok. 80% stanowi zużycie materiałów i energii. Podstawowym surowcem wykorzystywanym przez spółkę do produkcji parafin jest gacz parafinowy (ok. 70% zużycia mat i energii, ok. 55-60% kosztów ogółem), będący produktem ubocznym w procesie produkcji olejów bazowych z ropy naftowej. W Polsce jedynymi producentami gaczu parafinowego są PKN Orlen i Grupa LOTOS (długoterminowa umowa do końca 2018 roku, ok. 50-60% udziału w dostawach od LOTOS). Pozostałe surowce wykorzystywane przez spółkę to: parafina P2/NS/DWC, filtrat z gaczu, odciek, a także szkło do produkcji zniczy oraz pozostałe surowce takie jak dodatki i adsorbenty, chemikalia, opakowania, barwniki, knoty etc.

Gacz parafinowy to produkt powstający w procesie odparafinowania rozpuszczalnikowego, zawierający głównie wysoko krzepnące związki parafinowe, zanieczyszczony pewną ilością (w zależności od gatunku) 1-12% olejów bazowych (surowiec do produkcji olejów smarowych). Jako produkt pochodny rafinacji ropy naftowej istnieje korelacja między notowaniami gaczu a ropą naftową, aczkolwiek ceny gaczu pozostawały względnie stabilne w okresie dynamicznych spadków ropy naftowej w 2015/2016.

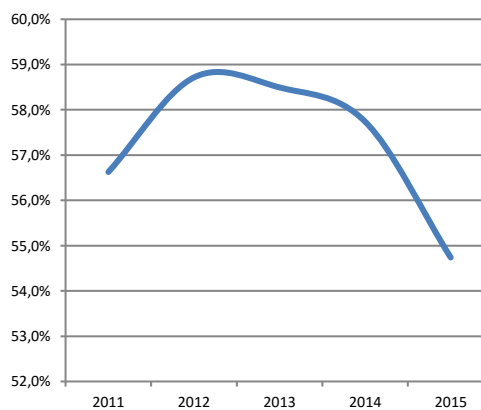
Większość surowców nabywana jest w PLN (<20% z importu), aczkolwiek formuła zakupowa w kontrakcie z Lotos oparta jest o indeks parafinowy ICIS notowany w euro. W rezultacie spółka ma krótką pozycję w euro (osłabienie złotówki ma niekorzystny wpływ na marżę).

Struktura kosztów rodzajowych w 2015 roku



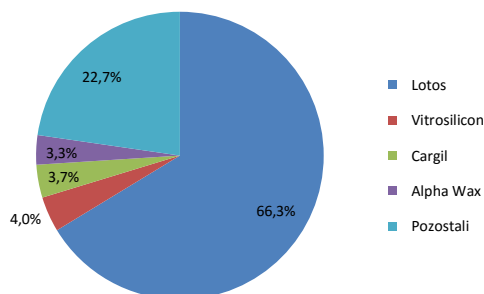
Źródło: BDM, spółka.

Udział gaczu parafinowych w kosztach rodzajowych



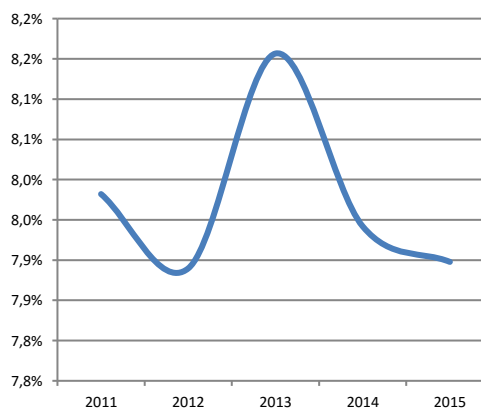
Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

Główni dostawcy surowców do spółki w 2015 roku



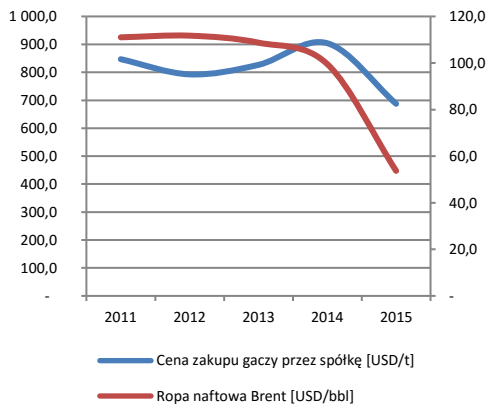
Źródło: BDM, spółka.

