

# Polwax

Przemysł chemiczny | Polska

Cena docelowa 26.1 PLN

## Utrzymanie ceny docelowej

- Utrzymujemy cenę docelową akcji spółki na poziomie PLN 26.1 PLN/akcję.
- Oczekujemy stopy dywidendy na poziomie 5.2% w 2017P i 5.3% w 2018P
- Na naszych prognozach na 2016p spółka wyceniana na wskaźniku P/E 7.7x oraz EV/EBITDA 6.2x

23 marca 2016

## Biznes parafinowy coraz bardziej opłacalny

Czwarty kwartał 2015 r. był wyjątkowo udany dla Polwaksu, w związku ze wzrostem cen sprzedawanych produktów parafinowych, przy zakupie surowca do produkcji w dobrych cenach. Zakładamy, że poprzez ustabilizowanie cen surowców i produktów w 2016p spółce trudno będzie powtórzyć bardzo dobre rezultaty z 4Q15. Podwyższamy naszą prognozę przychodów o 2% w 2016p, jednak obniżamy prognozę wyniku EBITDA o 1% oraz zysku netto o 4%. Na naszych prognozach Polwax jest wyceniany na 2016p na mnożniku EV/EBITDA 6.2x, natomiast na wskaźniku P/E 7.7x. Zwracamy również uwagę na wysoką stopę dywidendy w wysokości 6.0% w 2016 r. Uważamy, że obecna wycena spółki nie uwzględnia potencjału wzrostu wyników, jaki przyniesie uruchomienie instalacji Future. Wyceniamy jedną akcję spółki na PLN 26.1, 48% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Przychody spółki w 4Q15 wzrosły o 20% r/r do PLN 98.5m, co było głównie rezultatem wzrostu cen sprzedaży produktów parafinowych w porównaniu z 4Q14. Marża zysku brutto ze sprzedaży wzrosła z 15.4% w 4Q14 do 16.4%, co było efektem zakupu przez spółkę gaczy parafinowych po korzystnych cenach. Na poprawę wyników wpływ miał również wzrost sprzedaży produktów dedykowanych dla przemysłu o 31% r/r.

Wzrastające ceny produktów przekładają się na poprawę rentowności. W 2H15 ceny wyrobów do produkcji zniczy odbiły się od dotków z pierwszego półrocza, co wpłynęło na poprawę rentowności działalności spółki. Swój wpływ wywarł również wzrost udziału w strukturze sprzedaży rozwiązań przemysłowych z 17.9% w 2014 r. do 19.2% w 2015 r. Skokowy wzrost wyników Polwax może osiągnąć dzięki uruchomieniu instalacji Future. Zakładamy 50% wzrost wyniku EBITDA w okresie 3 lat od uruchomienia instalacji.

Podwyższamy prognozę przychodów o 2% r/r w 2016p, obniżając jednocześnie prognozę EBITDA o 1% r/r. Zakładamy, że sytuacja niedoboru surowców parafinowych na rynku nie powtórzy się w 2016 r., stąd Polwax wypracuje nieco niższe wyniki finansowe. Prognozujemy poprawę rentowności EBITDA z 12.2% w 2015 r. do 12.3% w 2016p w związku z wyższym udziałem w strukturze sprzedaży parafin dedykowanych przemysłowi.

**Wycena.** Wyceniamy akcje Polwaksu korzystając z modelu DCF bez uwzględnienia inwestycji Future (waga 25%), z modelu DCF z uwzględnieniem projektu Future (waga 25%) oraz z metody porównawczej do polskich i zagranicznych spółek (waga 50%). Otrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 26.1/akcję, co przekłada się na 48% potencjał wzrostu.

### Polwax: Wskaźniki wyceny

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	241	258	281	274	275	276
EBITDA (PLNm)	27.5	30.8	34.2	33.7	34.0	34.5
EBIT (PLNm)	24.9	27.7	30.0	29.3	29.6	30.0
Zysk netto (PLNm)	20.0	22.4	23.8	23.4	23.6	23.9
P/E (x)	8.8	7.9	7.5	7.7	7.7	7.6
EV/ EBITDA (x)	8.8	7.0	6.1	6.2	6.9	6.8
Stopa dywidendy	-	5.7%	6.9%	6.0%	5.2%	5.3%

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

### Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	26.1
Cena bieżąca (PLN)	17.6
Max (52T)	19.6
Min (52T)	14.0
Liczba akcji (m)	8.24
Kapitalizacja (PLNm)	179
Dług netto (2015, PLNm)	31
EV (2015P, PLNm)	209
Śr. dzienny obrót (3M, PLN k)	0.1

### Akcjonariat

	%
Krokus Chem	27.0%
Dominik Tomczyk	19.8%
ING OFE	6.7%
Patrycja Stokłosa	5.8%
Aviva OFE	5.8%
Pozostali	34.9%

### Opis spółki

Polwax to jeden z największych europejskich producentów i dystrybutorów rafinowanych i odwanianych parafin oraz szerokiego asortymentu wosków parafinowych. Ponad 55% przychodów Polwaksu stanowi segment wyrobów do produkcji zniczy i świec, 23% segment wyrobów zakładu produkcji zniczy i świec, a 19% segment wyrobów do zastosowań przemysłowych.

