

- Jeden z dwóch liderów na rynku wyrobów parafinowych w Polsce
- Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 31.4m w 2015 r. oraz PLN 34.2m w 2016 r.
- Na naszych prognozach spółka jest wyceniana na 6.8x EV/EBITDA oraz P/E 7.9 na 2015 r.

## Projekt Future szansą na skokowy wzrost

Polwax to jeden z największych europejskich producentów i dystrybutorów parafin oraz szerokiego asortymentu wosków parafinowych. Głównym punktem strategii spółki na lata 2015-2020 jest zwiększanie w strukturze sprzedaży udziału wyżej marżowych produktów dla przemysłu do 50% z obecnych 18%, dzięki projektowi Future, który ma zwiększyć moce produkcyjne spółki o 25-33%. Prognozujemy utrzymanie wyniku EBIT w 2015 r. na poziomie zbliżonym do 2014 r. oraz wzrost o 9% w 2016 r. wraz z oczekiwanym ustabilizowaniem się sytuacji na rynku surowcowym. Na naszych prognozach Polwax wyceniany jest na 6.8x EV/EBITDA oraz 7.9x P/E na 2015P. Do atutów spółki można zaliczyć wysoką stopę wypłaty dywidendy (prognozowane przez nas 5.5% z zysku za 2015 r.).

Polwax jest jednym z dwóch największych w Polsce producentów wyrobów parafinowych obok Wydziału Produkcji Parafin Rafinerii Trzebinia Orlen Południe (dawna Fabryka Parafin Naftowax). Do przewag konkurencyjnych Polwaksu można zaliczyć skalę działalności, jakość produktów oraz elastyczność produkcji, a także doradztwo technologiczne.

Na początku marca 2015 r. Polwax ogłosił strategię na lata 2015-2020, której głównym założeniem jest zwiększanie w strukturze sprzedaży udziału produktów dla przemysłu, przy jednoczesnym utrzymaniu sprzedaży w segmencie zniczowym. Sprzedaż produktów dla przemysłu jest wyżej marżowa, stąd zdaniem spółki rentowność w grupie powinna się poprawiać. Udział tego asortymentu ma wzrosnąć do ponad 50% po roku 2020 z obecnych 18%. Służyć ma temu uruchomienie nowej instalacji odolejania rozpuszczalnikowego (projekt Future), dzięki której moce produkcyjne spółki wzrosną o 15-20 tys. ton rocznie z obecnych 60-70 tys. ton. Uruchomienie instalacji jest planowane na połowę 2019 r. Łączne nakłady na inwestycję szacowane są na PLN 60-80m.

Szacujemy przychody na poziomie PLN 272m w 2015 r. (wzrost 5% r/r) wraz ze wzrostem aktywności klientów spółki w pierwszym półroczu i pozyskaniem nowych klientów w segmencie wyrobów dla przemysłu oraz utrzymanie poziomu przychodów w kolejnych dwóch latach. Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 31.4m w 2015 r. (wzrost o 1% r/r) i PLN 34.2m w 2016 r. (wzrost o 9% r/r). Spadek marży EBITDA w 2015 r. jest spowodowany głównie niestabilną sytuacją na rynku surowców ropopochodnych. Zakładamy poprawę rentowności w 2016 r. wraz z ustabilizowaniem się cen gaczy parafinowych.

**Wycena.** Wyceniamy akcje Polwaksu korzystając z 5-letniego modelu DCF bez uwzględnienia inwestycji Future (waga 40%), z 10-letniego modelu DCF z uwzględnieniem projektu Future (waga 20%) oraz z metody porównawczej do polskich i zagranicznych spółek (waga 40%). Otrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 26.1/akcję, co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 53%.

### Polwax: Prognozy finansowe (PLN m)

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	260	241	258	272	273	273
EBIT	27.2	24.9	27.7	27.9	30.4	30.6
EBITDA	30.2	27.5	30.8	31.4	34.2	34.3
Zysk netto	19.4	20.0	22.4	22.3	24.5	24.7
P/E (x)	9.0	8.8	7.8	7.9	7.3	7.3
EV/ EBITDA (x)	7.5	8.7	7.0	6.8	6.3	7.0
Stopa dywidendy* (%)	-	2.3%	5.7%	7.1%	5.5%	5.5%

\*dywidenda wypłacona w danym roku

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

### Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	26.1
Cena bieżąca (PLN)	17.5
Max (52T)	18.5
Min (52T)	13.7
Liczba akcji (m)	10.1
Kapitałizacja (PLN m)	176
Dług netto (2015P, PLN m)	39
EV (2015P, PLN m)	216
Śr. dzienny obrót (3M, PLN k)	193

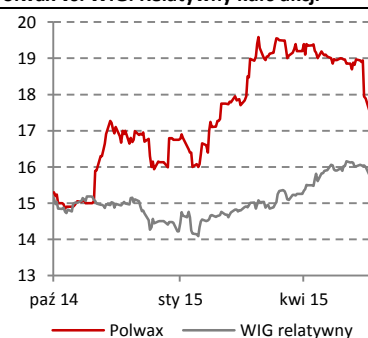
### Akcjonariat – udział w kapitale/głosach

Krokus Chem	32/27%
Dominik Tomczyk	12/20%
ING OFE	8/7%
Aviva OFE	7/6%
Pozostali	41/40%

### Opis Spółki

Polwax to jeden z największych europejskich producentów i dystrybutorów rafinowanych i odwanianych parafin oraz szerokiego asortymentu wosków parafinowych. Ponad 58% przychodów Polwaksu stanowi segment wyrobów do produkcji zniczy i świec, 23% segment wyrobów zakładu produkcji zniczy i świec, a 18% segment wyrobów do zastosowań przemysłowych.

### Polwax vs. WIG: Relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg

**Wojciech Woźniak**

(+48) 22 378 9203

Analitik, MPW nr 2515

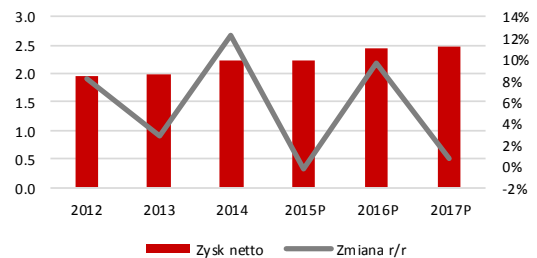
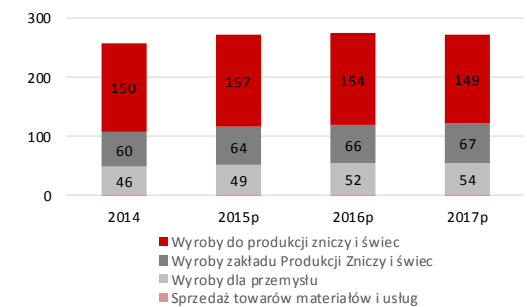
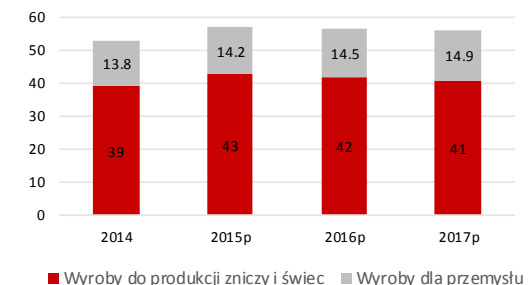
wojciech.wozniak@investors.pl

**Polwax**
*Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>Rachunek zysków i strat</b>						
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>260</b>	<b>241</b>	<b>258</b>	<b>272</b>	<b>273</b>	<b>273</b>
Koszty sprzedaży	-213.9	-195.4	-211.2	-223.4	-222.2	-221.5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>46.6</b>	<b>45.7</b>	<b>46.9</b>	<b>48.5</b>	<b>51.2</b>	<b>51.4</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-20.6	-19.7	-20.5	-20.7	-20.8	-20.7
Amortyzacja	3.0	2.7	3.1	3.6	3.7	3.7
<b>EBIT</b>	<b>27.2</b>	<b>24.9</b>	<b>27.7</b>	<b>27.9</b>	<b>30.4</b>	<b>30.6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>30.2</b>	<b>27.5</b>	<b>30.8</b>	<b>31.4</b>	<b>34.2</b>	<b>34.3</b>
Przychody finansowe netto	-2.7	-0.6	0.1	-0.3	-0.2	-0.2
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>24.5</b>	<b>24.3</b>	<b>27.8</b>	<b>27.6</b>	<b>30.2</b>	<b>30.5</b>
Podatek dochodowy	-5.1	-4.3	-5.4	-5.2	-5.7	-5.8
<b>Zysk netto</b>	<b>19.4</b>	<b>20.0</b>	<b>22.4</b>	<b>22.3</b>	<b>24.5</b>	<b>24.7</b>
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	25.0	32.8	32.7	36.1	49.4	87.8
Wartości niematerialne i prawne	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
Inne aktywa trwałe	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>26.8</b>	<b>34.9</b>	<b>34.5</b>	<b>37.8</b>	<b>51.2</b>	<b>89.5</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1.6	2.4	0.2	0.7	-2.1	-0.8
Należności handlowe	54.0	76.8	46.8	52.1	51.7	50.8
Zapasy	29.9	24.0	38.6	40.9	40.7	40.5
Inne aktywa obrotowe	3.1	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>88.6</b>	<b>107.2</b>	<b>89.5</b>	<b>97.5</b>	<b>94.0</b>	<b>94.3</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>115.4</b>	<b>142.1</b>	<b>124.0</b>	<b>135.3</b>	<b>145.2</b>	<b>183.9</b>
Dług krótkoterminowy	34.2	57.0	34.3	34.3	34.3	34.3
Zobowiązania handlowe	14.5	12.8	12.3	14.2	13.9	13.6
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8.0	8.9	7.0	7.0	7.0	7.0
Dług długoterminowy	19.3	10.5	4.8	1.8	0.1	24.1
<b>Kapitały własne</b>	<b>37.0</b>	<b>53.0</b>	<b>65.4</b>	<b>77.8</b>	<b>89.8</b>	<b>104.7</b>
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Pasywa</b>	<b>115.4</b>	<b>142.1</b>	<b>124.0</b>	<b>135.3</b>	<b>145.2</b>	<b>183.9</b>
<b>Przepływy pieniężne</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>24.5</b>	<b>24.3</b>	<b>27.8</b>	<b>27.6</b>	<b>30.2</b>	<b>30.5</b>
Podatek dochodowy	-5.1	-4.3	-5.4	-5.2	-5.7	-5.8
Amortyzacja	3.0	2.7	3.1	3.6	3.7	3.7
Zmiany w kapitale obrotowym	-9.0	-19.7	14.8	-5.6	0.3	0.7
Inne zmiany niepieniężne	9.0	19.7	-14.8	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>15.3</b>	<b>4.0</b>	<b>41.8</b>	<b>20.0</b>	<b>28.2</b>	<b>28.7</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-3.0	-10.9	-5.0	-6.9	-17.1	-42.0
Inne przepływy inwestycyjne	-0.2	0.2	0.7	1.6	1.6	1.6
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-3.2</b>	<b>-10.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>-5.3</b>	<b>-15.5</b>	<b>-40.4</b>
Zmiany netto za dłużenia	32.9	13.7	-28.4	-3.0	-1.7	24.0
Odsetki zapłacone	-3.9	-2.2	-1.6	-1.4	-1.3	-1.3
Dywidendy	0.0	-4.0	-10.0	-10.0	-12.5	-9.8
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-10.8</b>	<b>7.5</b>	<b>-39.7</b>	<b>-14.3</b>	<b>-15.5</b>	<b>12.9</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>1.4</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.2</b>	<b>0.4</b>	<b>-2.8</b>	<b>1.3</b>
<b>Gotówka na początek okresu</b>	<b>0.2</b>	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-2.1</b>
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.8</b>
<b>Dynamiki wzrostu (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Przychody	-5%	-7%	7%	5%	1%	0%
EBITDA	20%	-9%	12%	2%	9%	0%
Zysk netto	8%	3%	12%	0%	10%	1%
<b>Wskaźniki rentowności (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Marża brutto ze sprzedaży	17.9%	19.0%	18.2%	17.8%	18.7%	18.8%
Marża EBITDA	11.6%	11.4%	11.9%	11.6%	12.5%	12.6%
Marża zysku netto	7.5%	8.3%	8.7%	8.2%	9.0%	9.0%
ROE	41.1%	44.3%	37.8%	31.2%	29.2%	25.4%
ROA	17.3%	15.5%	16.8%	17.2%	17.5%	15.0%
<b>Zadłużenie</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
Dług netto (PLNm)	51.8	65.1	38.9	35.5	36.6	59.3
Dług netto/EBITDA (x)	1.7	2.4	1.3	1.1	1.1	1.7
Dług netto/kapitały własne (x)	1.4	1.2	0.6	0.5	0.4	0.6
Dług netto/aktywa (x)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3