Udział kosztów SG&A* w przychodach



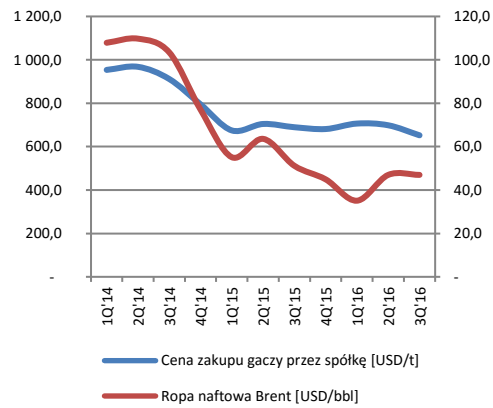
Źródło: BDM, spółka.

Notowania gaczy parafinowych na tle ropy naftowej



Źródło: BDM, spółka, Bloomberg, szacunki własne. LS- cena gaczy, PS- cena ropy naftowej

Notowania gaczy parafinowych na tle ropy naftowej



Źródło: BDM, spółka, Bloomberg, szacunki własne. LS- cena gaczy, PS- cena ropy naftowej

STRATEGIA 2015-2020

Publikacja strategii- marzec 2015

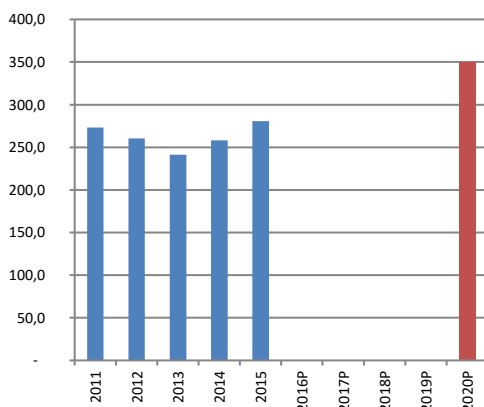
W marcu 2015 roku spółka opublikowała strategię, której filarem ma być rozwój mocy produkcyjnych o ok. 30% w perspektywie do 2020 roku (projekt FUTURE) w segmencie wosków do zastosowań przemysłowych (ich udział w sprzedaży przekroczy 50% z ok. 20% obecnie). Nakłady na ten projekt szacowano wówczas na 60-80 mln PLN +/-30%.

Główne strategiczne cele cząstkowe obejmują:

- zmianę portfolio produktowego spółki;
- rozwój własnych struktur badawczo-rozwojowych i aktywów produkcyjnych;
- budowę instalacji odolejania rozpuszczalnikowego w oparciu o licencję Thyssen-Krupp UHDE o zdolności produkcyjnej 30 tys. ton rocznie;
- ekspansję na nowe rynki zbytu;
- dywersyfikację źródeł zaopatrzenia w kluczowe surowce i optymalizację dostaw;
- wzrost efektywności funkcjonowania spółki;
- politykę dywidendową zgodnie z którą zarząd będzie rekomendował w latach 2015-2020 wypłatę z zysku na rzecz akcjonariuszy Spółki na poziomie 30-50% osiągniętego zysku netto uwzględniając bieżące potrzeby spółki i perspektywy jej rozwoju.

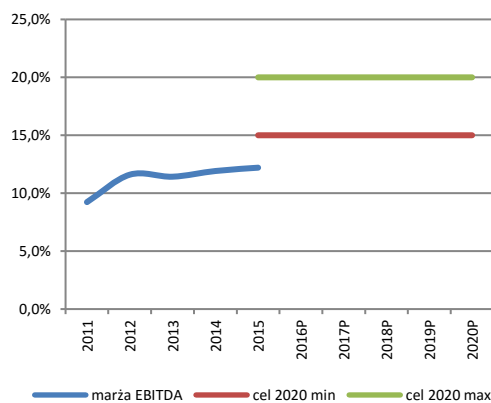
W prezentacji spółka podała, że nowa instalacja ma być uruchomiona w 2Q/3Q'19. Wzrost przychodów do 2020 roku ma sięgnąć 20-30% (350 mln PLN), a marża EBITDA wzrośnie do 15-20% (12,2% w 2015 roku).