### Polwax vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Wojciech Woźniak**

Analityk, MPW nr 2515

(+48) 607 775 750

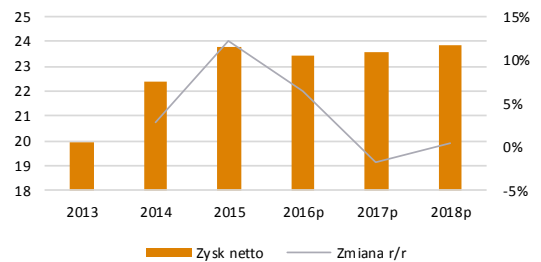
wojciech.wozniak@vestor.pl

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

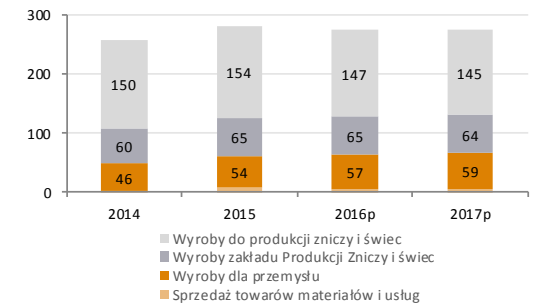
Rachunek zysków i strat	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>241</b>	<b>258</b>	<b>281</b>	<b>274</b>	<b>275</b>	<b>276</b>
Koszty sprzedaż	-195.4	-211.2	-229.2	-224.0	-224.5	-225.3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>45.7</b>	<b>46.9</b>	<b>51.5</b>	<b>50.4</b>	<b>50.7</b>	<b>51.2</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-19.7	-20.5	-22.2	-21.7	-21.7	-21.8
Amortyzacja	2.7	3.1	4.3	4.4	4.4	4.5
<b>EBIT</b>	<b>24.9</b>	<b>27.7</b>	<b>30.0</b>	<b>29.3</b>	<b>29.6</b>	<b>30.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>27.5</b>	<b>30.8</b>	<b>34.2</b>	<b>33.7</b>	<b>34.0</b>	<b>34.5</b>
Przychody finansowe netto	-0.6	0.1	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>24.3</b>	<b>27.8</b>	<b>29.6</b>	<b>29.0</b>	<b>29.2</b>	<b>29.6</b>
Podatek dochodowy	-4.3	-5.4	-5.7	-5.6	-5.6	-5.7
<b>Zysk netto</b>	<b>20.0</b>	<b>22.4</b>	<b>23.8</b>	<b>23.4</b>	<b>23.6</b>	<b>23.9</b>
<b>Bilans</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	32.8	32.7	43.0	56.1	93.9	111.3
Wartości niematerialne i prawne	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
Inne aktywa trwałe	1.4	1.2	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>34.9</b>	<b>34.5</b>	<b>45.1</b>	<b>58.1</b>	<b>95.9</b>	<b>113.3</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2.4	0.2	1.7	3.3	3.9	25.5
Należności handlowe	76.8	46.8	53.6	51.9	51.3	50.8
Zapasy	24.0	38.6	31.5	30.8	30.9	31.0
Inne aktywa obrotowe	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>107.2</b>	<b>89.5</b>	<b>90.5</b>	<b>89.8</b>	<b>89.9</b>	<b>111.1</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>142.1</b>	<b>124.0</b>	<b>135.6</b>	<b>147.9</b>	<b>185.8</b>	<b>224.4</b>
Dług krótkoterminowy	57.0	34.3	31.8	31.8	31.8	31.8
Zobowiązania handlowe	12.8	12.3	14.3	13.9	13.7	13.9
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8.9	7.0	7.7	7.7	7.7	7.7
Dług długoterminowy	10.5	4.8	0.5	0.5	24.5	48.5
<b>Kapitały własne</b>	<b>53.0</b>	<b>65.4</b>	<b>77.0</b>	<b>89.7</b>	<b>103.8</b>	<b>118.2</b>
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Pasywa</b>	<b>142.1</b>	<b>124.0</b>	<b>135.6</b>	<b>147.9</b>	<b>185.8</b>	<b>224.4</b>
<b>Przepływy pieniężne</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>24.3</b>	<b>27.8</b>	<b>29.6</b>	<b>29.0</b>	<b>29.2</b>	<b>29.6</b>
Podatek dochodowy	-4.3	-5.4	-5.7	-5.6	-5.6	-5.7
Amortyzacja	2.7	3.1	4.3	4.4	4.4	4.5
Zmiany w kapitale obrotowym	-19.7	14.8	2.9	2.1	0.3	0.6
Inne zmiany niepieniężne	19.7	-14.8	-0.6	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>4.0</b>	<b>41.8</b>	<b>31.7</b>	<b>29.9</b>	<b>28.5</b>	<b>29.2</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-10.9	-5.0	-9.6	-17.6	-42.2	-21.9
Inne przepływy inwestycyjne	0.2	0.7	0.0	1.1	1.1	1.1
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-10.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>-9.6</b>	<b>-16.4</b>	<b>-41.1</b>	<b>-20.7</b>
Zmiany netto zadłużenia	13.7	-28.4	-7.5	0.0	24.0	24.0
Odsetki zapłacone	-2.2	-1.6	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3
Dywidendy	-4.0	-10.0	-12.3	-10.8	-9.4	-9.5
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>7.5</b>	<b>-39.7</b>	<b>-20.6</b>	<b>-11.9</b>	<b>13.3</b>	<b>13.2</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6</b>	<b>21.6</b>
<b>Gotówka na początek okresu</b>	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.9</b>
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>2.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.9</b>	<b>25.5</b>
<b>Dynamiki wzrostu (%)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Przychody	-7%	7%	9%	-2%	0%	0%
EBITDA	-9%	12%	11%	-2%	1%	1%
Zysk netto	3%	12%	6%	-2%	1%	1%
<b>Wskaźniki rentowności (%)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Marża brutto ze sprzedaży	19.0%	18.2%	18.4%	18.4%	18.4%	18.5%
Marża EBITDA	11.4%	11.9%	12.2%	12.3%	12.4%	12.5%
Marża zysku netto	8.3%	8.7%	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%
ROE	44.3%	37.8%	33.4%	28.1%	24.4%	21.5%
ROA	15.5%	16.8%	18.3%	16.5%	14.1%	11.6%
<b>Zadłużenie</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Dług netto (PLNm)	65.1	38.9	30.6	29.0	52.4	54.8
Dług netto/EBITDA (x)	2.4	1.3	0.9	0.9	1.5	1.6
Dług netto/kapitały własne (x)	1.2	0.6	0.4	0.3	0.5	0.5
Dług netto/aktywa (x)	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2