*Źródło: DI Investors, spółka*

Podstawowe dane	2014	2015P	2016P	2017P
Liczba akcji (m)	10.0	10.1	10.2	10.3
EPS (PLN)	2.2	1.9	2.0	2.2
BVPS (PLN)	6.5	3.7	5.2	6.4
DPS (PLN)*	1.0	1.2	1.0	1.0
P/E	7.8	7.9	7.3	7.3
P/BV	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.0	6.8	6.3	7.0

**Wykres 1. Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)**

**Wykres 2. Rozbicie segmentowe przychodów**

**Wykres 3. Wolumen sprzedaży grup produktowych**

**Nadchodzące wydarzenia**

- 8 czerwca 2015 r. Dzień wypłaty dywidendy
- 31 sierpnia 2015 r. Publikacja raportu za 1H15
- 16 listopada 2015 r. Publikacja raportu za 3Q15

**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

## Spis treści

<b>Podsumowanie inwestycyjne .....</b>	<b>4</b>
<b>Ryzyka .....</b>	<b>6</b>
<b>Wycena.....</b>	<b>7</b>
Wycena metodą DCF bez projektu Future.....	7
Wycena metodą DCF z uwzględnieniem projektu Future .....	8
Analiza porównawcza .....	9
<b>Model biznesowy.....</b>	<b>11</b>
Odbiorcy .....	12
Należności.....	13
Eksport.....	13
Surowce .....	13
Struktura kosztów.....	14
Moce produkcyjne .....	15
Inwestycje odtworzeniowe oraz R&D.....	15
<b>Strategia .....</b>	<b>16</b>
Projekt Future.....	16
Przejęcia.....	17
<b>Akcjonariat .....</b>	<b>19</b>
Program motywacyjny.....	20
<b>Wyniki i prognozy finansowe .....</b>	<b>20</b>
Wyniki 1. Kwartału 2015 r. ....	20
Przychody .....	21
Rentowność.....	21
Sezonowość sprzedaży .....	22
Zadłużenie.....	22
Nakłady inwestycyjne .....	22
<b>Załącznik 1. Rynek parafin i świec .....</b>	<b>23</b>
Rynek parafin.....	23
Rynek świec .....	23
Konkurencja na polskim rynku .....	24
Surowce .....	24
Bariery wejścia.....	25

## Podsumowanie inwestycyjne

Polwax to jeden z największych europejskich producentów i dystrybutorów rafinowanych i odwanianych parafin oraz szerokiego asortymentu wosków parafinowych. Ponad 58% przychodów Polwaksu stanowi segment wyrobów do produkcji zniczy i świec. Segment wyrobów zakładu produkcji zniczy i świec generuje 23% przychodów spółki. Parafiny do zastosowań przemysłowych stanowią obecnie 18% przychodów Polwaksu, jednak ich udział ma wzrosnąć do ponad 50% po 2020 r.

Segment wyrobów dla przemysłu generuje najwyższą rentowność i ma przed sobą największy potencjał rozwoju. Parafiny znajdują coraz szersze zastosowanie w wielu segmentach przemysłu, stąd też rynek zastosowań przemysłowych parafin systematycznie rośnie. Dodatkowo w tej branży najbardziej istotna jest jakość i innowacyjność oraz technologiczne know-how, dlatego cena nie jest głównym kryterium wyboru partnera handlowego. Celem Polwaksu jest ponadto zdywersyfikowanie źródeł przychodów, ponieważ obecnie ponad 80% obrotów spółki pochodzi z segmentów zniczy i świec.

Inwestycja w nową instalację odolejania rozpuszczalnikowego (projekt Future) służyć ma właśnie zwiększeniu udziału w strukturze przychodów spółki segmentu wyrobów dla przemysłu, docelowo do ponad 50% w strukturze przychodów spółki. Decyzja o rozpoczęciu projektu jest poparta badaniami laboratoryjnymi przeprowadzonymi dla spółki przez ThyssenKrupp oraz wewnętrzną analizą rynku. Wynika z niej, że 60-70% zakładanej produkcji Polwax mógłby sprzedać już dziś, do obecnych kanałów sprzedaży, jak i do kanałów które spółka zna, ale ze względu na brak możliwości zapewnienia odpowiednio dużych wolumenów, nie jest w stanie dotrzeć. Pierwsze komercyjne produkty z instalacji planowane są na IIQ 2019 r. Uruchomienie instalacji Future przełoży się na dodatkowe 30 tys. ton mocy produkcyjnych rocznie, jednak część istniejących instalacji może zostać wtedy wygaszona, dlatego realnie należy szacować przyrost zdolności produkcyjnych o ok. 15-20 tys. ton.

Polwax przyjął strategię rynkową, w ramach której nie konkuruje ceną, a jakością i terminowością dostaw. Spółka stara się zapewnić odbiorcom parametry, których nie jest w stanie spełnić mniejsza konkurencja. Chodzi zwłaszcza o ciągłość dostaw, jak również jakość produktów, których nie mogą zagwarantować mniejsi konkurenci. Polwax oferuje również doradztwo technologiczne. Spółka jest w stanie opracować produkty dostosowane parametrami do stosowanej u klienta technologii przetwarzania i produkcji.

Prognozujemy wzrost przychodów o 5% r/r w 2015 r. do PLN 272m wraz z ponadnormatywną aktywnością klientów w pierwszej połowie roku oraz pozyskaniem nowych klientów w segmencie wyrobów dla przemysłu oraz utrzymanie przychodów na podobnym poziomie w dwóch kolejnych latach. W 2015 r. prognozujemy wzrost przychodów segmentu wyrobów do zniczy i świec o 4.6% r/r, segmentu wyrobów zakładu produkcji zniczy i świec o 5.6% r/r oraz wyrobów dla przemysłu o 7.1% r/r. W kolejnych latach prognozujemy wyraźny wzrost udziału w strukturze sprzedaży wyrobów dla przemysłu, utrzymanie poziomu udziału segmentu wyrobów zakładu produkcji zniczy i świec oraz spadek udziału segmentu wyrobów do produkcji zniczy i świec.

Zakładamy spadek rentowności EBITDA z 11.9% w 2014 r. do 11.6% w 2015 r. z powodu niestabilnej sytuacji na rynku surowców ropopochodnych, jak również wahań kursów walutowych: większość sprzedaży eksportowej jest rozliczana w euro, natomiast za około połowę dostarczanego surowca spółka płaci w dolarach. Niekorzystny wpływ miało również ograniczenie podaży gaczy parafinowych oraz ograniczenie wymiany handlowej ze Wschodem. Zakładamy poprawę rentowności w 2016 r. wraz z oczekiwanym ustabilizowaniem się sytuacji na rynku gaczy parafinowych.

Wyceniamy akcje Polwaksu korzystając z 5-letniego modelu DCF bez uwzględnienia projektu Future (waga 40%), 10-letniego modelu DCF z uwzględnieniem projektu Future (waga 20%) oraz z wyceny

**Polwax – jeden z dwóch liderów na polskim rynku parafin**

**Głównym założeniem strategii spółki na lata 2015-2020 jest rozwój segmentu wyrobów dla przemysłu**

**Celem projektu Future jest znaczące zwiększenie sprzedaży segmentu wyrobów dla przemysłu**

**Przewagi konkurencyjne Polwaksu to skala działalności, jakość produktów oraz elastyczność produkcji**

**Prognozujemy przychody na poziomie PLN 272m w 2015P (wzrost o 5% r/r) i PLN 273m w 2016P (wzrost o 1% r/r).**

**Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 31.4m w 2015P (wzrost o 2% r/r) i PLN 34.2m w 2016P (wzrost o 9% r/r).**

**Cena docelowa PLN 26.1/akcję**

porównawczej względem spółek polskich i zagranicznych (waga 40%). Z modelu DCF bez uwzględnienia projektu Future otrzymujemy wycenę PLN 26.3/akcję, z modelu DCF z uwzględnieniem projektu Future otrzymujemy wycenę PLN 34/akcję, natomiast z wyceny porównawczej PLN 22.1/akcję. Do wyceny porównawczej użyliśmy grupę polskich i zagranicznych spółek, którym przypisaliliśmy takie same wagi. W wycenie porównawczej zostały użyte wskaźniki P/E (waga 25%) oraz EV/EBITDA (waga 75%) na lata 2015-2017. Polwax jest notowany z dyskontem na 2015 r. do porównywalnych polskich spółek w wysokości 44% na wskaźniku P/E i 15% na wskaźniku EV/EBITDA oraz do spółek zagranicznych 55% na wskaźniku P/E oraz 22% na wskaźniku EV/EBITDA.

**Tabela 1. Polwax: Analiza SWOT**

<b>Silne Strony</b>	<b>Słabe Strony</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Spółka jest w stanie zagwarantować ciągłość dostaw oraz odpowiednią jakość produktów dla największych odbiorców</li> <li>• Szerokie portfolio produktowe, które dotyczy wielu branż przemysłowych</li> <li>• Polityka dywidendowa, zakładająca przeznaczanie 30-50% zysku netto na dywidendę (w 2015 r. spółka wypłaciła 55% zysku netto, DY=7.1%)</li> <li>• Silna pozycja na polskim rynku zniczowo-świecarskim oraz wieloletnia współpraca z największymi odbiorcami segmentu na polskim rynku</li> <li>• Umiejętność „szycia na miarę” produktów dla klientów oraz posprzedażowa obsługa technologiczna</li> <li>• Silne zaplecze magazynowo-logistyczne</li> <li>• Potencjał finansowania długoterminowych kontraktów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obecnie większość przychodów generuje rynek zniczy i świec, który jest niskowzrostowy</li> <li>• Duże uzależnienie od jednego segmentu rynkowego: przemysłu zniczowo-świecarskiego</li> <li>• 2 najwięksi odbiorcy: Bispol i Jeronimo Martins Polska, generują ok. 50% obrotów spółki</li> <li>• Duże uzależnienie od jednego dostawcy (45%-60%) surowca dostarcza Grupa LOTOS</li> <li>• Ograniczone możliwości zabezpieczenia cen surowca</li> </ul>
<b>Szanse</b>	<b>Zagrożenia</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inwestycje zmierzające do wyższego udziału w strukturze sprzedaży specjalistycznych produktów dla przemysłu, co ma przełożyć się na poprawę rentowności</li> <li>• Ekspansja geograficzna na rynki Ameryki Południowej i Północnej oraz na rynki azjatyckie</li> <li>• Szybko rosnące segmenty antyzbrylaczy do nawozów oraz klejów typu Melt do opakowań wielowarstwowych</li> <li>• Własny pion R&amp;D, który w połączeniu z akwizycją laboratorium pozwala na realizację zaawansowanych prac rozwojowo-wdrożeniowych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Duża konkurencja na rynku świecarsko-zniczowym</li> <li>• Ekspozycja walutowa wobec euro oraz dolara</li> <li>• Ryzyko technologiczne, związane z nową inwestycją</li> <li>• Ryzyko wynikające z finalizacji uzgodnień umowy TTIP</li> </ul>

Źródło: *DI Investors*

# Ryzyka

---

## Ryzyko zmiany zachowań konsumentów

Tradycja palenia zniczy w Polsce z czasem może zacząć zanikać wobec zmian kulturowych oraz światopoglądowych, stąd też spółka planuje zwiększyć udział w strukturze przychodów produktów dedykowanych dla przemysłu. W 2014 r. 82% przychód Polwaksu pochodziło ze sprzedaży zniczy oraz produktów wykorzystywanych do produkcji zniczy i świec.

## Ryzyko dostępności surowców

Głównym surowcem wykorzystywanym do produkcji parafin jest gacz parafinowa. Podaż gaczy jest ograniczona i niestabilna, ponieważ jej produkcja nie jest prowadzona zgodnie z zapotrzebowaniem odbiorców. W 2014 r. 55% surowców do Polwaksu dostarczyła Grupa LOTOS, stąd też istnieje ryzyko, iż w przypadku ewentualnej awarii, zniszczenia lub utraty majątku produkcyjnego lub infrastruktury kolejowej (jedyne sposoby transportu surowca), może wystąpić czasowe wstrzymanie produkcji i dostaw gaczy parafinowych.