Strategiczny cel sprzedaży spółki [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

Strategiczny cel marży EBITDA spółki

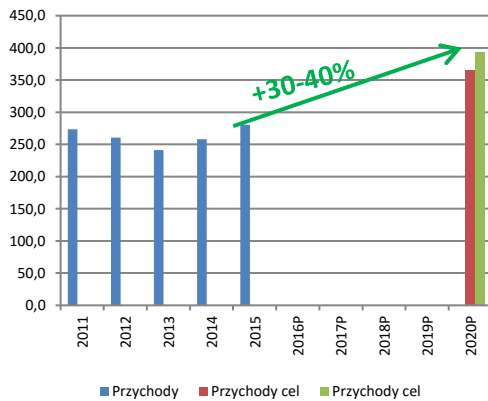


Źródło: BDM, spółka

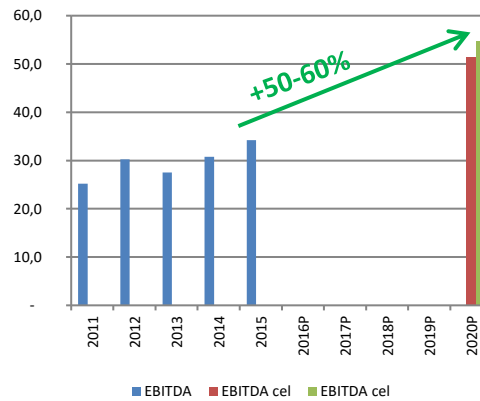
Aktualizacja strategii- wrzesień 2016

Spółka zdecydowała o rozpoczęciu inwestycji budowy instalacji odolejania rozpuszczalnikowego, która pozwoli na wzrost udziału wyżej marżowych wosków dla przemysłu do 50% sprzedaży. Obecnie spółka po zakupie laboratoriów od LOTOS (1Q'15) rozwija produkty badawcze (np. Innot w obszarze wosków odlewniczych, Biostrateg w obszarze opakowań do żywności), modernizuje i zwiększa bazę zbiornikową (obecnie 19 tys. m³, docelowo 22 tys. m³ w '17 vs 16 tys. m³ w 2015 roku) i przygotowuje się do fizycznego rozpoczęcia kluczowej inwestycji odolejania (wybór GRI do końca roku). Spółka uzyskała finansowanie w wysokości 97,5 mln PLN (limit). Cały projekt ma kosztować ok. 124 mln PLN i zostać uruchomiony do końca 2019 roku. Będzie to trzecia tego typu największa instalacja w Europie i pierwsza w Polsce.

Szacowane cele wynikowe po otwarciu projektu (wg prezentacji) wskazują na 30-40% wzrost przychodów (perspektywa 360-390 mln PLN sprzedaży) i 50-60% wzrost EBITDA (perspektywa 50-55 mln PLN EBITDA). Daje to implikowaną marżę ok. 14%. IRR projektu szacowany jest przez spółkę na 25%.

Strategiczny cel sprzedaży spółki [mln PLN]


Źródło: BDM, spółka

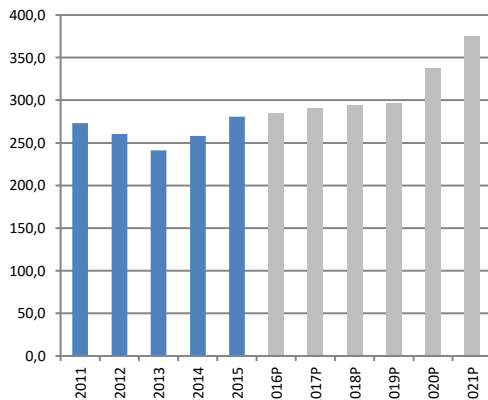
Strategiczny cel sprzedaży spółki [mln PLN]


Źródło: BDM, spółka

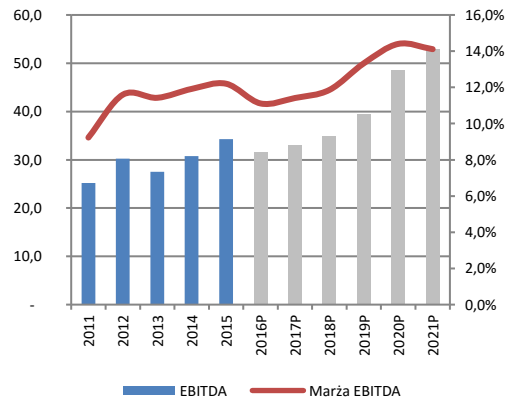
Strategia vs założenia BDM

Nasze założenia są poniżej celów prezentowanych w strategii. Udział wosków dla przemysłu w naszym modelu przekracza 50% pod względem wolumenów i 40% pod względem sprzedaży w 2021 roku (zakładamy wolniejszą ścieżkę dojścia do pełnych mocy nowej instalacji). Prognozowana przez nas sprzedaż w latach 2020-2021 sięga 340-380 mln PLN, a EBITDA 49-53 mln PLN (marża 14,4-14,1%). Wydatki inwestycyjne w okresie inwestycji Future (2017-2019) kalkulujemy na ok. 132 mln PLN, w tym odtworzeniowe. Szczyt CAPEX ma przypadać na 2018 rok.