Podstawowe dane	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (m)	10.1	10.2	10.3	10.3
EPS (PLN)	2.4	2.3	2.3	2.3
BVPS (PLN)	7.6	8.8	10.1	11.5
DPS (PLN)	1.22	1.06	0.92	0.93
P/E	7.5	7.7	7.7	7.6
P/BV	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.1	6.2	6.9	6.8
DY	6.9%	6.0%	5.2%	5.3%

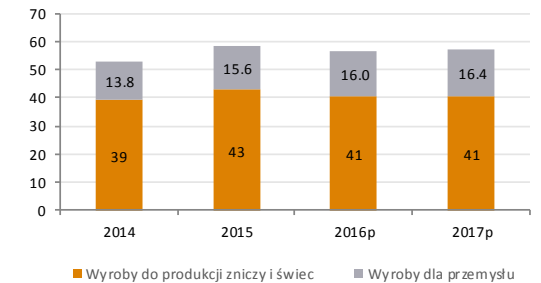
Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Rozbicie segmentowe przychodów ze sprzedaży



Wolumen sprzedaży grup produktowych (tys. ton)



Najbliższe wydarzenia

- 12. kwietnia 2016 r. ZWZA
- 22. kwietnia 2016 r. Dzień ustalenia praw do dywidendy
- 6. maja 2016 r. Dzień wypłaty dywidendy
- 13. maja 2016 r. Publikacja raportu za 1Q16

Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

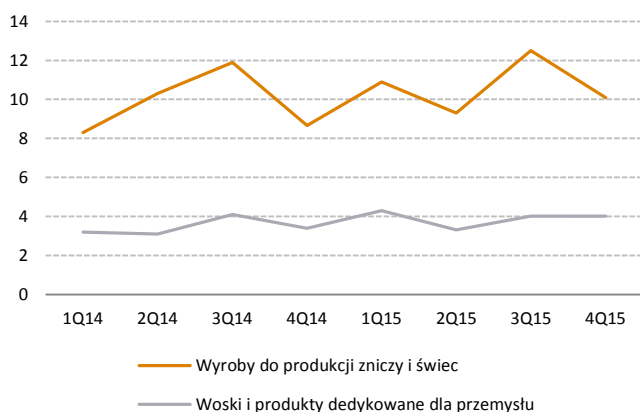
- Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej rekomendacji są:
- ryzyko zmiany zachowań konsumentów
  - ryzyko surowcowe
  - ryzyko koncentracji odbiorców
  - zagrożenie substytutami
  - ryzyko podaży akcji
  - ryzyko braku realizacji projektu Future

# Opis wyników

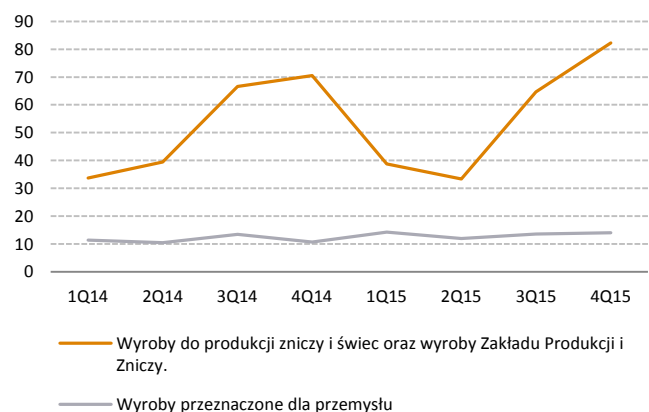
## Wyniki kwartalne

- Przychody spółki ukształtowały się w 4Q15 na poziomie PLN 98.5m (wzrost o 20% r/r).** Wzrost przychodów jest efektem podwyżki cen sprzedaży produktów parafinowych w porównaniu z 4Q14. W 4Q15 wolumen sprzedaży wyrobów do produkcji zniczy i produktów do wyrobów świecarskich Polwaksu wzrósł o 16% r/r do 10.1 tys. ton. O blisko 17% wzrosła wartościowa sprzedaż połączonych segmentów wyrobów do produkcji zniczy i świec oraz wyrobów Zakładu Produkcji i Zniczy. W 4Q15 wolumen sprzedaży wosków i produktów dedykowanych dla przemysłu wyniósł 4.0 tys. ton, wobec 3.4 tys. ton w 4Q14. Wartościowo sprzedaż segmentu wzrosła o 31.3% r/r do PLN 14.1m.