## Ryzyko utraty kluczowych odbiorców

W 2014 r. największy udział w przychodach Polwaksu miał handel z Bispołem (28%). Kolejne pozycje zajęło Jeronimo Martins Polska (22%) oraz z Admit i Gedro (łącznie 11%). Duża koncentracja odbiorców stanowi ryzyko dla spółki, ponieważ utrata lub problemy finansowe jednego z nich mogą być dla Polwaksu dużym problemem. Polwax ma jednak podpisane z czterema największymi odbiorcami długoletnie kontrakty i ma za sobą lata współpracy. Dla dużych odbiorców liczy się ciągłość dostaw oraz gwarancja dostarczenia odpowiedniej ilości produktów o określonej jakości, czym Polwax wygrywa z tańszą cenowo konkurencją.

## Zagrożenie substytutami

Substytuty parafin używanych do mas zniczowych czy świec mogą stanowić oleje roślinne i tłuszcze zwierzęce, jednak nie posiadają one tych samych właściwości. Znicze wytworzone z opisanych surowców często charakteryzują się zdecydowanie gorszą jakością i mogą zmieniać właściwości fizyczne wraz z dłuższym przechowywaniem. Konkurencję mogą stanowić również znicze na baterie, jednak cieszą się one znacznie mniejszym powodzeniem i nie przyjęły się na polskim rynku. Wspomniane produkty są zagrożeniem jedynie dla segmentu wyrobów do produkcji świec i zniczy. W odniesieniu do pozostałych grup produktowych ryzyko pojawienia się substytutów jest ograniczone dostępnością wosków syntetycznych.

## Ryzyko podaży akcji

Spółka Krokus Chem S.a.r.l. z siedzibą w Luksemburgu (któremu doradza Krokus PE), posiadająca 33.2/28.6% udziałów w kapitale/głosach na WZ spółki, jako inwestor typu private equity prawdopodobnie w przeciągu najbliższych 3 lat będzie chciała zmniejszyć swoje zaangażowanie kapitałowe.

## Ryzyko braku realizacji projektu Future

ThyssenKrupp przeprowadziła na potrzeby Polwaksu badania rynkowe oraz projekt bazowy dla nowej instalacji odolejania rozpuszczalnikowego (tzw. projekt Future). Sporządzenie biznesplanu projektu przewidziane jest na pierwszą połowę 2016 r. Po analizie opłacalności projektu istnieje ryzyko wycofania się przez spółkę z planów budowy nowej instalacji.

## Wycena

Wyceniamy Polwax używając 5-cio letniego modelu DCF bez uwzględnienia projektu Future (waga 40%), 10-cio letniego modelu DCF z uwzględnieniem projektu Future (waga 20%) oraz metody porównawczej (waga 40%). Z wyceny metodą porównawczą otrzymujemy cenę docelową w wysokości PLN 22.1/akcję, z metody DCF bez uwzględnienia projektu Future otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 26.3/akcję, natomiast z metody DCF z uwzględnieniem projektu Future otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 34/akcję. Cenę docelową, określoną jako średnia ważoną z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 26.1/akcję.

**Tabela 2. Polwax: Podsumowanie wyceny**

	Waga (%)	Cena docelowa (PLN)
Metoda DCF bez uwzględnienia instalacji Future	40%	26.3
Metoda DCF z uwzględnieniem instalacji Future	20%	34.0
Metoda porównawcza	40%	22.1
<b>Cena docelowa</b>		<b>26.1</b>
Cena rynkowa		17.5
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>		<b>49%</b>

Źródło: Szacunki DI Investors

### Wycena metodą DCF bez projektu Future

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie -0.4%, która jest iloczynem stopy ROIC i stopy reinwestycji w okresie rezydualnym.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 2.9% (4.5% w okresie rezydualnym) oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.1x
- 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 3. Polwax: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2015p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	2.9%	4.5%
Zdelewarowana beta	1.1	1.1
Premia za ryzyko rynkowe	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.6%</b>
Stopa wolna od ryzyka	2.9%	4.5%
Marża na długi	2.5%	2.5%
Kosztu długu	5.4%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.7%</b>
% D	37.4%	17.0%
% E	62.6%	83.0%
<b>WACC</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.1%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

**Tabela 4. Polwax: Wycena DCF bez projektu Future**

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
Przychody	271.9	273.4	272.9	271.2	272.5	274.0	
EBITDA	31.4	34.1	34.3	33.9	34.1	34.0	
EBIT	27.9	30.4	30.6	30.8	30.9	30.8	
Podatek od EBIT	-5.3	-5.8	-5.8	-5.9	-5.9	-5.9	
NOPAT	22.6	24.6	24.8	25.0	25.1	25.0	25.0
Amortyzacja	3.6	3.7	3.7	3.1	3.2	3.2	3.2
Zmiany w kapitale obrotowym WC	-5.6	0.3	0.7	0.8	0.0	0.6	0.6
Wydatki inwestycyjne	-6.9	-3.5	-3.5	-3.3	-3.3	-3.4	-3.2
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>13.6</b>	<b>25.2</b>	<b>25.8</b>	<b>25.5</b>	<b>24.9</b>	<b>25.4</b>	<b>25.3</b>
Czynnik dyskontowy	92%	85%	79%	73%	67%	62%	58%
Wartość bieżąca FCF	12.6	21.5	20.3	18.6	16.8	15.9	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	106						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	-0.4%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	173						
Wartość przedsiębiorstwa	278						
Kapitały mniejszości	0						
Dług netto	39						
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>239</b>						
Bieżąca cena akcji	17.5						
<b>Wycena 12M (PLN)</b>	<b>26.3</b>						
Potencjał wzrostu	38%						

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

## Wycena metodą DCF z uwzględnieniem projektu Future

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie 0.2%, która jest iloczynem stopy ROIC i stopy reinwestycji w okresie rezydualnym.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 2.9% (4.5% w okresie rezydualnym) oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.1x
- 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)**

	2015p-2024p	TV*
Stopa wolna od ryzyka	2.9%	4.5%
Zdelewarowana beta	1.1	1.1
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.2%</b>
Stopa wolna od ryzyka	2.9%	4.5%
Marża na zadłużeniu	2.5%	2.5%
Kosztu długu	5.4%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.7%</b>
% D	37.4%	10.8%
% E	62.6%	89.2%
<b>WACC</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.9%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors



**Tabela 6. Polwax: Wycena DCF z projektem Future**

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	TV*
Przychody	271.9	273.4	272.9	271.2	272.5	300.2	316.9	327.0	338.6	345.0	
EBITDA	31.4	34.2	34.3	34.7	35.6	39.6	41.7	43.2	44.7	45.9	
EBIT	27.9	30.4	30.6	30.8	30.9	27.6	30.3	32.3	34.5	36.6	
Podatek od EBIT	-5.3	-5.8	-5.8	-5.9	-5.9	-5.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
NOPAT	22.6	24.6	24.8	25.0	25.1	22.3	30.3	32.3	34.5	36.6	36.6
Amortyzacja	3.6	3.7	3.7	3.9	4.7	12.1	11.4	11.0	10.2	9.3	9.3
Zmiany w kapitale obrotowym WC	-5.6	0.3	0.7	0.8	0.0	-7.5	-3.6	-1.8	-2.1	-0.6	-0.6
Wydatki inwestycyjne	-6.9	-17.1	-42.0	-21.7	-14.1	-4.4	-4.3	-4.2	-4.2	-4.1	-9.3
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>13.6</b>	<b>11.6</b>	<b>-12.8</b>	<b>7.9</b>	<b>15.6</b>	<b>22.5</b>	<b>33.8</b>	<b>37.2</b>	<b>38.4</b>	<b>41.2</b>	<b>41.2</b>
Czynnik dyskontowy	92%	85%	79%	73%	67%	62%	58%	53%	49%	46%	43%
Wartość bieżąca FCF	12.6	9.9	-10.1	5.8	10.5	14.0	19.5	19.8	18.9	18.7	
Wartość bieżąca FCF 2015-2024	120										
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.2%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	230										
Wartość przedsiębiorstwa	349										
Kapitały mniejszości	0										
Dług netto	39										
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>310</b>										
Bieżąca cena akcji	17.5										
<b>Wycena 12M (PLN)</b>	<b>34.0</b>										
Potencjał wzrostu	80%										

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

## Analiza porównawcza

Zagraniczną grupę porównawczą zbudowaliśmy w oparciu o spółki działające w segmencie parafin, wosków, zniczy oraz świec. H&R, Alexandria, Calumet Special Products oraz Moresco 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.

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, Lentex na potrzeby automotive oraz budownictwa (Polwax wytwarza środki ochrony antykorozyjnej), 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 2015p-2017p. Wszystkim 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 7.9x dla 2015 r., 7.3x dla 2016 r. oraz 7.3x dla 2017 r. z bardzo dużym dyskontem do porównywalnych spółek polskich i zagranicznych. Na naszych prognozach Polwax notowany jest na wskaźniku EV/EBITDA 6.8x dla 2015 r., 6.3x dla 2016 r. oraz 7x dla 2017 r. Dyskonto do spółek porównywalnych jest niższe niż w przypadku wskaźnika P/E, jednak wciąż dwucyfrowe dla 2015 oraz 2016 r.

**Tabela 7. Polwax: Wycena porównawcza.**

	Kapitalizacja (PLN m)	P/E			EV/EBITDA			DY 2015P	marża		EBITDA CAGR 2014-2017P
		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P		EBITDA 2015P	Dług netto/ EBITDA	
Polwax		7.9	7.3	7.3	6.8	6.3	7.0	7.1%	11.6%	1.1	3.7%
<b>Polskie spółki porównywalne</b>											
<i>Synthos</i>	6139.9	15.8	13.2	11.8	10.9	9.4	8.4	3.7%	15.3%	1.1	11.1%
<i>Ciech</i>	2906.4	17.8	10.9	11.6	7.0	6.1	5.8	0.5%	18.2%	2.0	46.6%
<i>Zakłady Lentex</i>	527.4	11.7	9.8	9.8	8.0	7.5	7.2	4.0%	17.8%	1.1	b. d.
<i>Ergis</i>	197.2	10.0	10.0	9.1	5.8	5.2	4.9	3.1%	7.9%	3.3	1.6%
<i>Mercator Medical</i>	166.0	12.5	10.4	9.5	8.6	7.4	6.6	1.3%	10.8%	1.8	b. d.
<i>Grupa Azoty</i>	7687.7	18.4	14.3	15.2	7.9	6.5	6.0	1.3%	11.5%	-0.1	27.8%
<b>Mediana</b>		<b>14.2</b>	<b>10.6</b>	<b>10.7</b>	<b>8.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.3</b>	<b>2.2%</b>	<b>13.4%</b>	<b>1.5</b>	<b>19.5%</b>
Premia/dyskonto		-44%	-32%	-33%	-15%	-8%	11%				
<b>Zagraniczne spółki porównywalne</b>											
<i>Sasol</i>	89044	10.9	12.4	10.3	5.9	7.3	6.7	1.5%	10.5%	-0.1	-11.1%
<i>Moresco</i>	1057	15.9	12.7	11.9	b. d.	b. d.	b. d.	0.0%	5.5%	0.3	16.0%
<i>H&amp;R</i>	1990	27.2	16.0	13.2	7.6	6.7	5.9	6.5%	7.7%	3.3	b. d.
<i>Alexandria Mineral Oils</i>	21765	11.6	8.8	6.5	b. d.	b. d.	b. d.	2.2%	18.6%	-1.4	-5.4%
<i>Fuchs Petrolub Se -Pref</i>	7745	23.9	22.7	19.4	13.7	13.0	11.9	10.2%	8.2%	-0.7	6.5%
<i>Calumet Specialty Products</i>	9195	19.5	13.2	16.3	9.6	8.1	b. d.	2.1%	b. d.	7.2	b. d.
Mediana		17.7	13.0	12.5	8.6	7.7	6.7	2.1%	8.2%	0.1	0.5%
<b>Mediana po dyskoncie płynnościowym 20%</b>		<b>14.2</b>	<b>10.4</b>	<b>10.0</b>	<b>6.9</b>	<b>6.1</b>	<b>5.4</b>				
Premia/dyskonto		-55%	-44%	-43%	-22%	-17%	4%				
<b>Implikowana wycena</b>		<b>31.3</b>	<b>25.2</b>	<b>24.8</b>	<b>20.1</b>	<b>18.8</b>	<b>14.3</b>				
Waga		8.3%	8.3%	8.3%	25.0%	25.0%	25.0%				
Implikowana cena akcji PLN		<b>20</b>									
Cena docelowa 12M		<b>22.1</b>									
Potencjał wzrostu		26%									

Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

## Model biznesowy

Polwax to jeden z największych europejskich producentów i dystrybutorów rafinowanych i odwanianych parafin oraz szerokiego asortymentu wosków parafinowych. Spółka zdobyła ugruntowaną pozycję na rynku dzięki zastosowaniu nowoczesnych procesów technologicznych, wysokiej i stabilnej jakości wyrobów oraz współpracy z wieloma jednostkami badawczymi, jak również dopasowaniu oferty do indywidualnych potrzeb klienta.