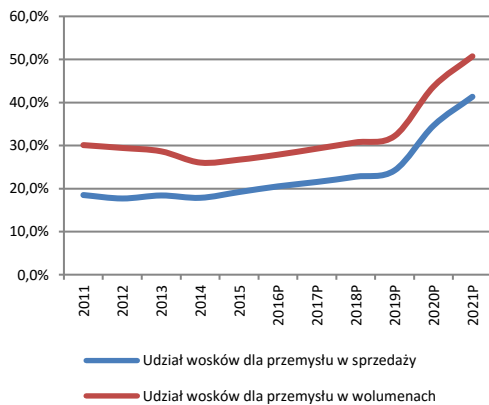
W bazowym scenariuszu zakładamy, że zarząd może nie rekomendować wypłaty dywidendy w najbliższych 2 latach (strategia zakłada 30-50% zysku). Wówczas szacowany dług netto sięgnie 1,9x EBITDA. Niemniej zwracamy uwagę, że w scenariuszu wypłaty 50% zysku netto w postaci dywidendy (ponad 20 mln PLN) dług netto/EBITDA nie powinien przekroczyć 2,5x.

Prognozowane przychody ze sprzedaży [mln PLN]


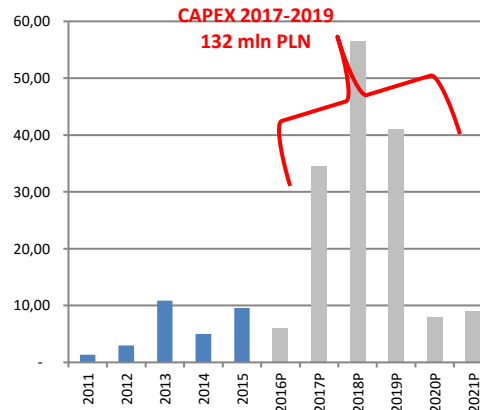
Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

Prognozowana EBITDA [mln PLN] i marża EBITDA


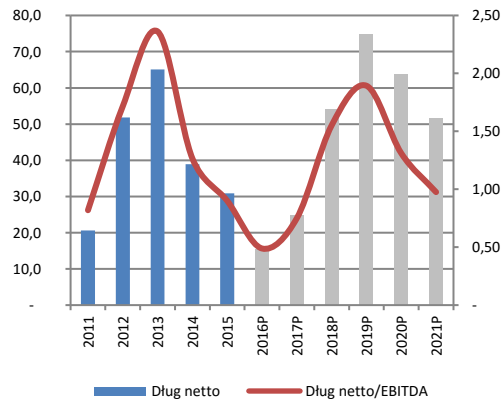
Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. LS- EBITDA, PS-marża

Udział wósków ze sprzedaży w przychodach/wolumenach


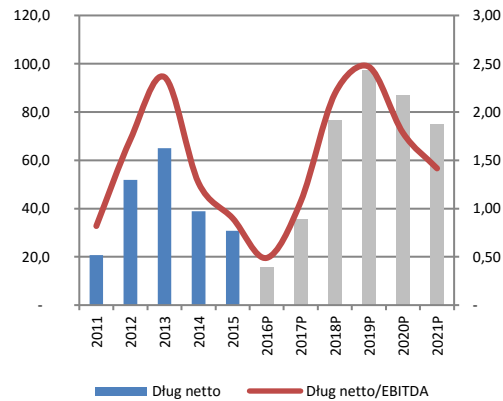
Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

Prognozowany CAPEX [mln PLN]


Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

Prognozowany dług netto i DN/EBITDA- s. bazowy*


Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. [mln PLN]. *- brak wypłaty dywidendy w latach 2017-2018 i powrót do polityki dywidendowej w 2019 roku. LS- dług netto, PS- dług netto/EBITDA

Prognozowany dług netto i DN/EBITDA- s. dywidenda*


Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. [mln PLN]. *- utrzymanie polityki dywidendowej na poziomie 50% zysku netto (dywidenda także w latach 2017-2018). LS- dług netto, PS- dług netto/EBITDA

NAKŁADY INWESTYCYJNE

CAPEX 2013-2015

W latach 2013-2015 główną inwestycją była instalacja odolejania w Jaśle (tzw. Komory Sulzera) wdrożona w 1Q'14 (koszt blisko 13 mln PLN z czego 10 mln PLN w 2013 roku). Instalacja umożliwiła zwiększenie efektywności i jakości oraz zdolności produkcyjnych. Powstająca dzięki niej parafina standardowa jest bazą dla wosków znajdujących zastosowanie w przemyśle.