Wykres 1. Wolumen sprzedaży (tys. ton)



Wykres 2. Przychody ze sprzedaży według segmentów (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł w 4Q15 PLN 16.1m (wzrost o 27% r/r).** Marża zysku brutto ze sprzedaży wzrosła z 15.4% w 4Q14 do 16.4% w 4Q15. Poprawa rentowności jest efektem zakupu surowców parafinowych po korzystnych cenach, przy wzroście cen sprzedawanych produktów, ale również wzrostu udziału w sprzedaży produktów dedykowanych przemysłowi.
- Wynik EBITDA wyniósł w 4Q15 PLN 10.4m (wzrost o 41% r/r), natomiast EBIT PLN 9.3m (wzrost o 41% r/r).** Marża EBITDA wzrosła o 1.6 p. p. w porównaniu r/r i ukształtowała się na poziomie 10.6%, na co złożyła się wyższa rentowność sprzedaży, jak również niższa dynamika wzrostu kosztów zarządu i sprzedaży od dynamiki wzrostu przychodów. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 15% r/r i ukształtowały się na poziomie PLN 7.2m.
- Zysk netto osiągnął w 4Q15 poziom PLN 7.7m (wzrost o 20% r/r).** Saldo na działalności finansowej wyniosło PLN +0.3m wobec PLN +0.7m w 4Q14.
- Cash flow operacyjny wyniósł PLN 11.9m wobec PLN 14.3m w 4Q14.** Dług netto na koniec 2015 r. osiągnął poziom PLN 30.6m, co implikuje wskaźnik dług netto/EBITDA 0.9x.
- Podsumowanie:** Spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 2015 r. 28. stycznia, a finalne rezultaty są zgodne z prognozą spółki. W przeciwieństwie do ubiegłego roku, w 4Q15 popyt na produkty parafinowe został niedoszacowany przez mniejszych producentów, na czym skorzystał lider rynkowy, jakim jest Polwax. Spółka, podobnie jak w poprzednich kwartałach, odnotowała również wysoką dynamikę wzrostu przychodów w segmencie zastosowań przemysłowych parafin. Zakładamy, że dynamika

wzrostu wyników segmentu w 2016p będzie jednak niższa ze względu na wysokie wykorzystanie mocy przetwórczych w obszarze specjalistycznych parafin.

**Tabela 1. Polwax – Skonsolidowane wyniki, 4Q14-4Q15**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	% r/r	kw/kw
Przychody	82.3	53.8	47.9	77.9	98.5	20%	26%
Zysk brutto ze sprzedaży	12.7	9.2	9.3	16.8	16.1	27%	-4%
EBITDA	7.4	6.1	5.3	12.5	10.4	41%	-16%
EBIT	6.6	5.2	4.2	11.3	9.3	41%	-18%
Zysk netto	6.2	4.0	3.2	8.9	7.7	25%	-13%
<i>Marża zysku brutto ze sprzed.</i>	<i>15.4%</i>	<i>17.2%</i>	<i>19.5%</i>	<i>21.6%</i>	<i>16.4%</i>		
<i>Marża EBITDA</i>	<i>9.0%</i>	<i>11.3%</i>	<i>11.1%</i>	<i>16.0%</i>	<i>10.6%</i>		
<i>Marża zysku netto</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.4%</i>	<i>6.6%</i>	<i>11.5%</i>	<i>7.9%</i>		