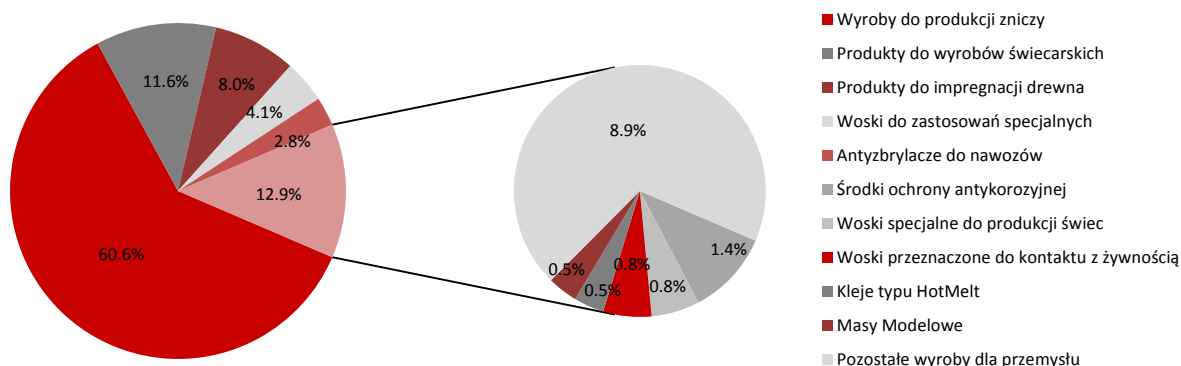
**Polwax – jeden z liderów na polskim i europejskim rynku parafin**

Do głównych składników portfola produktowego Polwaksu należą:

- Produkty do wyrobów świecarskich, wyroby do produkcji zniczy oraz woski specjalne do produkcji świec (znajdują zastosowanie w przemyśle zniczowo-świecowym)
- Woski przeznaczone do kontaktu z żywnością, woski do zastosowań specjalnych (przemysł opakowaniowy, gumowy, papierniczy, budownictwo)
- Produkty do impregnacji drewna
- Środki ochrony antykorozyjnej (przemysł metalowy, budownictwo)
- Kleje typu HotMelt, antyzbrylacze do nawozów, masy modelowe, pozostałe wyroby dla przemysłu (przemysł zniczowo-świecowy, opakowaniowy, papierniczy, spożywczy, budownictwo, przemysł metalowy, gumowy oraz nawozowy)

W rozbiciu segmentowym największy udział w strukturze przychodów w 2014 r. mają wyroby do produkcji zniczy i świec (58.1%) oraz wyroby gotowe zakładu produkcji zniczy i świec (23.3%). Wyroby dla przemysłu stanowią 17.9% ogółu przychodów. W latach 2011-2014 udział poszczególnych segmentów w strukturze przychodów był na względnie stałym poziomie, zbliżonym do podziału procentowego z 2014 r.

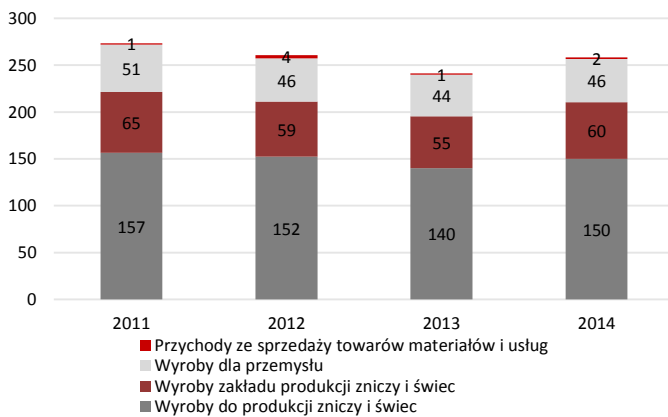
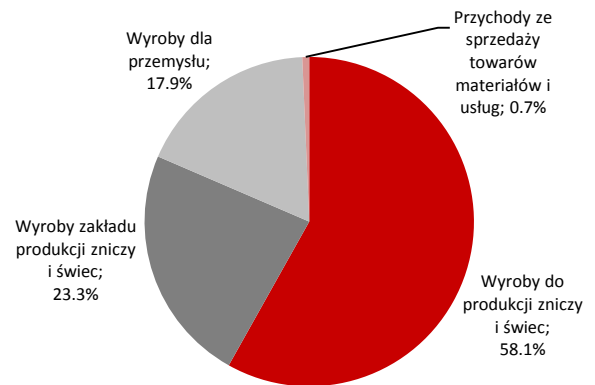
**Wykres 1. Analiza portfola Polwaksu w 2014 r.**



Źródło: Dane spółki, DJ Investors

Przychody segmentu wyrobów dla przemysłu mają systematycznie rosnać, by po zakończeniu inwestycji w instalację odolejania rozpuszczalnikowego (tzw. projekt Future) generować połowę przychodów spółki. Segment obejmuje produkcję specjalistycznych wyrobów parafinowych dla przemysłu, dostosowanych do wymagań klientów. Często są one produkowane na zamówienie pojedynczych klientów lub też dedykowane konkretnej instalacji, stąd generują lepszą rentowność niż parafiny do zniczy. Produkty segmentu służą do: zabezpieczenia powierzchni metali przed korozją, powlekania wyrobów drewnianych, zabezpieczenia granulacji nawozów sztucznych przed zbrylaniem i pyleniem, wyrobu smarów, produktów impregnacyjnych i ochronnych w przemyśle chemicznym, do wykonywania modeli odlewów oraz układów wlewowych, jako spoiwo łączące powłoki opakowań wielowarstwowych oraz innych gałęziach przemysłu.

**Segment wyrobów dla przemysłu stanowił 17.9% przychodów w 2014 r., a jego udział ma z roku na rok wzrastać**

**Wykres 2. Polwax: Przychody w podziale na segmenty**

**Wykres 3. Polwax: Struktura przychodów w 2014 r.**


Źródło: Dane spółki, DI Investors

Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Odbiorcy

Ponad 58% przychodów Polwaksu stanowi segment wyrobów do produkcji zniczy i świec. Głównym odbiorcą segmentu jest producent zniczy i świec Bispol, z którym handel stanowił w 2014 r. 28% przychodów ze sprzedaży wobec 29% w 2013 r. Kolejne 14% obrotów handlowych Polwaksu pochodzi z kontraktów handlowych z Admitem (również wytwórca świec i zniczy) oraz spółką handlową Gedro (Niemcy). Polwax szacuje, że umowa z Bispol, zawarta na okres 14.10.2014 - 14.10.2017 przyniesie spółce PLN 138m obrotów, umowa z Admitem (28.10.2014 - 28.10.2017) wygeneruje PLN 64m obrotów, umowa z Gedro (03.11.2014 - 21.10.2017) PLN 70m, natomiast umowa z Agranem, piątym największym odbiorcą spółki, (18.02.2015 - 28.10.2017) PLN 45.5m.

**Tabela 8. Polwax: Obecne kontrakty z głównymi odbiorcami**

Firma:	Wartość w (PLN m):	Okres trwania:
Bispol	138	14.10.2014 - 14.10.2017
Jeronimo Martins Polska	60	kontrakt na 2015 r.
Gedro	70	03.11.2014 - 21.10.2017
Admit	64	28.10.2014 - 28.10.2017
Agran	45.5	18.02.2015 - 28.10.2017

Źródło: Dane spółki

Segment wyrobów zakładu produkcji zniczy i świec stanowi głównie handel z Jeronimo Martins Polska, z którym Polwax współpracuje od 2006 r. W dwóch ostatnich latach obroty handlowe z siecią Biedronka stanowiły 22% przychodów spółki (ok. PLN 56.8m w 2014 r.). Polwax uzgodnił już z siecią Biedronka wstępne wolumeny i wzornictwo produktów zniczowych w 2015 r. Według szacunków zarządu spodziewana wartość obrotów z Jeronimo Martins Polska wyniesie w 2015 r. około PLN 60m (+5.6% r/r). Polwax jest jednym z trzech głównych dostawców dla Biedronki. Niewielu jest dostawców na polskim rynku, którzy są w stanie zagwarantować JMP wymagany wolumen dostaw oraz pełną obsługę logistyczną od momentu produkcji, poprzez magazynowanie aż do dostarczenia do centrów magazynowych JMP łącznie, co w połączeniu z długoletnimi relacjami z odbiorcą sprawia, że ryzyko utraty tego kluczowego klienta jest niskie. Ponadto Polwax monitoruje rynek zniczowy w Polsce dzieląc się swoim doświadczeniem i spostrzeżeniami również z JMP w zakresie produktowym, jednak to do Biedronki należy ostateczna decyzja, jaki asortyment zamawia na dany rok, w tym od Polwaksu.

**Kontynuacja współpracy z pięcioma głównymi odbiorcami w najbliższych latach**

Polwax realizuje politykę nieprzyjmowania zwrotów sprzedanego towaru do klientów. Odbiorcy mogą natomiast zrezygnować z odbioru wcześniej zakontraktowanego towaru, wtedy jednak są zobowiązani odebrać go z pierwszeństwem przy następnym zamówieniu, o ile nie nastąpiła jego sprzedaż. Z tej właśnie przyczyny w 2012 r. obroty spółki obniżyły się. Z drugiej jednak strony ta dość restrykcyjna polityka sprzedażowa wobec każdego klienta spółki sprawia, że Polwax nie ma problemów z przeterminowanymi należnościami.

## Należności

Stan należności Polwaksu na koniec 2014 r. wyniósł PLN 50.4m wobec PLN 80.5m w 2013 r. oraz PLN 57m w 2012. Poziom należności na koniec roku jest pochodną harmonogramu dostaw w ramach kontraktu z Jeronimo Martins Polska. W 2013 r. większość wysyłek była realizowana w październiku, co w połączeniu z 90-dniowym terminem płatności daje wysoki stan należności na koniec roku. Harmonogram wysyłek na 2014 r. był podobny, ale aby uniknąć sytuacji z 2013 r., spółka skorzystała z faktoringu do kwoty PLN 15m. Z kolei 2012 r. większość produktów do Biedronki była wysyłana przed październikiem, stąd niższy stan należności na koniec roku. Wspomniane czynniki tj. inny harmonogram i wykorzystanie faktoringu spowodowały niższy stan należności na koniec 2014 r. Tym samym zarówno zadłużenie związane z realizacją produkcji z kontraktu z JMP, jak i należności z tego tytułu wzajemnie się znoszą i nie mają większego znaczenia do oceny należności w bilansie spółki. Termin spływu należności przekłada się na poziom kredytu obrotowego, którego maksymalne wykorzystanie występuje w III kwartale każdego roku.

## Eksport

Eksport stanowił 22% w strukturze przychodów Polwaksu w 2014 r. Sprzedaż zagraniczna spółki systematycznie rośnie, głównie w obszarze parafin przemysłowych. Niekorzystnie na eksport oddziałują wysokie koszty logistyki do Europy Zachodniej, stąd też Polwax eksportuje głównie wysokomarżowe produkty specjalistyczne. Najważniejsze kierunki eksportowe to Niemcy, Holandia, Węgry oraz Słowenia. Sprzedaż zagraniczna jest rozliczana głównie w euro i nie jest zabezpieczana pod względem wahań kursów walutowych, ponieważ stanowi naturalny hedging dla kosztów surowcowych. Kierunkami ekspansji zagranicznej w najbliższych latach mają być Ameryka Północna i Południowa oraz kraje azjatyckie. Spółka dokonała analizy rynku afrykańskiego, w tym jednak przypadku problemem nadal nierozwiązanym jest kwestia powstających należności i sposobu ich egzekucji.