W 2015 roku spółka podpisała umowę zakupu zbiorników od LOTOS w Czechowicach za ok. 5 mln PLN. Zwiększy to zdolności magazynowe surowców/produktów o ok. 30%. Płatności za zbiorniki są w ratach płatnych w 2015-2017.

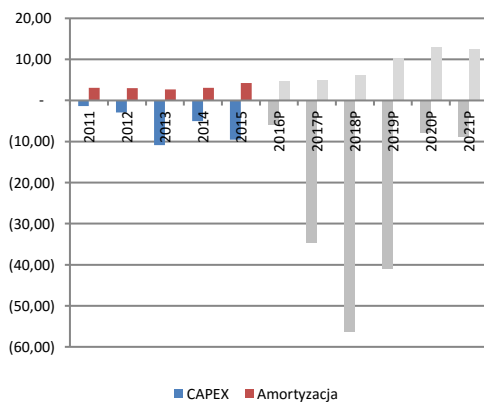
Dodatkowo spółka zakupiła (efektywnie od 2Q'15) laboratoria od LOTOS w Jaśle i Czechowicach w kwocie ok. 3,5 mln PLN (40 osób). W 2015 roku spółka rozpoczęła również przygotowania do realizacji inwestycji „FUTURE” (tzw. projekt bazowy).

CAPEX 2016-2020P

W latach 2016-2017 spółka dalej będzie koncentrować się na rozbudowie bazy zbiornikowej. Obecnie spółka posiada zdolności magazynowania ok. 19 tys. m³ surowców/produktów, a w 2017 roku ma to być ok. 22 tys. m³. Oprócz zakupionych zbiorników od LOTOS (3,5 mln PLN płatności w 2016-2017) spółka buduje dodatkowy zbiornik w Czechowicach ok. 1 tys. m³.

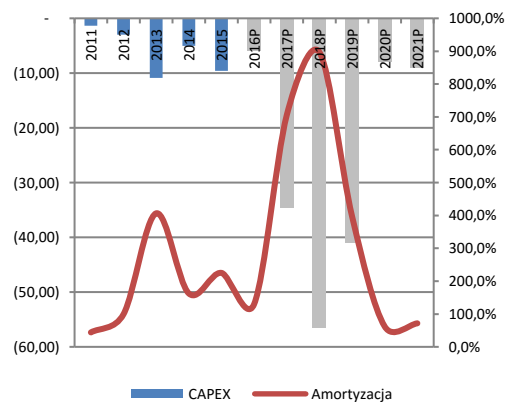
Do końca 2016 roku ma być wybrany GRI projektu „FUTURE”. Inwestycja odolejania rozpuszczalnikowego w Czechowicach Dziedzicach o wartości ok. 124 mln PLN jest kluczowa dla realizacji głównych celów strategicznych spółki. Oczekujemy, że w 2017 roku spółka wyda na ten cel ok. 29 mln PLN, a szczyt wydatków inwestycyjnych przypadnie na 2018 rok (ok. 50 mln PLN). Instalacja ma być gotowa z końcem 2019 roku.

CAPEX i amortyzacja [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne.

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. LS- CAPEX, PS- CAPEX/amortyzacja