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

### Wyniki roczne

- **W całym 2015 r. Polwax wypracował PLN 281m (+9% r/r).** Sprzedaż wyrobów do produkcji zniczy i świec wzrosła w porównaniu z 2014 r. o 3% i wyniosła PLN 154.4m. Sprzedaż segmentu wyrobów zakładu produkcji zniczy i świec wzrosła w 2015 r. o 7% r/r do PLN 64.6m, w związku z rozszerzeniem współpracy z Biedronką. Wolumen sprzedaży wyrobów do produkcji zniczy wzrósł w 2015 r. o 9% r/r do 42.8 tys. ton. Sprzedaż wyrobów przeznaczonych dla przemysłu wzrosła w 2015 r. o 17% r/r do PLN 53.9m. Wolumen sprzedaży wyrobów przeznaczonych do przemysłu wzrósł w 2015 r. o 14% r/r do 15.6 tys. ton. Spółka w 2015 r. pozyskała kilka nowych wysokomarżowych kontraktów w segmencie. W całym 2015 wyraźnie wzrosła też wartość pozycji sprzedanych usług, towarów i materiałów do PLN 7.8m z PLN 1.8m w 2014 w związku z przejęciem laboratoriów od LOTOSu.
- **W 2015 r. eksport stanowił 15.7% sprzedaży spółki, wobec 18.0% w 2014 r.** Spadek eksportu wynikał w głównej mierze z koncentracji Polwaksu na sprzedaży na rynku krajowym, co wynikało ze wzrostu dostępności surowców pozwalających na wytwarzanie mas parafinowych do zniczy. Spółka ograniczyła eksport produktów do wyrobów świecarskich, zwłaszcza przeznaczonych na rynek niemiecki.
- **Niska dostępność oraz wzrost notowań surowców służących do produkcji parafin standardowych spowodował spadek poziomu marż w segmencie wyrobów do produkcji zniczy, obserwowany głównie w pierwszym półroczu 2015.** Wzrost cen oraz rentowności sprzedaży, jak również większy udział w strukturze sprzedaży parafin do zastosowań przemysłowych wypełnił z nawiązką spadek rentowności głównego segmentu działalności Grupy.

**Tabela 2. Polwax – Wybrane dane, 2012-2015**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

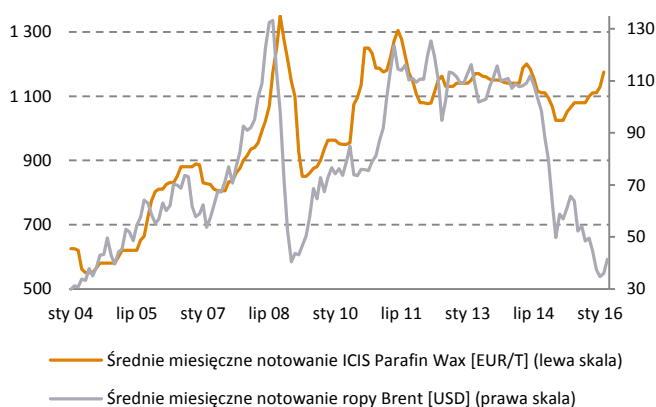
	2012	2013	2014	2015
Przychody	260	241	258	280.7
EBIT	27.2	24.9	27.7	30.0
EBITDA	30.2	27.5	30.8	34.2
Zysk netto	19.4	20.0	22.4	23.8
<i>Marża EBIT</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.3%</i>	<i>10.7%</i>	<i>10.7%</i>
<i>Marża EBITDA</i>	<i>11.6%</i>	<i>11.4%</i>	<i>11.9%</i>	<i>12.2%</i>
<i>Marża zysku netto</i>	<i>7.5%</i>	<i>8.3%</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.5%</i>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

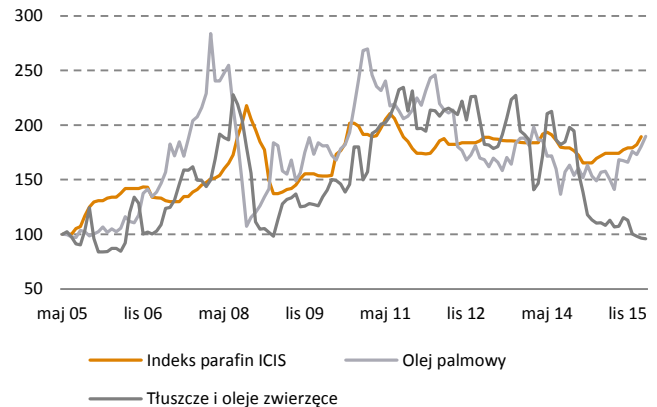
## Wzrost cen surowców pociąga za sobą wzrost cen produktów

Ceny gaczy parafinowych wykazują w ostatnim czasie niewielką korelację z cenami ropy naftowej. Podaż gaczy na rynku jest ograniczona, a ich cena zależy od popytu ze strony odbiorców. W ciągu 2015 r. dostępność surowca na rynku pogorszyła się, co miało związek z wieloma czynnikami, do których należały m. in. przestoje w rafineriach, czy wyższy eksport europejskich gaczy na inne kontynenty. Ceny gaczy od początku 2015 r. znajdują się w trendzie wzrostowym, który przyspieszył na początku 2016 r. Mniejszą elastyczność cenową wykazują wyroby dedykowane dla przemysłu, jednak rentowność ich sprzedaży jest zdecydowanie wyższa, więc uzależnienie marży na sprzedaży od cen surowców jest mniejsze.

**Wykres 3. Indeks ICIS Parafin Wax oraz cena ropy Brent**



**Wykres 4. Indeks ICIS Parafin Wax w relacji do indeksu cen tłuszczu zwierzęcych i oleju palmowego**



Źródło: Dane spółki, Bloomberg

Źródło: Dane spółki, Bloomberg

## Wzrost sprzedaży wyrobów dedykowanych dla przemysłu

Polwax w 2015 r. zwiększył sprzedaż rozwiązań dedykowanych dla przemysłu o 17% r/r. Wolumen sprzedaży parafin przemysłowych wzrósł w tym okresie o 14% r/r. Zakładamy, że w 2016p dynamika wzrostu przychodów segmentu będzie jednak niższa niż w 2015 r., w związku z wysokim wykorzystaniem mocy przetwórczych we wspomnianym obszarze działalności. Sprzedaż rozwiązań dla przemysłu ma inną charakterystykę niż sprzedaż wyrobów świecarskich, ponieważ nie ma w nim standardowej oferty. Każdy produkt musi być dostosowany do wymogów klienta. Część surowców dostępnych na rynku, przed dalszą obróbką, wymaga kosztownego i czasochłonnego uszlachetnienia, którego często Polwax nie jest w stanie sam przeprowadzić. Sytuacja ulegnie zmianie po uruchomieniu nowej instalacji odolejania rozpuszczalnikowego, która umożliwi przerób każdego dostępnego w światowym handlu surowca parafinowego.