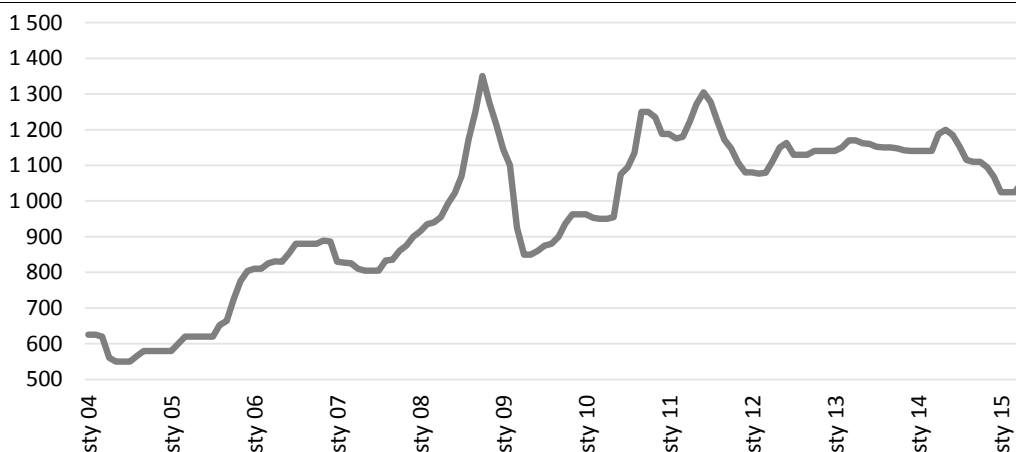
**Planowany wzrost udziału eksportu w strukturze sprzedaży w kolejnych latach.**

## Surowce

Głównym dostawcą surowców do produkcji dla Polwaksu jest Grupa LOTOS, która dostarczyła w 2014 r. 55% surowców do spółki, głównie różnego rodzaju gacze, ale również parafiny i woski. Historycznie LOTOS dostarczał dla spółki 45-60% surowców. Gacz jest produktem ubocznym przy produkcji olejów bazowych dla przemysłu olejowego. Dzięki współpracy z Polwaksem LOTOS ma zagwarantowany zbyt całości gaczy, jakie pozostają po procesie przetwarzania olejów bazowych. Jej cena ustalana jest w oparciu o formułę cenową ICIS LOR dla parafiny 64, notowaną w euro. Uważamy, że pomimo znacznego uzależnienia od LOTOSu istnieje niewielkie ryzyko utraty tego dostawcy ze względu na historyczną współpracę oraz gwarancję odbioru całości gaczy.

**LOTOS dostarcza spółce 45-60% surowców parafinowych, których cena oparta jest o formułę ICIS Lor dla parafin.**

Wykres 4. Średnie miesięczne notowanie ICIS Parafin Wax [EUR/t]



Źródło: Dane spółki, DI Investors

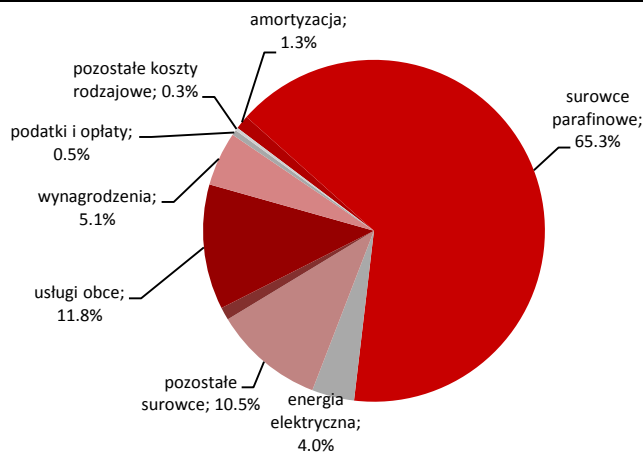
Pozostałą część surowca Polwax pozyskuje od zagranicznych dostawców, z których główni to ExxonMobil (11% dostaw w 2014 r.), Shell oraz od polskich firm importujących surowiec ze Wschodu. Cena pozyskiwanego w ten sposób surowca jest po części uzależniona od wskaźnika VGO, notowanego w dolarach. Polwax nie zaopatruje się w sposób ciągły od tych dostawców. Szuka dogodnego cenowo momentu na zakup dużej ilości surowca, dzięki czemu dodatkowo zyskuje rabaty za wielkość zlecenia. Jest to możliwe dzięki bardzo dobrej kondycji finansowej oraz możliwościom logistycznej obsługi (dzierżawione cysterny kolejowe, odpowiedni park zbiorników na składowanie surowców, itd.).

Surowiec, który jest wykorzystywany w procesie produkcyjnym przez Polwax to gacze parafinowe, które można podzielić na gacze lekkie, średnie i ciężkie. Gacze lekkie i średnie przerabiane są w zakładzie w Jaśle. Poprzez ich przerób w komorach potnych, w tym na najnowszej instalacji komór potnych Sultzera oraz przez rafinację i komponowanie, powstają parafiny, które dedykowane są głównie do produkcji zniczy i świec oraz specyfików parafinowych. Produktem ubocznym przy obróbce gaczy lekkich jest olej potny, który spółka zużywa przy produkcji antyzbrylaczy czy różnego rodzaju emulsji parafinowych. Znajdują one zastosowanie m.in. jako środki impregnacji drewna czy w przemyśle papierniczym. W zakładach w Czechowicach-Dziedzicach przerabiane są gacze średnie i ciężkie. Poprzez proces blendingu otrzymywane są woski parafinowe znajdujące zastosowanie w różnych gałęziach przemysłu. Na tych produktach Polwax generuje najwyższą rentowność sprzedaży. Zarówno w Jaśle, jak i w Czechowicach-Dziedzicach spółka posiada nowoczesne instalacje powstałe w ostatnich 3 latach, służące w głównej mierze do produkcji i konfekcjonowania specyfików i wosków parafinowych dedykowanych do szeroko rozumianego przemysłu. Nowoczesna prasa filtracyjna, małotonażowy blending oraz pastylkarka w Czechowicach-Dziedzicach stanowią mocną podstawę do tego, by myśleć o dalszym zwiększaniu produkcji specjalistycznych specyfików i wosków parafinowych.

## Struktura kosztów

W strukturze kosztowej Polwaksu główną rolę odgrywają surowce parafinowe, które w 2014 r. stanowiły 65.3% całości kosztów rodzajowych. Pozostałe surowce, do których zalicza się głównie szkło wykorzystywane do produkcji zniczy, wynosiły 10.5% wszystkich kosztów. Podobną wartość kosztów stanowiły usługi obce, do których zalicza się m. in. koszty transportu i koszty magazynowania. Koszty wynagrodzeń i energii elektrycznej nie są istotnymi pozycjami w strukturze kosztowej, stanowiąc odpowiednio 5.1% oraz 4.0% całości kosztów rodzajowych spółki. W porównaniu z 2013 r. w strukturze przychodów wzrósł udział surowców parafinowych o 1.3 p. p. Z kolei o 1.2 p. p. spadł udział pozostałych surowców. Koszty wynagrodzeń utrzymały się na niezmiennym poziomie, nieznacznie spadły koszty energii oraz usług obcych. Prognozujemy utrzymanie podobnej struktury kosztów w kolejnych latach. Koszty energii elektrycznej nie powinny rosnąć po uruchomieniu komory Sultzera w Jaśle. Wzrosnąć mogą z kolei koszty parafin w związku z zakupem droższego surowca do wyrobów dla przemysłu. Produkty dla przemysłu będą jednak sprzedawane po wyższej cenie, stąd marża na sprzedaży powinna się poprawiać, a tym samym uzyskany poziom marży pokryje z nawiązką droższy zakup wsadu.

**65.3% kosztów rodzajowych ponoszonych przez Polwax stanowią surowce parafinowe**

**Wykres 5. Polwax: Struktura kosztów rodzajowych**


Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Moce produkcyjne

Wolumen produkcji wyniósł w 2014 r. 52.9 tys. ton wobec 49.9 tys. ton przed rokiem. Maksymalne możliwe moce przerobowe wahają się obecnie w granicach 60-70 tys. ton rocznie w zależności od wsadu produktowego oraz od rodzaju zamówień klientów spółki. Strategia Polwaksu zakłada utrzymywanie gotowości produkcyjnej na poziomie nie mniejszym niż 95% możliwości rocznie. Spółka stosuje politykę prewencyjną rokrocznie monitorując wszystkie instalacje i podtrzymując ich gotowość produkcyjną. Bezinwestycyjny potencjał do zwiększenia możliwości produkcyjnych istnieje głównie w obszarze przemysłowych specyfików parafinowych. Uruchomienie instalacji Future (instalacja odolejania rozpuszczalnikowego) przełoży się na dodanie 30 tys. ton mocy produkcyjnych rocznie, jednak część istniejących instalacji może zostać wtedy wygaszona, dlatego realnie należy szacować przyrost zdolności produkcyjnych o ok. 15-20 tys. ton. Planowane zwiększenie mocy produkcyjnych spółka zabezpieczyła poprzez zakup dodatkowych zbiorników o pojemności 4.9 tys. m<sup>3</sup>.

## Ekspozycja walutowa

W 2014 r. 18% przychodów spółki wygenerował eksport. Głównym kierunkiem eksportowym jest Europa Zachodnia, stąd też spółka posiada ekspozycję na euro, która wynika również z faktu oparcia formuły zakupowej surowców o indeksy notowane w euro. Podstawowymi strategiami zabezpieczającymi Polwax przed ryzykiem kursowym są:

**Polwax stosuje kilka narzędzi zabezpieczających przed ryzykiem walutowym**

- polityka cenowa dostosowująca ceny sprzedaży do bieżących kursów walutowych skutkująca częściowym transferem ryzyka walutowego na klientów
- zwiększenie/zmniejszenie sprzedaży eksportowej
- kompensowanie długich i krótkich pozycji walutowych wynikających z działalności operacyjnej i zarządzanie pozycją netto
- wykorzystanie transakcji forex swap (lub alternatywnie zaciąganie i spłacanie kredytu walutowego) w celu dostosowania terminów zapadalności krótkich i długich pozycji walutowych

## Inwestycje odtworzeniowe oraz R&D

Polwax nie przeznaczają znaczących kwot na modernizację urządzeń. Spółka szacuje, że capex odtworzeniowy wyniesie w najbliższym czasie PLN 1.5-2m. W 2014 r. Polwax przeznaczył na zadania inwestycyjne, modernizacyjne i odtworzeniowe PLN 2.9m. W latach 2015-2017 spółka planuje przeznaczyć również PLN 5-6m na dokonany zakup i modernizację zbiorników przejętych od LOTOSu.

**Polwax ponosi niskie nakłady na inwestycje odtworzeniowe**

Polwax zakłada przeznaczenie na badania i rozwój podobnie jak w poprzednich latach PLN 600-700tys. rocznie. Kwota ta nie uwzględnia jednak dodatkowych projektów, w które spółka może się zaangażować uzyskując dotacje. Przykładem jest projekt INNOLOT, który nie jest uwzględniany w powyższych kwotach i zarząd rozpatruje go oddzielnie. W 2014 r. spółka wprowadziła 4 nowe wyroby:

- GRANWAX – nowy rodzaj antyzbrylacza do nawozów, przeznaczony głównie do kondycjonowania siarczanu amonu;
- Wosk do lampionów – przeznaczony do produkcji świec – lampionów;
- Wosk kąpiący LWK 68 – wosk do pokrywania powierzchni świec;
- FLOROWAX – wosk do zabezpieczania sadzonek winorośli

## Strategia

Strategią Polwaxu jest stopniowe zwiększanie produktów dla przemysłu w strukturze sprzedaży, przy jednoczesnym utrzymaniu sprzedaży w segmencie zniczowym. Sprzedaż produktów dla przemysłu jest wyżej marżowa, stąd rentowność w grupie ma się poprawiać. Udział tego asortymentu ma wzrosnąć do ponad 50% z obecnych 18% w roku 2020. Służyć ma temu uruchomienie nowej instalacji odolejania rozpuszczalnikowego, dzięki której przychody Polwaxu mają wzrosnąć docelowo o ok. PLN 100m. Uruchomienie instalacji jest planowane na połowę 2019 r.