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

Główne założenia operacyjne

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	258,2	280,7	284,3	290,1	294,0	295,8	337,8	375,2	380,5	385,4	389,5	392,8
wyroby do produkcji zniczy	210,3	219,0	218,1	219,7	219,2	216,2	212,9	212,2	214,4	216,2	217,0	217,0
w tym zakład zniczy	60,3	64,6	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
wyroby do przemysłu	46,1	53,9	58,3	62,5	66,9	71,6	116,9	155,0	158,1	161,3	164,5	167,8
towary, materiały, usługi	1,8	7,8	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Wolumeny [tys. ton]*	52,9	58,4	56,7	56,6	56,7	56,8	66,9	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
wyroby do produkcji zniczy*	39,2	42,8	40,9	40,1	39,3	38,5	37,7	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9
wyroby do przemysłu	13,8	15,6	15,8	16,6	17,4	18,3	29,2	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
Średnie ceny [PLN/t]*	3 737,8	3 701,1	3 958,6	4 062,3	4 129,2	4 154,3	4 149,1	4 204,3	4 275,1	4 340,2	4 394,9	4 438,7
wyroby do produkcji zniczy*	3 832,1	3 609,4	3 867,7	3 987,2	4 054,9	4 060,4	4 056,8	4 120,8	4 180,3	4 226,9	4 250,5	4 250,5
wyroby do przemysłu	3 342,7	3 455,4	3 693,2	3 767,1	3 842,4	3 919,3	3 997,6	4 077,6	4 159,1	4 242,3	4 327,2	4 413,7
ICIS LOR [EUR/t]	1 128,1	1 069,3	1 065,3	1 075,1	1 086,5	1 088,5	1 087,2	1 110,9	1 133,1	1 150,6	1 159,5	1 159,5
[PLN/t]	4 721,4	4 474,8	4 640,5	4 814,2	4 927,4	4 936,7	4 930,6	5 038,1	5 138,8	5 217,9	5 258,3	5 258,3
Ropa Brent [USD/bbl]	99,5	53,7	44,3	49,5	52,4	54,2	55,8	57,4	58,9	60,1	60,8	60,8
Cena zakupu gaczy [PLN/t]	2 852,9	2 593,7	2 668,6	2 819,1	2 891,2	2 900,2	2 899,7	2 966,1	3 028,4	3 077,4	3 102,4	3 102,4
Zatrudnienie [osób]	221,0	259,0	259,0	259,0	259,0	259,0	299,0	299,0	299,0	299,0	299,0	299,0
Średnia pensja brutto [PLN/msc]	5 546,0	5 307,6	5 466,8	5 630,8	5 799,8	5 973,7	6 153,0	6 337,5	6 527,7	6 723,5	6 925,2	7 133,0
EUR/PLN	4,19	4,18	4,36	4,48	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54
USD/PLN	3,16	3,77	3,92	4,15	4,07	3,97	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88
EUR/USD	1,33	1,11	1,11	1,08	1,12	1,14	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Dynamika [r/r]												
Przychody	7,1%	8,7%	1,3%	2,0%	1,3%	0,6%	14,2%	11,1%	1,4%	1,3%	1,1%	0,8%
wyroby do produkcji zniczy	7,7%	4,1%	-0,4%	0,7%	-0,2%	-1,4%	-1,5%	-0,3%	1,0%	0,8%	0,4%	0,0%
w tym zakład zniczy	9,3%	7,2%	-7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
wyroby do przemysłu	3,9%	16,9%	8,3%	7,1%	7,1%	7,1%	63,2%	32,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
towary, materiały, usługi	26,2%	342,8%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny [tys. ton]*	6,2%	10,3%	-2,9%	0,0%	0,0%	0,2%	18,0%	12,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
wyroby do produkcji zniczy*	10,1%	9,3%	-4,5%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
wyroby do przemysłu	-3,5%	13,1%	1,3%	5,0%	5,0%	5,0%	60,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średnie ceny [PLN/t]*	0,2%	-1,0%	7,0%	2,6%	1,6%	0,6%	-0,1%	1,3%	1,7%	1,5%	1,3%	1,0%
wyroby do produkcji zniczy*	-2,8%	-5,8%	7,2%	3,1%	1,7%	0,1%	-0,1%	1,6%	1,4%	1,1%	0,6%	0,0%
wyroby do przemysłu	7,6%	3,4%	6,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
ICIS LOR [EUR/t]	-2,1%	-5,2%	-0,4%	0,9%	1,1%	0,2%	-0,1%	2,2%	2,0%	1,5%	0,8%	0,0%
[PLN/t]	-2,4%	-5,2%	3,7%	3,7%	2,4%	0,2%	-0,1%	2,2%	2,0%	1,5%	0,8%	0,0%
Ropa Brent [USD/bbl]	-8,5%	-46,1%	-17,6%	11,9%	5,9%	3,4%	2,9%	2,9%	2,7%	2,1%	1,0%	0,0%
Cena zakupu gaczy [PLN/t]	9,2%	-9,1%	2,9%	5,6%	2,6%	0,3%	0,0%	2,3%	2,1%	1,6%	0,8%	0,0%
Zatrudnienie [osób]	-1,3%	17,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średnia pensja brutto [PLN/msc]	8,6%	-4,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EUR/PLN	-0,2%	0,0%	4,1%	2,8%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	-0,1%	19,6%	4,0%	5,7%	-2,0%	-2,3%	-2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/USD	-0,1%	-16,4%	0,1%	-2,7%	3,3%	2,4%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A. spółka, Bloomberg, szacunki własne. *- bez zakładu zniczy.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	34,5	45,1	47,0	76,6	126,8	157,4	152,5	149,0	146,6	145,5	145,4	145,3
Aktywa obrotowe	89,5	90,5	83,8	83,7	85,4	85,4	97,8	110,2	108,3	110,7	112,8	122,8
Zapasy	38,6	31,5	34,0	35,1	35,5	35,7	40,8	45,3	46,0	46,6	47,1	47,5
Należności krótkoterminowe	50,4	57,1	43,2	44,5	45,1	45,4	51,8	57,6	58,4	59,1	59,8	60,3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0,2	1,7	5,6	3,3	4,0	3,4	4,3	6,4	3,1	4,2	5,1	14,2
Aktywa razem	124,0	135,6	130,7	160,3	212,2	242,8	250,3	259,1	254,9	256,1	258,1	268,0
Kapitał (fundusz) własny	65,4	77,0	87,3	109,6	131,4	141,9	157,8	175,1	190,7	206,7	223,6	241,4
- zysk (strata) netto okresu	22,4	23,8	21,1	22,3	21,7	21,4	26,6	30,7	30,9	31,5	32,6	34,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	58,6	58,6	43,4	50,7	80,9	100,9	92,6	84,0	64,2	49,4	34,6	26,6
Zobowiązania długoterminowe	8,1	7,6	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
- oprocentowane	4,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
-rezerwy	3,3	7,1	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Zobowiązania krótkoterminowe	50,5	51,0	34,4	41,7	71,9	92,0	83,6	75,0	55,2	40,4	25,6	17,6
-oprocentowane	34,3	32,0	20,7	27,7	57,7	77,7	67,7	57,7	37,7	22,7	7,7	-0,4
- handlowe	12,3	14,3	10,9	11,2	11,3	11,4	13,0	14,5	14,7	14,9	15,0	15,1
- pozostałe	3,8	4,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Pasywa razem	124,0	135,6	130,7	160,3	212,2	242,8	250,3	259,1	254,9	256,1	258,1	268,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	258,2	280,7	284,3	290,1	294,0	295,8	337,8	375,2	380,5	385,4	389,5	392,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	211,2	229,2	233,6	236,7	239,8	240,7	274,4	305,6	310,7	315,0	317,9	319,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	46,9	51,5	50,8	53,4	54,2	55,1	63,4	69,6	69,8	70,4	71,6	73,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	20,5	22,2	24,1	25,1	25,6	26,0	27,7	29,2	29,8	30,3	30,7	31,2
Zysk (strata) na sprzedaży	26,4	29,4	26,7	28,2	28,6	29,1	35,7	40,4	40,1	40,1	40,8	42,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,2	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	30,8	34,2	31,6	33,1	34,9	39,4	48,6	52,9	52,4	52,3	53,0	54,4
EBIT	27,7	30,0	27,0	28,2	28,6	29,1	35,7	40,4	40,1	40,1	40,8	42,3
Saldo działalności finansowej	0,1	-0,4	-0,9	-0,7	-1,7	-2,7	-2,9	-2,5	-1,9	-1,2	-0,6	-0,2
Zysk (strata) brutto	27,8	29,6	26,1	27,5	26,8	26,4	32,8	37,9	38,1	38,9	40,2	42,1
Zysk (strata) netto	22,4	23,8	21,1	22,3	21,7	21,4	26,6	30,7	30,9	31,5	32,6	34,1