## Projekt instalacji Future

Spółka komunikuje w mediach, że do końca marca zamierza przygotować biznesplan, dotyczący planowanej nowej linii odolejania rozpuszczalnikowego. Pierwotnie Polwax szacował koszt inwestycji w przedziale PLN 60-80m, jednak do czasu zamknięcia procesu pozyskania finansowania spółka nie planuje podawać dokładnych kwot. Polwax zamierza zakończyć rozmowy dotyczące finansowania inwestycji z instytucjami finansowymi do końca czerwca 2016 r. Polwax pod koniec listopada ub. r. otrzymał od ThyssenKrupp projekt bazy instalacji. ThyssenKrupp ma być również dostawcą kluczowych elementów technologii. Prezes Tomczyk zaznacza, że planowana inwestycja sprawiła, iż do spółki zaczęły się zgłaszać firmy operujące na rynku produktów chemicznych i petrochemicznych, ale też analizujące ten

rynek. Poprzez budowę instalacji spółka chce osiągnąć 50% wartościowego udziału wyrobów specjalistycznych dla przemysłu w sprzedaży po 2020 r. (wobec 19.2% w 2015 r.)

### Podwyższamy prognozę przychodów, obniżamy prognozę zysku netto

Podwyższamy prognozę przychodów Polwaksu w 2016p i 2017p o 2% ze względu na wyższe ceny sprzedaży w segmencie wyrobów do produkcji zniczy. Obniżamy prognozę wyniku EBITDA o 1% w 2016p oraz o 4% zysku netto. Zakładamy nieznaczne obniżenie rentowności w segmencie wyrobów do produkcji zniczy w związku z zakładanym przez nas ustabilizowaniem cen zakupu gaczy parafinowych w porównaniu z 2015 r. Zakładamy 6% dynamikę wzrostu przychodów segmentu zastosowań przemysłowych parafin, która przełoży się na wzrost ogólnej marży EBITDA z 12.2% w 2015 r. do 12.3% w 2016p oraz 12.4% w 2017p.

### Tabela 3.Polwax: Prognozy finansowe na lata 2016p i 2017p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2016p				2017p			
	stare	nowe	zmiana	r/r	stare	nowe	zmiana	r/r
Przychody	269	274	2%	-2%	269	275	2%	0%
EBITDA	34.0	33.7	-1%	-2%	34.1	34.0	0%	1%
EBIT	30.3	29.3	-3%	-2%	30.5	29.6	-3%	1%
Zysk netto	24.3	23.4	-4%	-2%	24.6	23.6	-4%	1%

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Wycena

Wyceniamy Polwax używając 5-cio letniego modelu DCF bez uwzględnienia projektu Future (waga 25%), 10-cio letniego modelu DCF z uwzględnieniem projektu Future (waga 25%) oraz metody porównawczej (waga 50%). Z wyceny metodą porównawczą otrzymujemy cenę docelową w wysokości PLN 21.3/akcję, z metody DCF bez uwzględnienia projektu Future otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 27.6/akcję, natomiast z metody DCF z uwzględnieniem projektu Future otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 34.0/akcję. Cenę docelową, określoną jako średnią ważoną z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, utrzymujemy na poziomie PLN 26.1/akcję.

**Tabela 4. Polwax: Podsumowanie wyceny**

	Waga (%)	Cena docelowa (PLN)
Metoda DCF bez uwzględnienia instalacji Future	25%	27.6
Metoda DCF z uwzględnieniem instalacji Future	25%	34.0
Metoda porównawcza	50%	21.3
<b>Cena docelowa</b>		<b>26.1</b>
Cena rynkowa		17.6
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>		<b>48%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena metodą DCF bez projektu Future

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie -0.1%, która jest iloczynem stopy ROIC i stopy reinwestycji w okresie rezydualnym.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.3% (4.5% w okresie rezydualnym) oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.3x oraz 1.1x w okresie rezydualnym.
- Zakładamy przeznaczanie w kolejnych latach 40% zysku netto na dywidendę (polityka spółki przewiduje przedział 30-50%).
- Do wyceny używamy obecną liczbę akcji powiększoną o maksymalną możliwą do uzyskania liczbę warrantów subskrypcyjnych zamiennych na akcje dla kluczowych pracowników spółki.