**Wzrost sprzedaży produktów specjalistycznych dla przemysłu dzięki realizacji projektu Future**

### Projekt Future

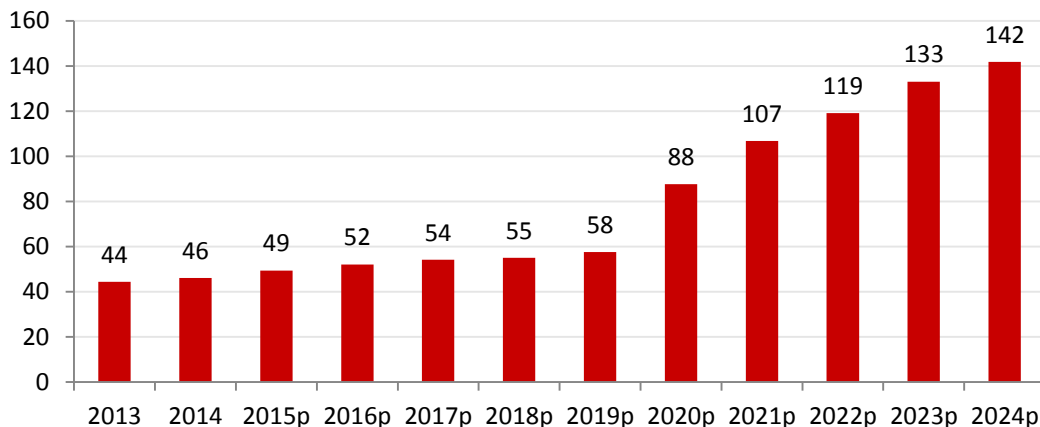
Decyzja o budowie instalacji odolejania rozpuszczalnikowego została podjęta na bazie badań analitycznych w Polsce i Europie Zachodniej przeprowadzonych przez ThyssenKrupp UHDE oraz w oparciu o badania rynkowe związane z zapotrzebowaniem na tego typu produkty parafinowe. Z badań wynika, że 60-70% zakładanej produkcji Polwax mógłby sprzedać już dziś, do obecnych kanałów sprzedaży, jak i do kanałów które spółka zna, ale ze względu na brak możliwości zapewnienia odpowiednio dużych wolumenów nie jest w stanie dotrzeć (np. przemysł oponiarski). Nowa instalacja będzie w stanie wytwarzać surowiec dla różnych branż, stąd też Polwax zyska elastyczność i będzie mógł wybierać najwyżej rentowne zlecenia.

**Docelowo instalacja Future ma dokładać rocznie minimum PLN 100m do przychodów oraz poprawić rentowność spółki**

Dzięki nowej instalacji odolejania rozpuszczalnikowego możliwe będzie wytwarzanie produktów o lepszej jakości oraz takich, których Polwax w tej chwili nie jest w stanie wytwarzać ze względu na ograniczenia instalacyjne. Instalacja ma służyć głębszemu przerobowi, który przekłada się na lepsze produkty o większej marży.

Projekt pozwoli Polwaxowi znacząco zwiększyć przychody w obszarze sprzedaży specjalistycznych i innowacyjnych wosków i specyfików parafinowych oraz parafin, co przełoży się na poprawę marży EBITDA do poziomu 15-20%. Inwestycja umożliwi zwiększenie przychodów z PLN 258m w 2014 r. do PLN 350m po wykorzystaniu pełni mocy nowej instalacji. Należy jednak przypuszczać, że w pierwszym pełnym roku funkcjonowania nowej technologii (według wstępnego planu 2020 r.), jej obciążenie nie będzie pełne, więc zakładana poprawa przychodów o blisko PLN 100m w porównaniu z 2014 r., nastąpi w kolejnych latach. W 2014 r. wolumen sprzedaży wyrobów do produkcji świec oraz zastosowań przemysłowych wyniósł 53.8 tys. ton. Maksymalne moce spółki szacujemy na 60-70 tys. ton. Nowa instalacja będzie mogła produkować ok. 30 tys. ton wyrobów. Część mocy będzie jednak przesunięta ze starej na nową instalację, dlatego realne zwiększenie mocy należy szacować na 15-20 tys. ton rocznie. Obecnie spółka wykorzystuje jedynie surowiec o określonych właściwościach dotyczących lepkości, zawartości oleju, temperatury krzepnięcia oraz barwy. Dzięki nowej instalacji zakres akceptowalnych parametrów surowca znacznie rozszerzy się pozwalając spółce na przerób większej gamy dostępnego na rynku surowca parafinowego.



**Wykres 6. Prognozowane przychody segmentu wyrobów dla przemysłu**


Źródło: Polwax, DI Investors

Na dostawcę technologii została wybrana firma ThyssenKrupp UHDE Engineering Services. W styczniu 2015 r. Polwax podpisał z firmą umowę dotyczącą udzielenia licencji oraz opracowania kompletnego projektu bazowego instalacji, którego standardowy koszt waha się w przedziale 3-5% całej inwestycji. Nakłady inwestycyjne na projekt szacowane są na PLN 60-80m (+/- 30%). Struktura finansowania inwestycji ma być zatwierdzona do połowy 2016 r. Część wydatków spółka sfinansuje zatrzymanymi zyskami, jednak z pewnością będzie posiłkowała się przede wszystkim długiem. Polwax jeszcze nie podjęła decyzji czy będzie to dług kredytowy, emisja obligacji czy obie formy finansowania. Pomimo bardzo dużej w stosunku do wielkości spółki inwestycji, Polwax będzie starał się dalej wypłacać dywidendę. Może być jednak ona nieco niższa niż za ostatni rok (55% zysku netto) z uwagi na ograniczenia nakładane przez banki. Budowa ma trwać ok. 3 lat, co oznacza, że zapotrzebowanie dłużne będzie podzielone na 3 transze, z czego pierwsza transza (rok 2016) powinna zostać sfinansowana przez samą spółkę.

**Tabela 9. Polwax: Harmonogram projektu Future**

Termin:	Wydarzenie:
I/ IIQ 2016	Sporządzenie biznesplanu, wybór sposobu finansowania
IIQ 2016	Zgody właścicielskie
Lipiec 2016	Wybór GRI
Sierpień 2016	Rozpoczęcie projektowania (projekty wykonawcze)
IVQ 2016	Prace ziemne i budowlane, rozpoczęcie procedury uzyskiwania pozwoleń
II/IIIQ 2017	Dostawy i budowa instalacji
II/IIIQ 2019	Uruchomienie instalacji
IVQ 2019	Pierwsze komercyjne produkty z instalacji

Źródło: Polwax

## Przejęcia

Polwax podpisał 31.03.2015 r. umowy nabycia dwóch zakładów (Oddział Czechowice oraz Oddział Jasto) od spółki LOTOS Lab Sp. z o.o. Przejęte zakłady specjalizują się w badaniach analitycznych produktów naftowych, wód, ścieków oraz środowiska pracy. Nabycie ZCP wpisuje się w strategię rozwoju spółki, ponieważ znacząco wzmocni wewnętrzny pion rozwoju spółki oraz umożliwi rozszerzenie zakresu prowadzonych prac badawczych. Ponadto daje możliwość wyjścia na zewnątrz z usługami laboratoryjnymi do innych podmiotów, co powinno przełożyć się na zwiększenie przychodów i poprawę marży. Przejęte zakłady w dwóch ostatnich latach generowały średnio PLN 7m rocznie przy wysokiej rentowności sprzedaży.

**Przejęte od LOTOSu laboratoria oraz zbiorniki mają wesprzeć bieżącą działalność, jak również rozwój nowych produktów**

Pod koniec marca bieżącego roku została również podpisana umowa ze spółką LOTOS Terminale S.A. na zakup parku zbiorników, zlokalizowanych w bezpośrednim sąsiedztwie zakładu

w Czechowicach-Dziedzicach o łącznej pojemności 4.9 tys. m<sup>3</sup>. Pojemność wszystkich zbiorników w aktywach spółki przed przejęciem wynosiła 16 tys. m<sup>3</sup>. Polwax w latach 2015-2017 planuje modernizację zbiorników oraz rozpoczęcie budowy dodatkowego zbiornika o pojemności 1 tys. m<sup>3</sup>. Koszt zakupu zbiorników oraz modernizacji ma wynieść w sumie PLN 5-6m i będzie rozłożony na lata 2015-2017. Nabyte zbiorniki będą wykorzystane do bieżącej działalności, jak również poszerzenia jej skali. Zwiększenie liczby zbiorników o małej pojemności pozwoli na magazynowanie różnych gatunków surowców i produktów, co jest istotne w kontekście rozwoju szerokiej oferty produktowej Polwaksu. Produkcja specyfików jest produkcją małotonażową, która wymaga większej ilości zbiorników zarówno po stronie magazynowej, jak i produkcyjnej. Nowy zbiornik pozwoli na gromadzenie jednego z kluczowych surowców dla sprzedaży produktów wysoko marżowych. Zwiększenie mocy magazynowo-produkcyjnych będzie się wiązać ze zwiększaniem ilości produkowanych specyfików przemysłowych, a zatem obszaru, w którym spółka chce się rozwijać.

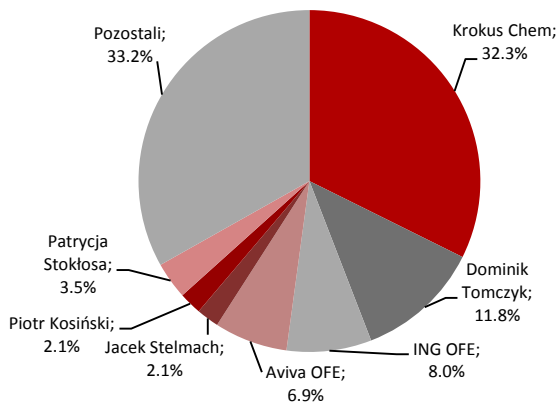
Polwax zamierza skupić się w kolejnych latach na rozwoju organicznym, jednak nie wyklucza kolejnych akwizycji, jeśli pojawi się okazja inwestycyjna. Nie będą to jednak ryzykowne ruchy, a przejmowany podmiot musiałby pasować do strategii rozwoju Polwaksu oraz generować odpowiednią rentowność.

## Akcjonariat

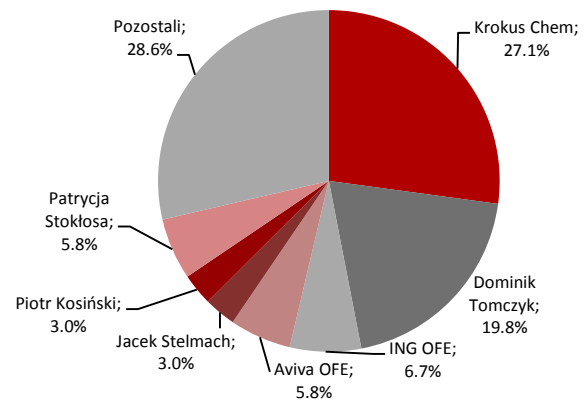
Głównym akcjonariuszem spółki jest fundusz private equity Krokus Chem, który znajduje się w akcjonariacie spółki od momentu wykupu menedżerskiego akcji od LOTOSu w styczniu 2012 r. W ramach oferty publicznej Krokus Chem zmniejszył swój udział w strukturze akcjonariatu z 65.2% do 32.3%. Udział funduszu w strukturze głosów na WZ jest niższy i wynosi 27.1%, ze względu na uprzywilejowanie co do głosu akcji posiadanych przez zarząd spółki.

**Fundusz private equity Krokus Chem posiada 33.2% akcji spółki**

Wykres 7. Struktura akcjonariatu



Wykres 8. Liczba głosów na WZ spółki



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Prezes spółki Dominik Tomczyk posiada 11.8% akcji spółki, które uprawniają do 19.8% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. W akcjonariacie są obecni również pozostali wiceprezesi zarządu, tzn. Piotr Kosiński i Jacek Stelmach (po 2.1% w akcjonariacie i 3% w głosach na WZ spółki) oraz członek Rady Nadzorczej spółki Leszek Stokłosa (wspólność majątkowa z małżonką Patrycją Stokłosą, 3.5% w akcjonariacie oraz 5.8% w głosach na WZ). Wszystkie akcje posiadane przez Prezesa Tomczyka oraz Leszka Stokłosę są imienne i każda daje 2 głosy na WZ spółki. Większość akcji posiadanych przez wiceprezesów zarządu to również akcje imienne uprzywilejowane co do głosu w stosunku 2:1, natomiast pozostała część to akcje zwykłe. Wszystkie akcje imienne posiadane przez członków zarządu i akcjonariuszy spółki są objęte 3-letnim lock-upem, liczonym od 25 września 2014 r. Akcje zwykłe posiadane przez wiceprezesów zarządu są objęte 18-miesięcznym lock-upem. Prezes Tomczyk zaznacza, że traktuje udział w akcjonariacie spółki jako długoterminową inwestycję. Powyżej 5% w strukturze akcjonariatu posiadają jeszcze fundusze inwestycyjne: Aviva OFE oraz ING OFE.

Tabela 10. Polwax: Akcje w posiadaniu Zarządu i Rady Nadzorczej spółki

	Akcje imienne dające 2 głosy na WZ w tys.	Lock-up od 25.09.2015 r. w miesiącach	Akcje zwykłe w tys.	Lock up od 25.09.2015 r. w mies.
Dominik Tomczyk	1189.2	36		
Jacek Stelmach	148.9	36	63.8	18
Piotr Kosiński	148.9	36	63.8	18
Leszek Stokłosa	350.0	36		

Źródło: Polwax

## Program motywacyjny

W ramach programu motywacyjnego, którym zostali objęci kluczowi menedżerowie i pracownicy spółki, przeznaczone zostało 300 tys. warrantów subskrypcyjnych zamiennych na akcje w trzech równych rocznych transzach na lata 2014-2016. Warunkiem przyjęcia warrantów jest nieprzerwana praca od dnia 21.03.2013 r. do dnia objęcia warrantów oraz osiągnięcie przez spółkę odpowiedniego poziomu zysku netto w danym roku obrotowym. Poziomy te wraz z procentową ilością możliwych do przyznania wariantów przedstawia poniższa tabela:

**Program motywacyjny zakłada przyznanie maksymalnie 300 tys. warrantów kluczowym pracownikom w latach 2014-2016**

**Tabela 11. Polwax: Poziom zysku netto w PLN mln wymagany do uzyskania określonego odsetka możliwych do uzyskania warrantów subskrypcyjnych**

	100%:	90%:	80%:
2013	12	11	10
2014	13	12	11
2015	14	13	12

Źródło: Dane spółki

W przypadku jednej z osób warunkiem otrzymania warrantów będzie uzyskanie PLN 40m przychodów ze sprzedaży asortymentu zniczy. Cena wykonania warrantów wynosi PLN 0.2 na akcję. Osiągnięte przez Polwax wyniki w 2013 i 2014 r. znajdują się zdecydowanie powyżej ustalonego poziomu dla 100% wariantów. Program ma na celu utrzymanie kluczowych dla spółki pracowników. Niskie wymagane do osiągnięcia poziomy zysku netto mają za zadanie uniknięcia sytuacji sztucznego podciągania wyników w celu wypracowania premii.

## Wyniki i prognozy finansowe

### Wyniki 1. Kwartału 2015 r.

**Tabela 12. Polwax: Wyniki kwartalne (PLN m)**

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15A	% YoY	% QoQ
Przychody	45.4	50.2	80.2	82.3	53.8	18%	-35%
EBITDA	5.8	6.4	11.2	7.4	6.1	6%	-18%
EBIT	5.1	5.7	10.3	6.6	5.2	2%	-20%
Zysk netto	4.2	4.3	7.8	6.2	4.0	-5%	-36%

Źródło: Dane spółki

**Wzrost sprzedaży o 18% r/r, przy obniżeniu rentowności EBITDA**

Sprzedaż w pierwszym kwartale 2015 r. ukształtowała się na poziomie PLN 53.8m, co jest rezultatem o 18% lepszym r/r. Sprzedaż wyrobów do produkcji zniczy i wyrobów świecarskich oraz zniczy i świec wzrosła wartościowo z PLN 33.8m w 1Q 2014 r. do PLN 38.8m w 1Q 2015 r. (+15% r/r), natomiast wosków i produktów dedykowanych do przemysłu z PLN 11.4m do PLN 14.3m (+25% r/r). Wolumen sprzedaży wspomnianych grup produktowych wzrósł odpowiednio o 31% oraz 32% r/r. Ceny sprzedawanych produktów na rynku spadły, jednak Polwaxowi udało się zwiększyć przychody ze sprzedaży dzięki wyższym wolumenom sprzedaży, co było efektem głównie ponadnormatywnej aktywności klientów w marcu. Sprzedaż w segmencie wyrobów do przemysłu wzrosła z kolei dzięki pozyskaniu kilkunastu nowych klientów. Jej udział w strukturze przychodów wyniósł 26.6% wobec 25.2% w analogicznym okresie ubiegłego roku. W kolejnych kwartałach udział tej grupy produktowej będzie jednak niższy ponieważ zacznie się sezon na sprzedaż wyrobów do produkcji zniczy. Należy jednak zaznaczyć, że wzrost udziału produktów dla przemysłu częściowo zniwelował efekt erozji marż, spowodowany niższymi cenami sprzedaży i droższymi surowcami.

Polwax zaraportował w pierwszym kwartale 2015 r. PLN 6.1m wyniku EBITDA (+6% r/r). Marża EBITDA spadła jednak z 12.8% w 1Q 2014 r. do 11.3% w 1Q 2015 r. Złożyła się na to niestabilna sytuacja na rynku surowców ropopochodnych, ograniczenie podaży gaczy parafinowych, problemy

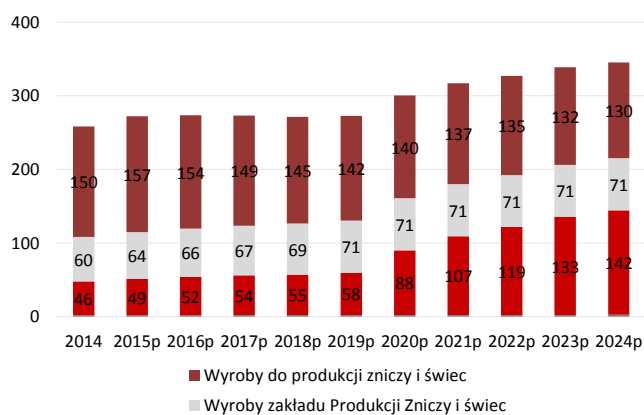
związane z ograniczeniem wymiany towarowej ze wschodem, jak również wahania kursów walut. Spadek kursu EURUSD nie jest korzystny dla spółki. Za blisko połowę surowca Polwax płaci w amerykańskiej walucie, podczas gdy większość sprzedaży eksportowej jest rozliczana w euro. Zysk netto był niższy o 5% r/r, ze względu na ujemne saldo finansowe (PLN -0.24m wobec PLN +0.05m przed rokiem), na co wpływ miał efekt różnic kursowych. Spodziewamy się, iż w drugim kwartale może utrzymać się tendencja pogorszenia rentowności. Zbliży się okres najwyższego wykorzystania mocy produkcyjnych, dlatego ciężko będzie o istotne zwiększenie wolumenów produkcyjnych w dalszej części roku.

## Przychody

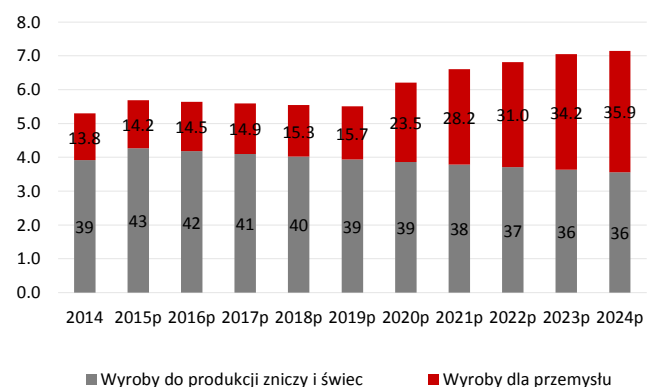
Na rynku krajowym prognozujemy wzrost przychodów Polwaksu w 2015 r. Współpraca z dotychczasowymi odbiorcami produktów jest kontynuowana i zakładamy, że obroty nie zmniejszą się. Jako jeden z największych graczy na rynku Polwax z pewnością przejmie część udziałów po borykającym się z pewnymi problemami importerem i dostawcą surowców parafinowych na rynek Polski. Nie mamy informacji jakie były udziały rynkowe tej firmy (zakładamy, że spółka miała mniej niż 10% rynku), jednak Polwax z pewnością może skorzystać na sytuacji. Gorzej będzie wyglądać sytuacja za granicą. W związku z silną złotówką oraz presją cenową na produkty parafinowe, sytuacja konkurencyjna Polwaksu na rynkach eksportowych pogorszyła się w ostatnim czasie. Z drugiej jednak strony spółce udało się pozyskać kilkunastu nowych klientów dla segmentu zastosowań przemysłowych parafin. W 2015 r. prognozujemy wzrost przychodów spółki o 5% r/r. W kolejnych latach zakładamy wzrost udziału w strukturze przychodów oraz strukturze wolumenu wyrobów dedykowanych dla przemysłu.

**Kontynuacja współpracy z głównymi odbiorcami oraz nowi klienci w segmencie zastosowań przemysłowym.**

**Wykres 9. Prognoza przychodów w podziale na segmenty w mln PLN**



**Wykres 10. Prognoza wolumenu produkcji w tonach**



Źródło: Polwax, Szacunki DI Investors

Źródło: Polwax, Szacunki DI Investors

## Rentowność

Rentowność Polwaksu determinuje głównie stosunek cen surowców parafinowych do cen sprzedawanych produktów parafinowych. Ceny produktów parafinowych znajdują się w ostatnim czasie pod presją. W ślad za spadkami cen produktów, nie spadły jednak proporcjonalnie ceny surowców parafinowych. 45-60% surowca dostarcza Polwaksowi Grupa LOTOS, z którą rozliczenie oparte jest o indeks parafin ICIS LOR, który jest notowany w euro. Pozostała część surowca jest sprowadzana z zagranicy i rozliczana głównie w dolarze, stąd efekt umocnienia złotówki względem euro oraz osłabienia względem dolara będzie neutralny jeśli chodzi o ceny surowców. Spadek notowań pary walutowej EURPLN nie jest jednak obojętny dla spółki, jeśli chodzi o jej konkurencyjność na rynkach eksportowych. Polwax eksportuje za granicę głównie produkty do zastosowań przemysłowych, które charakteryzują się najlepszą rentownością sprzedaży, dlatego ograniczenie eksportu w dalszej części 2015 r. spowoduje spadek rentowności spółki. W kolejnych

**Możliwy spadek rentowności w 2015 r. w związku z obniżeniem eksportu**

latach prognozujemy powrót do rentowności z 2014 r. i wyższej wraz ze wzrostem udziału w strukturze sprzedaży parafin do zastosowań przemysłowych.

### Sezonowość sprzedaży

Przychody Polwaksu charakteryzują się sezonowością przez wysoką ekspozycję spółki na przemysł świecowo-zniczowy. Największe zapotrzebowanie na znicze istnieje w okresie przed 1 listopada. Kolejnym okresem sprzedaży zniczy jest również okres przed świętami Bożego Narodzenia, jak również przed Świętami Wielkanocnymi. Okres budowania zapasów przez sieci handlowe przypada na drugi i trzeci kwartał, stąd 60% przychodów Polwax uzyskuje w drugim półroczu. Jednak powyższa sezonowość różnie się kształtowała historycznie w zależności od terminów zamykania kontraktowania dostaw zniczy przez duże sieci handlowe.

**Trzeci i czwarty kwartał  
okresem żniw dla spółki**

### Zadłużenie

Spółka systematycznie zmniejsza zadłużenie (dług netto na dzień 31.03.2015 wyniósł PLN 1.2m wobec PLN 16.6m na koniec 1Q 2014 r.). W 2015 roku spółka nie będzie się zadłużać w związku projektem Future. Polwax ma zaciągnięty kredyt akwizycyjny, który spłaca w ratach miesięcznych. Spłata kredytu kończy się w październiku 2016 roku. Ponadto Polwax posiada linię kredytową do wysokości PLN 60m. Zadłużenie spółki w ramach wymienionych linii kredytowych zostaje wygaszone w I kwartale każdego roku po czym spółka z uwagi na realizację kontraktu z JMP w segmencie zniczy (surowce, detal) systematycznie się zadłuża. Zdecydowany wzrost zadłużenia nastąpi po zaciągnięciu kredytu na budowę instalacji Future, co jednak będzie miało miejsce dopiero w 2016 r. i latach następnych. Zakładamy, iż spółka zaciągnie kredyt w wysokości PLN 60m, podzielony na 3 transze w latach 2017-2019, natomiast pozostałe PLN 20m zostanie sfinansowane z inwestycji własnych.

**Stopniowy spadek  
zadłużenia do momentu  
rozpoczęcia inwestycji  
Future**

### Nakłady inwestycyjne

Zakładamy, iż nakłady inwestycyjne związane z inwestycją Future wyniosą łącznie PLN 80m. Prognozujemy, iż spółka przeznaczy PLN 13.6m PLN na ten cel w 2016 r., PLN 38.5m w 2017 r., PLN 18m w 2018 r. oraz PLN 10m w 2019 r. Dodatkowo spółka w najbliższych latach będzie przeznaczać po ok. PLN 2m na inwestycje odtworzeniowe. Zakładamy znaczący wzrost amortyzacji od czwartego kwartału 2019 r. wraz z oddaniem do użytku instalacji Future.

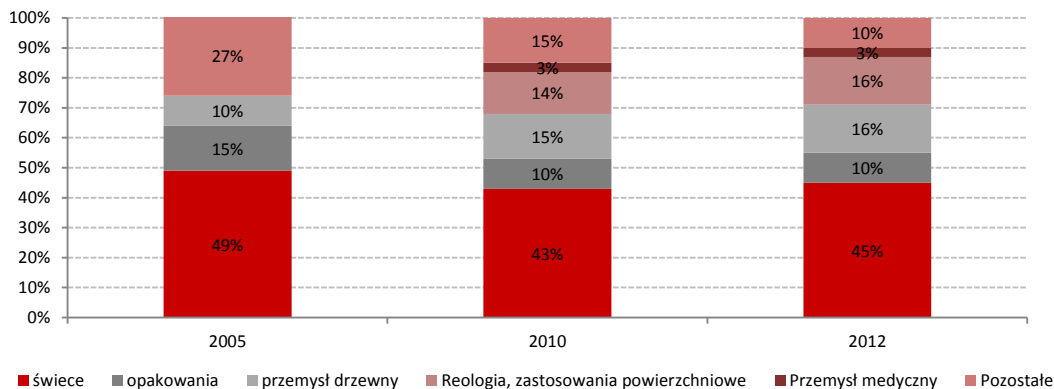
**Prognozujemy nakłady  
inwestycyjne na projekt  
Future w kwocie PLN 80m**

## Załącznik 1. Rynek parafin i świec

### Rynek parafin

Parafiny otrzymywane są z przeróbki gaczy parafinowych. Znajdują one coraz szersze zastosowanie, dlatego od 2005 r. maleje udział segmentu świec w globalnym rynku parafin, a rośnie zapotrzebowanie ze strony pozostałych gałęzi przemysłu. Wartość rynku parafin szacowana była w 2010 r. przez KlineGroup na GBP 9.59mld, natomiast w 2012 r. na GBP 9.6mld.

Wykres 11. Globalny rynek parafin według zastosowań

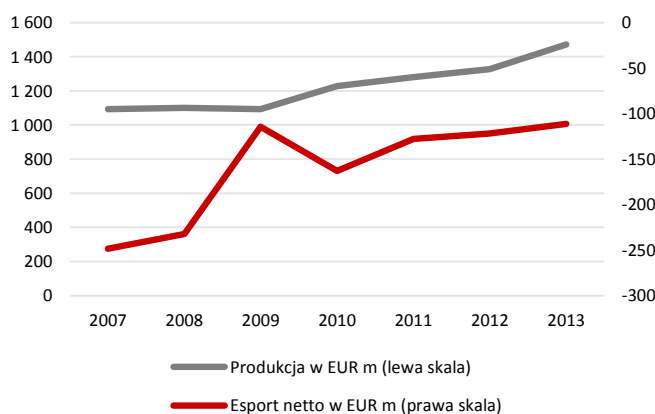


Źródło: KlineGroup.com

### Rynek świec

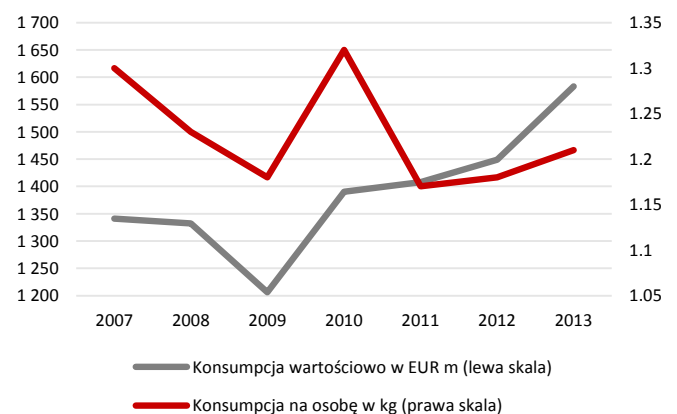
Rynek świec w Unii Europejskiej od 2009 r. nieprzerwanie rośnie (CAGR za lata 2007-2013 2.8%), co jest jednak głównie rezultatem wzrostu cen produkcji sprzedanej, ponieważ wolumenowo rynek skurczył się w tym czasie z 647m ton do 613m ton. Średnia wartość sprzedaży świec na jednego obywatela Unii Europejskiej spadła z 1.3 kg w 2007 r. do 1.21 kg w 2013 r., jednak we wspomnianym okresie wartościowo nastąpił wzrost konsumpcji z EUR 2.69 na osobę do EUR 3.12, co jest w głównej mierze rezultatem zmiany upodobań klientów, którzy kupują mniej wyrobów świecowych, jednak o lepszych parametrach. Produkcja świec wartościowo w okresie 2007-2013 w Unii Europejskiej rosła średnio o 5.1% rocznie, czyli szybciej niż konsumpcja, co jest związane ze wzrostem wartości netto eksportu. Między rokiem 2007 a 2013 import świec do Unii Europejskiej stopniowo spadał z EUR 382m do EUR 295m, natomiast eksport wzrósł z EUR 133m do EUR 184m. Tendencja ta również była spowodowana zmianami gustów klientów, którzy chętniej kupują wyszukane gatunki świec produkcji europejskiej.

Wykres 12. Konsumpcja świec w Unii Europejskiej



Źródło: ECA, Szacunki DI Investors

Wykres 13. Wartość produkcji i eksportu netto świec w UE



Źródło: ECA, Szacunki DI Investors

## Konkurencja na polskim rynku

Krajowy rynek parafin dla przemysłu świecowego jest trudny, ze względu na dużą ilość konkurentów. Mniejsze spółki konkurują głównie ceną, powodując erozję marż na rynku. Polwax skupia się na jakości produktów, co oznacza, że nie pozycjonuje się na najniższej cenowej półce. Stawia również na budowanie relacji z klientami, oferując im rabaty lojalnościowe. Udział Polwaxu w polskim rynku zniczy sięgają minimum 30%. Polwax jest jednym z dwóch największych producentów parafin w Polsce obok Wydziału Produkcji Parafin Rafinerii Trzebinia Orlen Południe (dawna Fabryka Parafin Naftowax). Przychody obu spółek są na porównywalnym poziomie. Dawny Naftowax wchodzi w skład grupy kapitałowej PKN Orlen i ma profil produkcji różniący się od Polwaxu. Większy udział w strukturze jego sprzedaży znajdują parafiny do zastosowań świecarskich i spożywczych, natomiast mniejszy parafiny do pozostałych zastosowań przemysłowych. Na rynku zniczy, obok spółek Bispol i Admit, które są klientami Polwaxu, najwięksi gracze na rynku to: Bolsius, Ledpol, Mueller oraz Max-Pol.

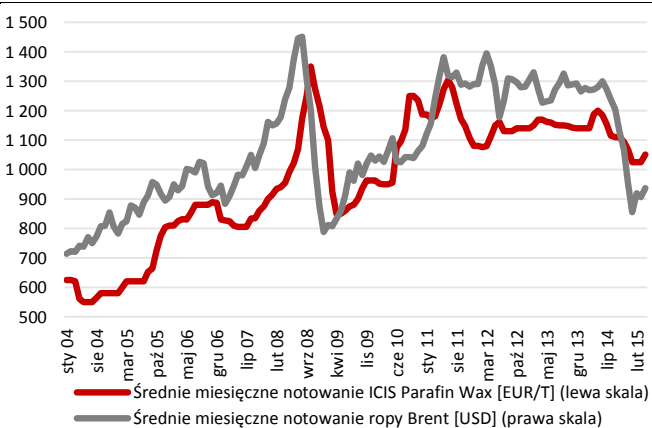
Zupełnie inny rynek stanowią parafiny specjalistyczne, gdzie liczy się przede wszystkim jakość i innowacyjność oraz technologiczne know-how. Polwax oferuje również doradztwo technologiczne. Spółka jest w stanie opracować produkty dostosowane parametrami do stosowanej u klienta technologii przetwarzania i produkcji. Głównymi konkurentami Polwaxu na rynku europejskim są Sasol oraz H&R Group, przy czym firmy te są obecne na polskim rynku w niewielkim stopniu.

## Surowce

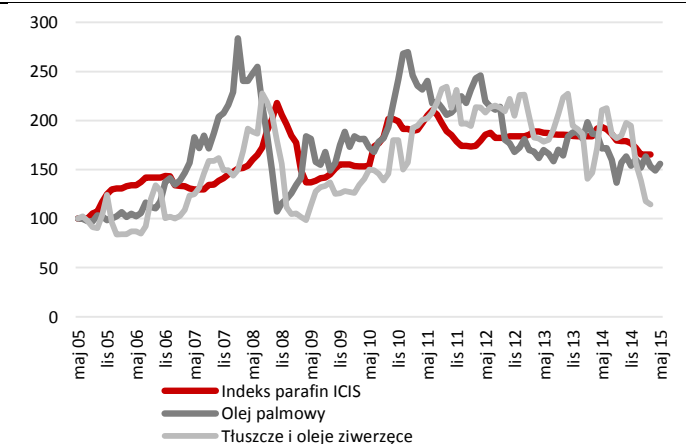
Ceny surowców parafinowych uzależnione są od :

- wielkości produkcji – podaż gaczy parafinowych będących pochodną produkcji baz olejowych, jest uzależniona od wielkości oraz rodzaju zapotrzebowania rynkowego na bazy olejowe,
- zmiany notowań ropy naftowej, z tym, że reakcja notowań surowców parafinowych występuje z opóźnieniem 2-3 miesięcy, co obrazuje poniższy wykres. W ostatnim czasie jednak ciężko doszukiwać się korelacji.
- notowania cen substytutów z których możliwe jest wytwarzanie zniczy: są to głównie oleje palmowe oraz tłuszcze zwierzęce (wykres prawy); substytuty stanowią pewną część i muszą być mieszane z parafinami, aby mogły spełniać właściwości palące
- zmiennego sezonowego popytu.

**Wykres 14. Średni miesięczny indeks cen parafin ICIS na tle ropy Brent**



**Wykres 15. Średni miesięczny indeks cen parafin ICIS na tle indeksu cen oleju palmowego oraz tłuszczów zwierzęcych**



Źródło: Polwax, szacunki DI Investors

Źródło: OECD, szacunki DI Investors



**Tabela 13. Polwax: Krajowy rynek parafin: Pięć sił Portera**

<b>Bariery wejścia</b>	Ograniczony dostęp do dostaw surowca, korzyści skali niezbędne do osiągnięcia opłacalności produkcji, czasochłonne i kapitałochłonne prace badawczo-rozwojowe, wyspecjalizowana kadra inżynierska.	<b>Wysokie</b>
<b>Zagrożenie substytutami</b>	Substytuty wosków parafinowych mogą stanowić woski syntetyczne lub oleje roślinne i tłuszcze zwierzęce, jednak nie posiadają one tych samych właściwości. Konkurencję mogą stanowić również znicze na baterie, jednak cieszą się one znacznie mniejszym powodzeniem.	<b>Niskie</b>
<b>Siła negocjacyjna nabywców</b>	4 głównych odbiorców stanowi ponad 60% sprzedaży. W segmencie wyrobów do produkcji zniczy podaż surowca jest jednak ograniczona, stąd też duży kontrahenci, chcący zachować ciągłość dostaw, mają ograniczoną liczbę podmiotów, które spełniają kryteria ilościowe dostaw.	<b>Średnia</b>
<b>Siła negocjacyjna dostawców</b>	LOTOS dostarcza w zależności od roku 45-60% surowca, którego cena jest oparta o formułę ICIS LOR. Pozostała część surowca jest kupowana po cenie spot, od kilku dostawców (najwięcej w strukturze zakupowej w 2014 r. stanowił handel ze spółką ExxonMobil: 11%).	<b>Średnia</b>
<b>Poziom konkurencji w branży</b>	Wysoka konkurencja w segmencie zniczy, niższa w segmencie wyrobów do produkcji zniczy i świec oraz wyrobów przeznaczonych do przemysłu, gdzie konkuruje się jakością i innowacyjnością produktów.	<b>Średni</b>

Źródło: Dane spółki, DI Investors

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), 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.).

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

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ DI INVESTORS NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. DI INVESTORS 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 PRZEZ PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors 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.

DI Investors 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 DI Investors. 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.

Zadna 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 DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors 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 DI Investors, DI Investors 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 DI Investors) 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 znajdują 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 DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors 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 ZAOPNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

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

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW 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 JAKIKOLWIEK 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. DI Investors 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 nagłe 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 WYCNEN/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 DI INVESTORS.

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

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

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

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

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

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

kapitału zakładowego.

DI Investors 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.

DI Investors 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, DI Investors 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.

DI Investors 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 DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym 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”).

DI Investors 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 DI Investors 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.

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

DI Investors, 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.

DI Investors 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.

DI Investors 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.

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 2 rekomendacje kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors wydał 12 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 DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 71 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

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 UPOWAŻNIIONYCH 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 DI Investors, 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 DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, 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 DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

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

Copyright © 2015 DI Investors S.A. i / lub jej 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 DI Investors 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 DI Investors 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 wyceny wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych 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 księgowa

BV - wartość księgowa

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**