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	41,8	35,8	32,1	25,9	28,8	34,0	32,5	36,9	43,9	43,7	44,4	45,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,3	-13,7	-6,1	-34,6	-56,4	-41,0	-8,0	-9,0	-10,0	-11,0	-12,0	-12,0
Przepływy z działalności finansowej	-39,7	-20,6	-22,1	6,3	28,3	6,4	-23,6	-25,8	-37,3	-31,7	-31,4	-24,5
Przepływy pieniężne netto	-2,2	1,5	3,9	-2,4	0,7	-0,6	0,9	2,1	-3,4	1,1	1,0	9,1
Środki pieniężne na początek okresu	2,5	0,3	1,7	5,7	3,3	4,0	3,4	4,3	6,4	3,1	4,2	5,1
Środki pieniężne na koniec okresu	0,3	1,7	5,7	3,3	4,0	3,4	4,3	6,4	3,1	4,2	5,1	14,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	8,7%	1,3%	2,0%	1,3%	0,6%	14,2%	11,1%	1,4%	1,3%	1,1%	0,8%
EBITDA zmiana r/r	11,3%	-7,7%	4,8%	5,3%	13,1%	23,4%	8,8%	-1,1%	-0,2%	1,3%	2,7%
EBIT zmiana r/r	8,3%	-10,1%	4,6%	1,3%	1,9%	22,7%	13,0%	-0,8%	0,1%	1,8%	3,5%
Zysk netto zmiana r/r	6,4%	-11,7%	5,9%	-2,5%	-1,7%	24,3%	15,4%	0,7%	2,0%	3,4%	4,7%
Marża brutto na sprzedaży	18,4%	17,9%	18,4%	18,4%	18,6%	18,8%	18,6%	18,3%	18,3%	18,4%	18,7%
Marża EBITDA	12,2%	11,1%	11,4%	11,9%	13,3%	14,4%	14,1%	13,8%	13,6%	13,6%	13,8%
Marża EBIT	10,7%	9,5%	9,7%	9,7%	9,8%	10,6%	10,8%	10,5%	10,4%	10,5%	10,8%
Marża brutto	10,5%	9,2%	9,5%	9,1%	8,9%	9,7%	10,1%	10,0%	10,1%	10,3%	10,7%
Marża netto	8,5%	7,4%	7,7%	7,4%	7,2%	7,9%	8,2%	8,1%	8,2%	8,4%	8,7%
COGS / przychody	81,6%	82,1%	81,6%	81,6%	81,4%	81,2%	81,4%	81,7%	81,7%	81,6%	81,3%
SG&A / przychody	7,9%	8,5%	8,7%	8,7%	8,8%	8,2%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
SG&A / COGS	9,7%	10,3%	10,6%	10,7%	10,8%	10,1%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,8%
ROE	31,0%	24,1%	20,3%	16,6%	15,1%	16,8%	17,5%	16,2%	15,2%	14,6%	14,1%
ROA	17,6%	16,1%	13,9%	10,2%	8,8%	10,6%	11,8%	12,1%	12,3%	12,6%	12,7%
Dług	32,5	21,1	28,1	58,1	78,1	68,1	58,1	38,1	23,1	8,1	0,0
D / (D+E)	29,7%	19,4%	20,4%	30,7%	35,5%	30,1%	24,9%	16,6%	10,0%	3,5%	0,0%
D / E	42,2%	24,1%	25,6%	44,2%	55,0%	43,2%	33,2%	20,0%	11,2%	3,6%	0,0%
Dług netto	30,8	15,4	24,8	54,1	74,6	63,8	51,6	35,0	18,9	2,9	-14,2
Dług netto / kapitał własny	40,0%	17,7%	22,6%	41,2%	52,6%	40,4%	29,5%	18,4%	9,2%	1,3%	-5,9%
Dług netto / EBITDA	0,9	0,5	0,7	1,6	1,9	1,3	1,0	0,7	0,4	0,1	-0,3
Dług netto / EBIT	1,0	0,6	0,9	1,9	2,6	1,8	1,3	0,9	0,5	0,1	-0,3
EV	201,8	186,4	195,8	225,1	245,6	234,7	222,6	206,0	189,9	173,9	156,8
Dług / EV	16,1%	11,3%	14,3%	25,8%	31,8%	29,0%	26,1%	18,5%	12,2%	4,6%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,4%	2,1%	11,9%	19,2%	13,8%	2,4%	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	225,1%	129,9%	705,3%	897,0%	397,3%	61,9%	71,6%	81,2%	90,4%	99,0%	99,1%
Amortyzacja / Przychody	1,5%	1,6%	1,7%	2,1%	3,5%	3,8%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,9%	-2,8%	0,7%	0,3%	0,1%	2,9%	2,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-10,9%	-216,3%	34,4%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	7,1	8,1	7,6	7,8	7,9	6,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,0
P/BV*	2,2	1,9	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
P/CE*	6,0	6,6	6,2	6,1	5,4	4,3	3,9	3,9	3,9	3,8	3,7
EV/EBITDA*	5,9	5,9	5,9	6,4	6,2	4,8	4,2	3,9	3,6	3,3	2,9
EV/EBIT*	6,7	6,9	6,9	7,8	8,4	6,5	5,5	5,1	4,7	4,2	3,7
EV/S*	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	7,5	8,5	10,6	12,8	13,8	15,3	17,0	18,5	20,1	21,7	23,4
EPS	2,3	2,0	2,2	2,1	2,1	2,6	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3
CEPS	2,7	2,5	2,6	2,7	3,1	3,8	4,2	4,2	4,2	4,3	4,5
FCFPS	2,1	2,7	-0,9	-2,7	-0,7	2,3	2,7	3,3	3,2	3,1	3,3
DPS w okresie	1,19	1,05	0,00	0,00	1,06	1,04	1,29	1,49	1,50	1,53	1,58
Payout ratio	54,9%	45,2%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
DY*	7,2%	6,3%	0,0%	0,0%	6,4%	6,3%	7,8%	9,0%	9,1%	9,3%	9,6%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 16,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciek Bobrowski

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

strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

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: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.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 Polwax

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	21,6	---	---	23.11.2016	08:56 CEST	16,5	48 030

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	4	36%
Akumuluj	5	45%
Trzymaj	2	18%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

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

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

bieżącej ceny rynkowej;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególnym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 23.11.2016 roku, 8:56 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 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 22.11.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą 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 zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.