**Tabela 5. Polwax: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2016p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Zdelewarowana beta	1.3	1.1
Premia za ryzyko rynkowe	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.0%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Marża na długi	2.5%	2.5%
Kosztu długu	5.8%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.7%</b>
% D	29.5%	17.4%
% E	70.5%	82.6%
<b>WACC</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.5%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 6. Polwax: Wycena DCF bez uwzględnienia projektu Future**

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
Przychody	274.4	275.2	276.5	279.7	282.3	
EBITDA	33.7	34.0	34.5	34.6	34.8	
EBIT	29.3	29.6	30.0	30.1	30.2	
Podatek od EBIT	-5.6	-5.6	-5.7	-5.7	-5.7	
NOPAT	23.8	24.0	24.3	24.4	24.5	24.5
Amortyzacja	4.4	4.4	4.5	4.5	4.6	4.6
Zmiany w kapitale obrotowym	2.2	0.3	0.6	-0.1	0.1	0.1
Wydatki inwestycyjne	-4.0	-4.1	-4.2	-4.4	-4.4	-4.6
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>26.4</b>	<b>24.7</b>	<b>25.2</b>	<b>24.4</b>	<b>24.8</b>	<b>24.7</b>
Czynnik dyskontowy	94%	87%	80%	74%	68%	63%
Wartość bieżąca FCF	24.8	21.4	20.1	17.9	16.8	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	101					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	-0.1%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	181					
Wartość przedsiębiorstwa	282					
Kapitały mniejszości	0					
Dług netto	31					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>252</b>					
Bieżąca cena akcji	17.6					
<b>Wycena 12M (PLN)</b>	<b>27.6</b>					
Potencjał wzrostu	45%					

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

### Wycena metodą DCF z uwzględnieniem projektu Future

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie 0.6%, która jest iloczynem stopy ROIC i stopy reinwestycji w okresie rezydualnym.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.3% (4.5% w okresie rezydualnym) oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.3x oraz 1.0x w okresie rezydualnym.
- Zakładamy przeznaczanie w kolejnych latach 40% zysku netto na dywidendę (polityka spółki przewiduje przedział 30-50%).
- Do wyceny używamy obecną liczbę akcji powiększoną o maksymalną możliwą do uzyskania liczbę warrantów subskrypcyjnych zamiennych na akcje dla kluczowych pracowników spółki

**Tabela 7. Polwax: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2016p-2025p	TV*
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Zdelewarowana beta	1.3	1.0
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10.0%</b>	<b>8.3%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Marża na zadłużeniu	2.5%	2.5%
Kosztu długu	5.8%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.7%</b>
% D	29.5%	5.2%
% E	70.5%	94.8%
<b>WACC</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.2%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM



**Tabela 8. Polwax: Wycena DCF z projektem Future**

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	TV*
Przychody	274.4	275.2	276.5	279.7	311.5	330.9	345.1	358.8	371.2	381.7	
EBITDA	33.7	34.0	34.5	34.6	45.2	49.0	52.3	55.9	59.3	62.9	
EBIT	29.3	29.6	30.0	29.2	32.5	37.0	40.7	45.1	49.4	52.9	
Podatek od EBIT	-5.6	-5.6	-5.7	-5.6	-6.2	-7.0	-7.7	-8.6	-9.4	-10.1	
NOPAT	23.8	24.0	24.3	23.7	26.3	29.9	33.0	36.6	40.0	42.9	42.9
Amortyzacja	4.4	4.4	4.5	5.4	12.7	12.0	11.6	10.8	9.9	10.0	10.0
Zmiany w kapitale obrotowym	2.1	0.3	0.6	-0.2	-6.9	-3.5	-2.3	-2.0	-1.6	-1.2	-1.2
Wydatki inwestycyjne	-17.6	-42.2	-21.9	-14.2	-10.8	-11.0	-11.3	-11.5	-11.8	-12.1	-10.0
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>12.6</b>	<b>-13.5</b>	<b>7.6</b>	<b>14.7</b>	<b>21.3</b>	<b>27.4</b>	<b>31.0</b>	<b>33.8</b>	<b>36.5</b>	<b>39.6</b>	<b>39.8</b>
Czynnik dyskontowy	94%	87%	80%	74%	68%	63%	58%	53%	49%	45%	42%
Wartość bieżąca FCF	11.8	-11.7	6.1	10.8	14.4	17.1	17.9	18.0	17.9	17.9	
Wartość bieżąca FCF 2016-2025	120										
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.6%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	221										
Wartość przedsiębiorstwa	341										
Kapitały mniejszości	0										
Dług netto	31										
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>310</b>										
Bieżąca cena akcji	17.6										
<b>Wycena 12M (PLN)</b>	<b>34.0</b>										
Potencjał wzrostu	78%										

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## Analiza porównawcza

Zagraniczną grupę porównawczą zbudowaliśmy w oparciu o spółki działające w segmencie parafin, wosków, zniczy oraz świec. H&R oraz Calumet Special Products to producenci wytwarzający produkty parafinowe oraz oleje. Sasol to największy światowy wytwórca parafin, jednak stanowią one niedużą część jego biznesu. Fuchs Petrolub jest producentem specjalistycznych olejów i lubrykantów. Lancaster Colony Group produkuje woski na potrzeby przemysłu spożywczego oraz medycznego.

Polska grupa porównawcza składa się ze spółek z segmentu chemicznego, które wytwarzają na potrzeby tych samych branż co Polwax. Synthos wytwarza produkty na potrzeby segmentu gumowego, Grupa Azoty jest obecna w segmencie nawozowym (Polwax wytwarza antyzbrylacze do nawozów), Ergis produkuje podobnie jak Polwax na potrzeby przemysłu spożywczego, Mercator działa w obszarze medycznym.

Wycenę porównawczą opieramy na mnożnikach EV/EBITDA (waga 75%) oraz P/E (waga 25%) na lata 2016p-2017p. Obu latom prognozy przypisaliśmy równe wagi. Równe wagi przypisaliśmy także polskiej oraz zagranicznej grupie porównawczej. Dodatkowo obniżyliśmy medianę grupy porównawczej spółek zagranicznych o 20% ze względu na niższą płynność akcji Polwaxu od spółek których kapitalizacja przekracza PLN 1 mld. Na naszych prognozach Polwax notowany jest na wskaźniku P/E 7.7x dla 2016p oraz 7.7x dla 2017p z dużym dyskontem do porównywalnych spółek polskich i zagranicznych oraz na wskaźniku EV/EBITDA 6.2x dla 2016p i 6.9x na 2017p.

**Tabela 9. Polwax: Wycena porównawcza.**

	Kapitalizacja (PLN m)	P/E			EV/EBITDA			marża		Dług netto/ EBITDA
		2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	DY 2016P	2016P	
Polwax		7.5	7.7	7.7	6.1	6.2	6.9	6.0%	12.3%	0.9
<b>Polskie spółki porównywalne</b>										
<i>Synthos</i>	4817	11.6	12.8	10.3	9.0	8.8	7.5	5.5%	15.3%	1.1
<i>Ciech</i>	3731	13.1	8.3	8.4	6.8	5.5	5.3	4.2%	24.5%	1.7
<i>Ergis</i>	183	8.7	8.6	8.0	5.2	4.9	4.4	3.5%	8.6%	0.6
<i>Mercator Medical</i>	145	13.2	9.4	8.0	8.2	7.0	6.0	2.2%	10.1%	2.2
<i>Grupa Azoty</i>	9246	16.1	13.7	12.9	8.3	6.8	6.1	1.2%	14.8%	1.8
<b>Mediana</b>		<b>13.1</b>	<b>9.4</b>	<b>8.4</b>	<b>8.2</b>	<b>6.8</b>	<b>6.0</b>	<b>3.5%</b>	<b>14.8%</b>	<b>1.7</b>
Premia/dyskonto		-43%	-19%	-10%	-26%	-10%	13%			
<b>Zagraniczne spółki porównywalne</b>										
<i>Sasol</i>	1253	9.6	13.3	11.4	5.9	7.8	7.0	2.9%	27.0%	0.1
<i>H&amp;R</i>	1426	13.5	12.6	10.8	6.3	5.7	4.9	1.0%	7.6%	1.5
<i>Fuchs Petrolub Se -Pref</i>	21667	22.9	21.6	20.5	13.4	12.3	11.4	2.3%	17.8%	-0.3
<i>Calumet Specialty Products</i>	7119	6.8	12.8	12.6	8.1	8.7	8.6	19.4%	8.9%	7.7
<i>Lancaster Colony</i>	10016	29.2	26.2	24.7	15.5	13.2	12.1	1.8%	16.2%	-0.5
<b>Mediana</b>		<b>13.5</b>	<b>13.3</b>	<b>12.6</b>	<b>8.1</b>	<b>8.7</b>	<b>8.6</b>	<b>2.3%</b>	<b>16.2%</b>	<b>0.1</b>
<b>Mediana po dyskoncie płynnościowym 20%</b>		<b>10.8</b>	<b>10.7</b>	<b>10.1</b>	<b>6.5</b>	<b>7.0</b>	<b>6.9</b>			
Premia/dyskonto		-45%	-43%	-40%	-25%	-29%	-21%			
<b>Implikowana wycena</b>		<b>28.2</b>	<b>23.0</b>	<b>21.1</b>	<b>22.2</b>	<b>20.2</b>	<b>16.6</b>			
Waga		0%	12.5%	12.5%	0%	37.5%	37.5%			
Implikowana cena akcji PLN		<b>19.3</b>								
Cena docelowa 12M		<b>21.3</b>								
Potencjał wzrostu		21%								

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

Vestor podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor.

**NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.**

**INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.**

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

**NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.**

**VESTOR INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.**

**VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.**

**DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagle i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

**NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.**

**INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.**

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

Vestor nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analitycy Vestor działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor 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 tą wyceną.

Vestor zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy, nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie, Vestor wydał: 4 rekomendacje kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 8 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacje Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 5 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 48 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed publikacją niniejszego raportu, Vestor wydał w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner inicjacyjny raport analityczny w dniu 29 maja 2015 r. z ceną docelową równą 26,1PLN, podczas gdy cena bieżąca wyniosła 17,5PLN oraz aktualizację raportu analitycznego w dniu 14 września 2015 r. z ceną docelową równą 26,1PLN, podczas gdy cena bieżąca wyniosła 16,4PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy będzie publikował kolejne aktualizacje raportu analitycznego.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

**NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.**

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2016 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

## Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

**KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE**