



Dom Maklerski BDM S.A.

MFO

RAPORT ANALITYCZNY

Uwzględniając istotny potencjał dla ruchu kursu MFO, decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 20,63 PLN/akcję. Zgodnie z naszymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na rok 2016 na poziomie 4,0x, a P/E'16 wynosi 5,1x.

MFO jest producentem profili stalowych zimnogiętych. Pod względem tonażu spółkę klasyfikujemy do średnich podmiotów działających na krajowym rynku. Jednak pod względem asortymentu MFO akcentuje swoją unikatową ofertę i bogaty katalog produktów. W szczególności spółka jest dostawcą kształtowników specjalnych, wzmocnień okiennych oraz profili do lekkiej zabudowy gipsowo-kartonowej. Stalprodukt szacuje swój udział w zużyciu jawnym kształtowników giętych na zimno na rynku polskim na poziomie ok. 30 %. Na tym tle udział MFO w całym rynku krajowym profili zimnogiętych według naszej symulacji może oscylować w okolicy 10%. W prezentacji wynikowej za 1Q'16 spółka informuje, że jej udział w samym segmencie profili okiennych w Polsce wynosi ok 30%. Podkreślamy, że **MFO na tle innych podmiotów produkujących profile stalowe cechuje bardzo wysoki udział eksportu w sprzedaży ogółem** (w 2015 roku ok. 43% wartości produkcji MFO trafiło na eksport; zero sprzedaży do Wielkiej Brytanii).

Doceniamy fakt, że spółka od debiutu na GPW jest na ścieżce wzrostu wyników pomimo wcześniej spadających cen wyrobów stalowych (szczególnie w 2015 roku). Oczekujemy, że okres 2Q'16 powinien przynieść silną poprawę rentowności wraz z dokonanymi wzrostami cen stali. Szacujemy, że w 2Q'16 średnia cena blachy HDG wzrosła o ponad 350 PLN/t względem 1Q'16 oraz o ok 260 PLN/t w porównaniu z 2Q'15. Ten ruch cenowy powinien wg nas mieć bardzo korzystne przełożenie na rezultaty MFO. W kolejnych dwóch kwartałach 2016 roku przyjmujemy ceny dla blachy HDG odpowiednio na poziomie ok 2 475 PLN/t i 2 400 PLN/t (po korekcie względem lokalnych szczytów zanotowanych w maju'16). Tym samym będzie to oznaczało, że cena HDG będzie w 2H'16 wyższa o ok 210 PLN/t względem 2H'15, czyli o ponad 9% r/r.

Ogółem zakładamy, że przychody spółki w 2016 roku wyniosą prawie 261 mln PLN, co oznacza ponad 20% więcej r/r. W skali całego 2016 roku zakładamy wypracowanie EBITDA na pułapie niemal 24 mln PLN i zysku netto w kwocie 16,3 mln PLN. Nasza prognoza na 2017 rok jest według nas zachowawcza. Przyjęliśmy ostrożnościowo spadek marż produkcyjnych pozostawiając sobie pole do korekty w górę tych założeń. W końcówce 2017 roku oraz w latach 2018-2019 uwzględniamy uruchomienie nowych mocy produkcyjnych.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	175,8	200,9	216,7	260,9	266,4	297,2
EBITDA [mln PLN]	8,4	11,9	15,5	24,0	20,5	24,1
EBIT [mln PLN]	7,2	10,7	13,6	21,8	17,8	20,1
Zysk netto [mln PLN]	6,0	7,9	10,1	16,3	13,1	15,0
P/BV	1,9x	1,6x	1,3x	1,0x	0,9x	0,8x
P/E	14,0x	10,5x	8,2x	5,1x	6,3x	5,6x
EV/EBITDA	10,3x	8,2x	6,6x	4,0x	4,5x	3,6x

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 20,63 PLN

27 CZERWIEC 2016, 11:59 CEST

Wycena końcowa [PLN]	20,63
Potencjał do wzrostu / spadku	+51%
Koszt kapitału	9.5%

Cena rynkowa [PLN]	13,66
Kapitalizacja [mln PLN]	83,33
Ilość akcji [mln. szt.]	6,10

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	16,37
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	11,0

Stopa zwrotu za 3 mc	18%
Stopa zwrotu za 6 mc	20%
Stopa zwrotu za 9 mc	22%

Akcjonariat (% kapitału):	
Tomasz Mirski	34,43%
Marek Mirski	32,79%
Pozostali akcjonariusze	32,79%

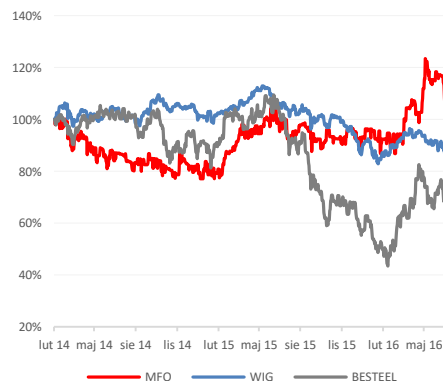
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF.....	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	7
OPIS SPÓŁKI.....	9
STRUKTURA PRZYCHODÓW SPÓŁKI	11
STRUKTURA KOSZTÓW MFO	12
MARŻE NA POSZCZEGÓLNYCH KATEGORIACH PRODUKTÓW	13
POZYCJA RYNKOWA MFO	13
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	15
WYNIKI FINANSOWE MFO ZA 1Q'16.....	16
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI I ZAANGAŻOWANY KAPITAŁ OBROTOWY	19
PROGNOZA WYNIKÓW MFO NA 2016 ROK I KOLEJNE LATA.....	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Nasza wycena opiera się na metodzie DCF oraz na wycenie za pomocą analizy mnożnikowej (akceptowalny pułap EV/EBITDA = 5,5x). Za pomocą wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 22,13 PLN/akcję. Wycena EV/EBITDA sugeruje wartość 19,13 PLN/akcję. **Uwzględniając zatem istotny potencjał dla ruchu kursu MFO, decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 20,63 PLN/akcję. Zgodnie z naszymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na rok 2016 na poziomie 4,0x, a P/E'16 wynosi 5,1x.**

Podsumowanie wyceny

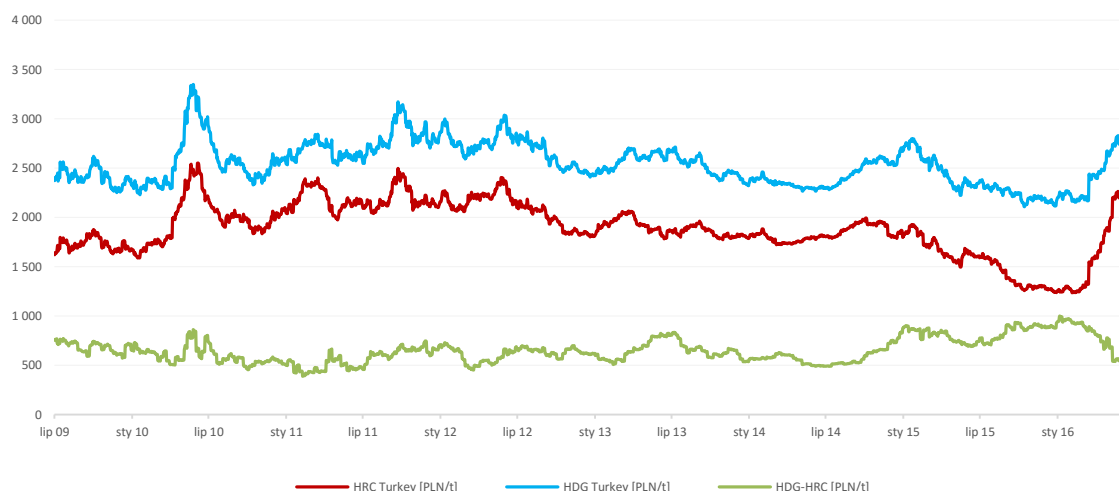
A	Wycena DCF [PLN]	22,13
B	Wycena mnożnikowa [PLN]	19,13
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy porównawczej [PLN]		20,63

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka jest producentem profili stalowych zimnogiętych. Pod względem tonażu spółkę klasyfikujemy do średnich podmiotów działających na krajowym rynku. Jednak pod względem asortymentu MFO akcentuje swoją unikatową ofertę i bogaty katalog produktów. W szczególności spółka jest dostawcą kształtowników specjalnych, wzmocnień okiennych oraz profili do lekkiej zabudowy gipsowo-kartonowej. Stalprodukt szacuje swój udział w zużyciu jawnym kształtowników giętych na zimno na rynku polskim na poziomie ok. 30 %. Na tym tle udział MFO w całym rynku krajowym profili zimnogiętych według naszej symulacji może oscylować w okolicy 10%. W prezentacji wynikowej za 1Q'16 spółka informuje, że jej udział w samym segmencie profili okiennych w Polsce wynosi ok 30%. Podkreślamy, że MFO na tle innych podmiotów produkujących profile stalowe cechuje bardzo wysoki udział eksportu w sprzedaży ogółem (w 2015 roku ok. 43% wartości produkcji MFO trafiło na eksport; zero sprzedaży do Wielkiej Brytanii).

Doceniamy fakt, że spółka od debiutu na GPW jest na ścieżce wzrostu wyników pomimo spadających cen wyrobów stalowych (szczególnie w 2015 roku). Oczekujemy, że okres 2Q'16 powinien przynieść silną poprawę rentowności wraz z dokonanymi wzrostami cen stali. **Szacujemy, że w 2Q'16 średnia cena blachy HDG wzrosła o ponad 350 PLN/t względem 1Q'16 oraz o ok 260 PLN/t w porównaniu z 2Q'15. Ten ruch cenowy powinien wg nas mieć bardzo korzystne przełożenie na rezultaty MFO.** W kolejnych dwóch kwartałach 2016 roku przyjmujemy ceny dla blachy HDG odpowiednio na poziomie ok 2 475 PLN/t i 2 400 PLN/t (po korekcie względem lokalnych szczytów zanotowanych w maju'16). Tym samym będzie to oznaczało, że cena HDG będzie w 2H'16 wyższa o ok 210 PLN/t względem 2H'15, czyli o ponad 9% r/r.

Ceny blach ze stali (HRC oraz HDG PLN/t kwotowania z rynku tureckiego)



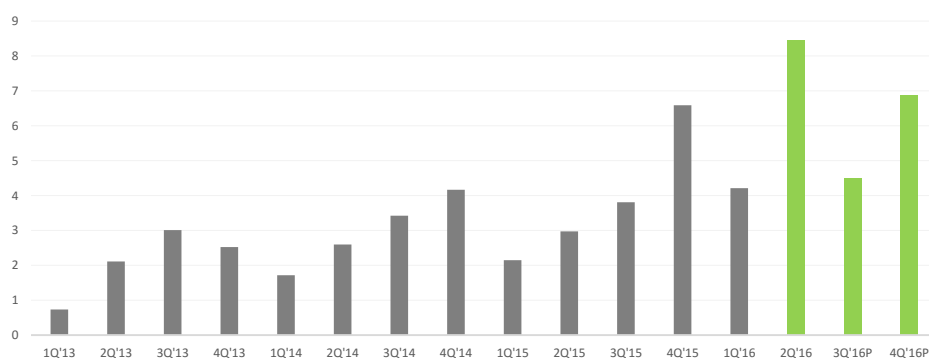
HRC - blacha walcowana na gorąco w kęgach
HDG - blacha ocynkowana ogniowo

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ogółem zakładamy, że przychody spółki w 2016 roku wyniosą prawie 261 mln PLN, co oznacza ponad 20% więcej r/r. W 1H'16 przyjęta dynamika wzrostu przychodów wynosi ok 28% r/r, z kolei w 2H'16 ok. 13% r/r. Przy utrzymaniu rosnących cen na wyroby spółki pozostawiamy sobie pole do podniesienia założeń na 2H'16. Na poziomie wyników zakładamy, że 2Q'16 będzie najlepszym kwartałem w dotychczasowej historii spółki. Staraliśmy się uwzględnić efekt wzrostu wolumenów oraz silnych podwyżek cennikowych w 2Q'16. Tym samym oczekujemy, że EBITDA za 2Q'16 wyniesie 8,4 mln PLN. Na poziomie zysku netto spodziewamy się prawie 6,1 mln PLN. W skali całego 2016 roku zakładamy wypracowanie EBITDA na pułapie niemal 24 mln PLN i zysku netto w kwocie 16,3 mln PLN.

Nasza prognoza na 2017 rok jest według nas zachowawcza. Przyjęliśmy ostrożnościowo spadek marż produkcyjnych pozostawiając sobie pole do korekty w górę tych założeń. W końcówce 2017 roku oraz w latach 2018-2019 uwzględniamy uruchomienie nowych mocy produkcyjnych. W spółce trwa bowiem kolejny etap inwestycji. MFO chce uruchomić linię do technologii wytwarzania wsporników ściennych (szacowany koszt linii produkcyjnych to ok 26,4 mln PLN z czego 13,4 mln PLN ma pochodzić z dotacji unijnych).

Zakładany wzrost EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



W 1H'16 EBITDA może wynieść 12,6 mln PLN (w 1H'15 było to 5,1 mln PLN).

Ostrożnie zakładamy, że w 2H'16 EBITDA przekroczy pułap 11,3 mln PLN.

Tym samym w skali całego 2016 roku EBITDA będzie na poziomie prawie 24 mln PLN (w 2015 roku było to 15,5 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,1 (z uwagi na niską płynność obrotów na GPW oraz małą skalę działalności w porównaniu z dużymi graczami międzynarodowymi i tym samym dużą wrażliwością przyszłych wyników na sytuację sprzedażową poszczególnych asortymentów).

Główne założenia:

- Ogółem zakładamy, że przychody spółki w 2016 roku wyniosą prawie 261 mln PLN, co oznacza ponad 20% więcej r/r. W 1H'16 przyjęta dynamika wzrostu przychodów wynosi ok 28% r/r, z kolei w 2H'16 ok. 13% r/r. Przy utrzymaniu rosnących cen na wyroby spółki pozostawiamy sobie pole do podniesienia założeń na 2H'16. Na poziomie wyników zakładamy, że 2Q'16 będzie najlepszym kwartałem w dotychczasowej historii spółki. Staraliśmy się uwzględnić efekt wzrostu wolumenów oraz silnych podwyżek cennikowych w 2Q'16. Tym samym oczekujemy, że EBITDA za 2Q'16 wyniesie 8,4 ml PLN. Na poziomie zysku netto spodziewamy się prawie 6,1 mln PLN. W skali całego 2016 roku zakładamy wypracowanie EBITDA na pułapie niemal 24 mln PLN i zysku netto w kwocie 16,3 mln PLN. Nasza prognoza na 2017 rok jest według nas zachowawcza. Przyjęliśmy ostrożnościowo spadek marż produkcyjnych pozostawiając sobie pole do korekty w górę tych założeń. W końcówce 2017 roku oraz w latach 2018-2019 uwzględniamy uruchomienie nowych mocy produkcyjnych.
- Capex na lata 2016-2018 uwzględnia wpływ dotacji unijnych w kwocie ok 13,3 mln PLN, w spółce trwa bowiem kolejny etap inwestycji. MFO chce uruchomić linię do technologii wytwarzania wsporników ściennych (szacowany koszt linii produkcyjnych to ok 26,4 mln PLN z czego 13,4 mln PLN ma pochodzić z dotacji unijnych). W kolejnych latach prognozy zakładamy, że poziom nakładów inwestycyjnych będzie wyższy od amortyzacji. W okresie rezydualnym Capex = Amortyzacja.
- Stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 4%.
- Dług netto uwzględnia stan bilansowy na koniec 2015 roku.
- W modelu nie uwzględniamy akwizycji.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 135 mln PLN, czyli 22,13 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	261	266	297	324	346	360	376	391	408	425
EBIT [mln PLN]	21,8	17,8	20,1	21,0	21,6	21,6	21,7	21,7	21,8	21,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,1	3,4	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
NOPLAT [mln PLN]	17,6	14,4	16,3	17,0	17,5	17,5	17,6	17,6	17,6	17,7
Amortyzacja [mln PLN]	2,2	2,7	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,8	4,9
CAPEX [mln PLN]	-5,8	-7,3	-3,8	-5,5	-5,4	-5,7	-5,9	-6,0	-6,2	-6,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-6,8	-0,8	-6,0	-7,5	-4,4	-3,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	7,2	9,0	10,5	8,2	12,0	12,9	13,7	13,6	13,5	13,1
DFCF [mln PLN]	6,9	8,0	8,5	6,1	8,2	8,1	7,9	7,2	6,5	5,8
Suma DFCF [mln PLN]	73,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	181,7	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	80,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	153,4									
Dług netto [mln PLN]	18,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	135,0									
Ilość akcji [mln szt.]	6,10									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	22,13									

Przychody zmiana r/r	20,4%	2,1%	11,6%	9,1%	6,7%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	8,3%	6,7%	6,8%	6,5%	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%	5,3%	5,1%
Marża EBITDA	9,2%	7,7%	8,1%	7,8%	7,5%	7,2%	7,0%	6,7%	6,5%	6,3%
CAPEX / Przychody	4,5%	4,5%	2,2%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	537%	444%	163%	131%	125%	130%	130%	130%	130%	135%
Kapitał obrotowy / przychody	14,2%	14,2%	14,8%	15,9%	16,2%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	85%	83%	86%	88%	89%	91%	92%	93%	94%	95%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	15%	17%	14%	12%	11%	9%	8%	7%	6%	5%
WACC	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0,7	36,4	34,0	31,9	30,9	30,0	29,1	28,3	26,8	25,4
	0,8	34,0	31,6	29,5	28,5	27,6	26,8	25,9	24,4	23,1
	0,9	31,9	29,5	27,4	26,4	25,5	24,7	23,9	22,4	21,1
	1,0	30,0	27,6	25,5	24,6	23,7	22,9	22,1	20,7	19,4
	1,1	28,3	25,9	23,9	23,0	22,1	21,3	20,6	19,2	18,0
	1,2	26,8	24,4	22,4	21,5	20,7	19,9	19,2	17,9	16,7
	1,3	25,4	23,1	21,1	20,2	19,4	18,7	18,0	16,7	15,5
	1,4	24,1	21,8	19,9	19,1	18,3	17,6	16,9	15,6	14,5
	1,5	22,9	20,7	18,8	18,0	17,2	16,5	15,9	14,7	13,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	3.0%	23,8	25,6	27,9	31,0	33,0	35,4	38,2	41,7	46,2
	3.5%	22,2	23,7	25,7	28,3	29,9	31,8	34,0	36,7	40,1
	4.0%	20,8	22,1	23,8	25,9	27,2	28,8	30,6	32,7	35,3
	4.5%	19,5	20,7	22,1	23,9	25,0	26,2	27,7	29,4	31,4
	5.0%	18,3	19,4	20,6	22,1	23,1	24,1	25,3	26,7	28,3
	5.5%	17,3	18,2	19,3	20,6	21,4	22,2	23,2	24,4	25,7
	6.0%	16,3	17,1	18,1	19,2	19,9	20,6	21,4	22,4	23,5
	6.5%	15,5	16,2	17,0	18,0	18,5	19,2	19,9	20,7	21,6
	7.0%	14,7	15,3	16,0	16,9	17,4	17,9	18,5	19,2	20,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wyceny MFO metoda wskaźnikową dokonaliśmy w oparciu o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2016-2018 w wysokości 5,5x. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 116,7 mln PLN, czyli 19,13 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2016-2018						
	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	13,51	15,38	17,25	19,13	21,00	22,87	24,74

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy, że działalność MFO jest trudno bezpośrednio porównać do innych podmiotów znajdujących się w publicznym obrocie na GPW (w analizie nie uwzględniamy Kęt posiadających obszar profili aluminiowych). Spółkę wyróżnia wysoki udział eksportu (w 2015 roku ok 43% produktów trafiło poza Polskę). Dodatkowo akcentujemy bezpieczną strukturę bilansu (dług netto/EBITDA na koniec 1Q'16 to ok 1,0x) oraz atrakcyjną ścieżkę wzrostu EBITDA na najbliższe 3 lata (mają być widoczne efekty nowego projektu rozbudowy mocy produkcyjnych). Liczymy również, że z zysku za 2016 rok spółka wypłaci dywidendę i będzie to trwały powrót do systematycznego dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami mniejszościowymi.

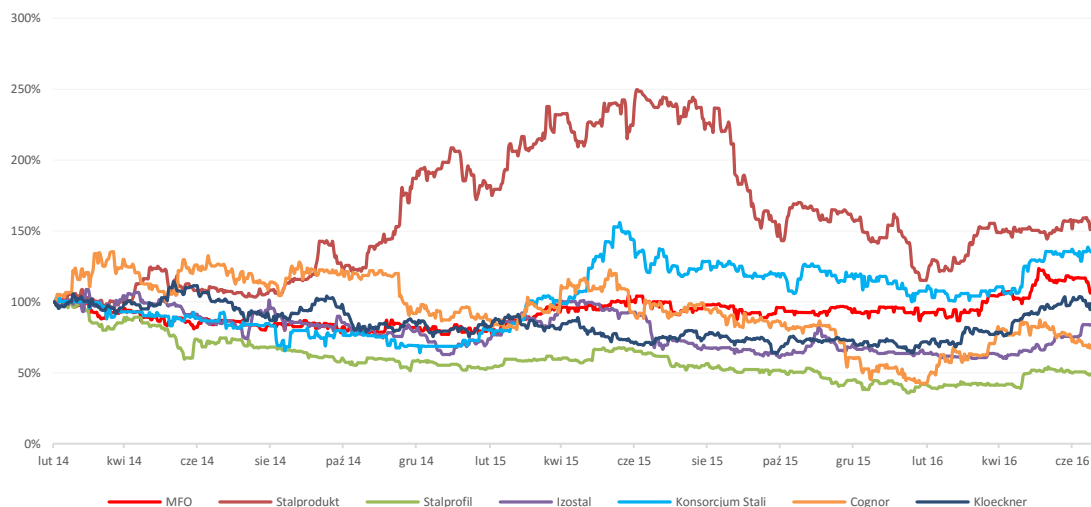
Na GPW w gronie podmiotów zajmujących się produkcją czy handlem stalą są dość różne działalności. Niemniej zwracamy uwagę na Stalprodukt, gdzie znajduje się segment profili stalowych (choć jednocześnie należy mieć na uwadze, że jest to tylko jedna z dywizji grupy; szczegółowe porównanie MFO i STP znajduje się w osobnym rozdziale).

Porównanie mnożników rynkowych MFO z innymi podmiotami

Spółka	Kurs [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	P/E			EV/EBITDA		
			2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
MFO	13,66	83,3	8,2	5,1	6,3	6,6	4,0	4,5
Stalprofil	11	192,5	---	10,1	7,5	---	7,1	5,5
Izostal	5,45	178,5	72,7	20,3	15,1	25,0	12,7	10,3
Cognor	1,05	139,1	---	29,6	6,6	14,4	6,9	5,4
Stalprodukt	300,15	2019	8,7	8,2	10,2	4,2	4,6	4,9
Konsorcjum Stali	39	230	12,2	7,5	6,1	9,8	6,6	5,5
Kloeckner	10,6 EUR	1057 EUR	---	55,7	36,5	59,9	8,6	8,0

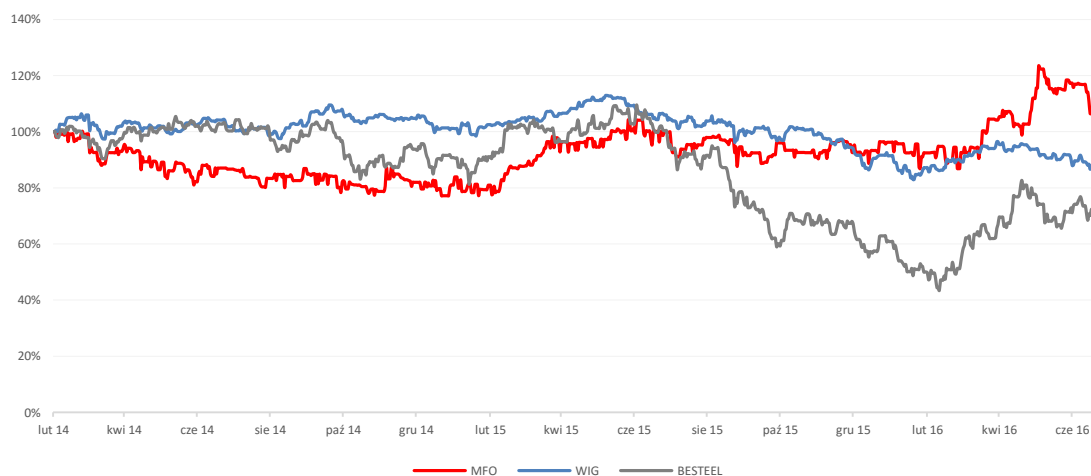
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu MFO na tle innych wybranych podmiotów na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu MFO na tle indeksu WIG oraz BESTEEL



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OPIS SPÓŁKI

Spółka jest producentem profili stalowych zimnociętych. Pod względem tonażu spółkę klasyfikujemy do średnich podmiotów działających na krajowym rynku. Jednak pod względem asortymentu MFO akcentuje swoją unikatową ofertę i bogaty katalog produktów. W szczególności spółka jest dostawcą kształtowników specjalnych, wzmocnień okiennych oraz profili do lekkiej zabudowy gipsowo-kartonowej. MFO na tle innych podmiotów produkujących profile stalowe cechuje bardzo wysoki udział eksportu w sprzedaży ogółem. W 2015 roku ok. 43% wartości produkcji MFO trafiło na eksport.

Struktura akcjonariatu MFO (dane z raportu za 1Q'16)

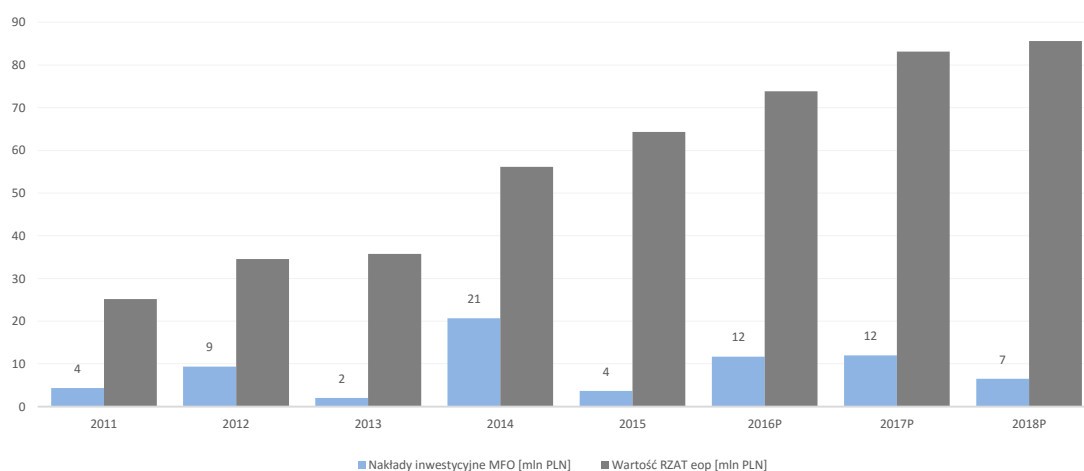
	Liczba akcji	Liczba głosów	Udział w ogólnej liczbie akcji	Udział w ogólnej liczbie głosów
Tomasz Mirski	2 100 000	2 625 000	34,43%	36,84%
Marek Mirski	2 000 000	2 500 000	32,79%	35,09%
Pozostali akcjonariusze	2 000 000	2 000 000	32,79%	28,07%
Ogółem	6 100 000	7 125 000	100%	100%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO

HISTORIA SPÓŁKI

Spółka powstała w 2000 roku i początkowo miała charakter jedynie handlowy. Od 2003 roku rozpoczęła samodzielną produkcję kształtowników stalowych zimnociętych, stosowanych jako wzmocnienia do stolarki okiennej PCV. Od tego czasu spółka istotnie zwiększała moce produkcyjne umacniając swoją pozycję. W 2007 roku MFO zaistniało również jako producent profili specjalnych, a w 2009 roku jako producent profili GK. Rozbudowa mocy produkcyjnych w przeszłości była wielokrotnie współfinansowana z dotacji UE.

Investycje w latach 2011-2015 dokonane przez MFO oraz prognoza DM BDM dalszych nakładów na lata 2016-2018



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO

GLÓWNE PRODUKTY SPÓŁKI

MFO produkuje profile stalowe zimnogięte z blach zimno i gorącowałcowanych. Produkcja odbywa się na specjalnych liniach produkcyjnych, zaginających stopniowo taśmę stalową za pomocą rolek zamontowanych na kolejnych stacjach roboczych, nadając jej ostatecznie wymagany kształt. Proces wytwarzania można podzielić na 2 główne etapy, czyli przygotowawczy w trakcie którego odbywa się produkcja półfabrykatów, polegająca na przecinaniu wzdłużnym kręgów stalowych na taśmy stalowe o zadanych parametrach, oraz proces właściwy, kiedy to finalnie dokonuje się produkcja kształtowników stalowych z taśm stalowych.

Spółka kupuje materiał wsadowy od wielu dostawców. W 2015 roku głównym dostawcą stali do produkcji w roku 2015 była grupa ArcelorMittal (zarówno w Polsce jak i w oddziałach zagranicznych AM).

Sprzedaż MFO odbywa się w oparciu o ramowe umowy współpracy i zamówienia handlowe od ponad 700 odbiorców. Zlecenia realizowane są przy uwzględnieniu cenników tworzonych na bazie cen materiału wsadowego. W 2015 roku obroty z żadnym z odbiorców nie przekroczyły 10% przychodów ze sprzedaży.

Grupa produktowa profili zimnogiętych obejmuje trzy główne rodzaje asortymentu:

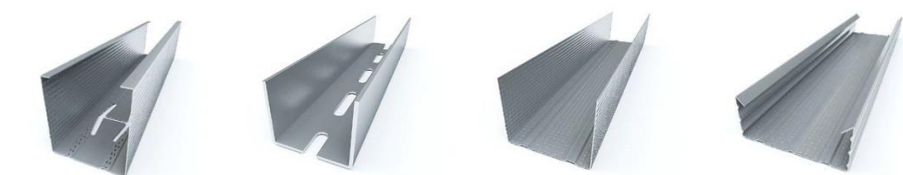
- profile okienne - stosowane są jako wzmocnienia do stolarki okiennej PCV; MFO oferuje różnorodne typy i kształty do większości systemów okiennych w tym: Aluplast, Kamerling, Plustec, Rehau, Roplasto, Schucko, Spectus, Trocal, Veka, KBE, Avangarde, Deco. MFO dostarcza profile okienne dla ponad 400 odbiorców.



- profile specjalne i spawane – wykorzystywane są przez odbiorców z sektora budownictwa, elementów konstrukcyjnych, automotive, branży klimatyzacyjnej, instalatorskiej i elementów wyposażenia wnętrz.



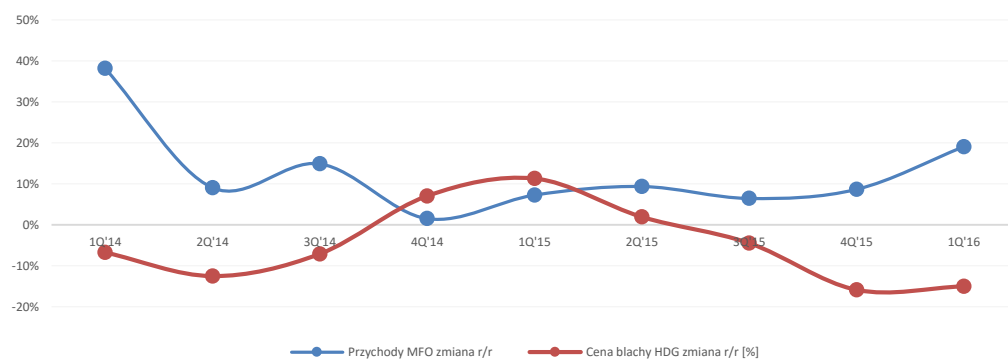
- profile gipsowo GK - przeznaczone są do budowy konstrukcji z zastosowaniem płyt gipsowo-kartonowych; produkty MFO stosowane są głównie przez podmioty z branży budowlano-montażowej.



STRUKTURA PRZYCHODÓW SPÓŁKI

Spółka w 2015 roku sprzedała ok 90 mln mb profili, czyli o niemal 14% więcej niż w 2014 roku (79 mln mb profili). Wartość sprzedaży za 2015 rok wyniosła 216,7 mln PLN i było to więcej o ponad 10% więcej niż w 2014 roku. Niższy przyrost sprzedaży w ujęciu PLN wynikał ze spadku cen blach będących wsadem do produkcji. Udział w sprzedaży profili specjalnych wzrósł do ponad 20% w 2015 roku. Wartościowo wpływ z tej kategorii produktów wzrósł o 8,8 mln PLN i ma to ważne znaczenie dla MFO z uwagi na wysoką marżowość.

Dynamika przychodów MFO w latach 2014-2016 na tle zmian cen blachy HDG



	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody MFO zmiana r/r	38%	9%	15%	2%	7%	9%	6%	9%	19%
Cena blachy HDG zmiana r/r [%]	-7%	-12%	-7%	7%	11%	2%	-4%	-16%	-15%

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

Szczegółowa struktura przychodów MFO w latach 2012-2015

	2012	2013	2014	2015
Przychody [mln PLN]	167,2	175,8	200,9	216,7
profile okienne	99,7	103,3	116,5	117,6
profile GK	32,4	35,3	28,2	32,1
profile specjalne	26,2	30,2	35,5	44,4
profile spawane	0,0	0,0	0,0	14,4
usługi	0,0	0,0	1,7	1,7
półfabrykaty	0,3	0,1	0,0	0,0
towary	8,6	6,8	18,9	6,6
Struktura przychodów [%]	2012	2013	2014	2015
profile okienne	60%	59%	58%	54%
profile GK	19%	20%	14%	15%
profile specjalne	16%	17%	18%	20%
profile spawane	0%	0%	0%	7%
usługi	0%	0%	1%	1%
półfabrykaty	0%	0%	0%	0%
towary	5%	4%	9%	3%

W 2014 roku spółka sprzedała ok 79 mln mb profili. W 2015 roku nastąpił wzrost sprzedaży do 90 mln mb profili.

Średnia cena profili w 2014 roku wyniosła ok 2,54 PLN/mb i spadła do 2,41 PLN/mb w 2015 roku.

Należy mieć na uwadze, że występuje znacząca różnica w cennikach w poszczególnych grupach asortymentowych.

Najdroższe są produkty z grupy profile specjalne. Najtańszy asortyment z kolei występuje w grupie profili G-K.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO

STRUKTURA KOSZTÓW MFO

Główną pozycją w kosztach operacyjnych jest zużycie materiałów i energii. Jest to związane z prowadzoną działalnością, gdzie podstawowym kosztem wsadu jest blacha. W naszych założeniach za podstawowy benchmark dla MFO traktujemy blachę HDG. Drugą kategorią kosztów są wynagrodzenia. Oceniamy, że spółkę charakteryzują niskie wskaźniki kosztowe w przeliczeniu na pracownika. W 2015 roku średnie zatrudnienie w osobach wzrosło do 190 osób ze 162 osób w 2014 roku. W 2013 roku średnie zatrudnienie wyniosło 134 osoby.

Liczba zatrudnionych osób w MFO i wskaźniki w przeliczeniu na 1 pracownika w latach 2013-2015

	2013	2014	2015
Średnia liczba zatrudnionych osób	134	162	190
Przychód na 1 pracownika [tys. PLN]	1 312	1 240	1 141
EBITDA na 1 pracownika [tys. PLN]	62,4	73,3	81,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO

Szczegółowa struktura kosztów operacyjnych MFO w latach 2012-2015

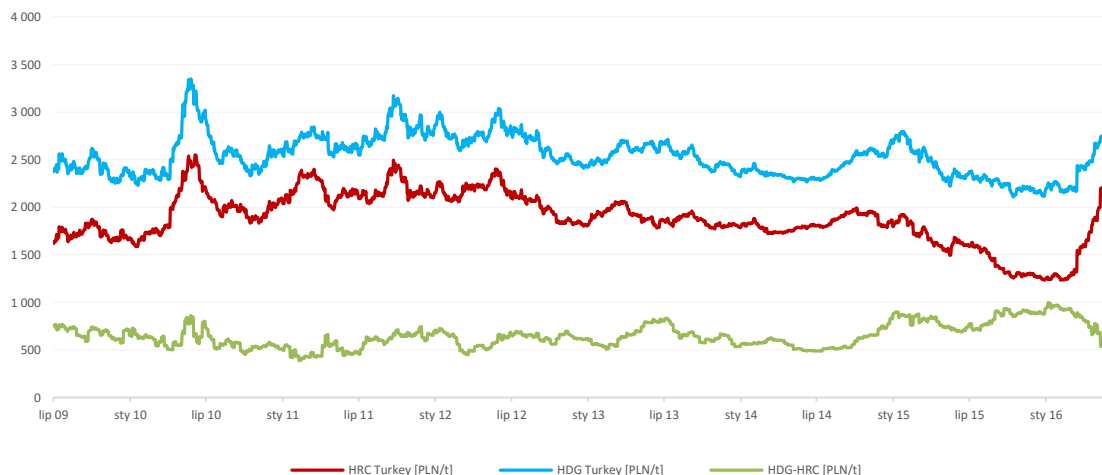
	2012	2013	2014	2015
Koszty operacyjne [mln PLN]	159,5	169,0	190,6	203,8
Amortyzacja	0,9	1,1	1,2	1,9
Zużycie materiałów i energii	140,8	142,7	156,7	172,0
Usługi obce	6,1	7,7	9,0	11,9
Podatki i opłaty	0,3	0,4	0,4	0,5
Wynagrodzenia	6,8	7,4	8,8	10,7
Wartość towarów i materiałów	3,8	8,8	13,6	5,9
Pozostałe koszty	0,8	0,9	1,0	1,0

Struktura kosztów [%]

	2012	2013	2014	2015
Amortyzacja	1%	1%	1%	1%
Zużycie materiałów i energii	88%	84%	82%	84%
Usługi obce	4%	5%	5%	6%
Podatki i opłaty	0%	0%	0%	0%
Wynagrodzenia	4%	4%	5%	5%
Wartość towarów i materiałów	2%	5%	7%	3%
Pozostałe koszty	1%	1%	0%	1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO

Ceny blach ze stali (HRC oraz HDG PLN/t kwotowania z rynku tureckiego)



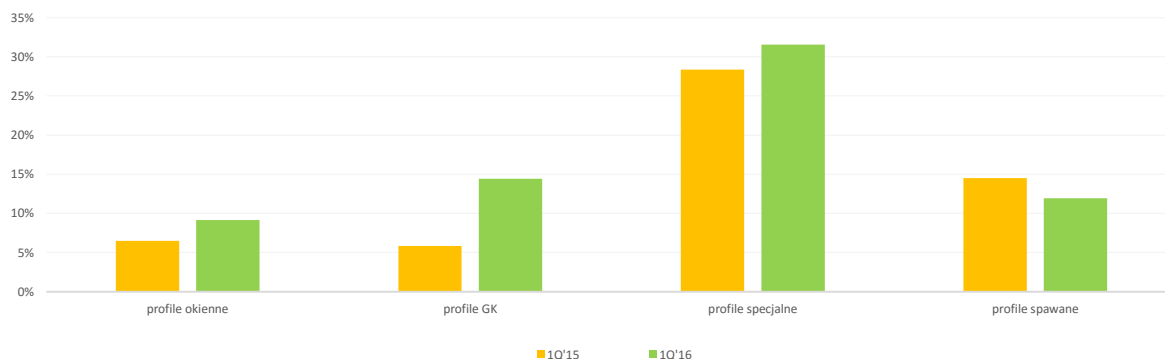
HRC - blacha walcowana na gorąco w kręgach
HDG - blacha ocynkowana ogniowo

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MARŻE NA POSZCZEGÓLNYCH KATEGORIACH PRODUKTÓW

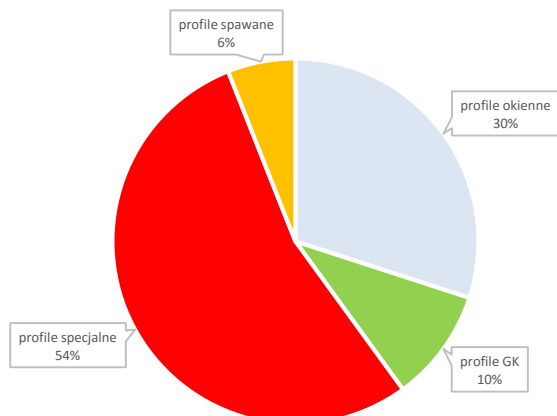
Poszczególne grupy produktowe MFO charakteryzują się różną marżą na sprzedaży. Najbardziej dochodowe dla spółki są profile specjalne. W ostatnich latach spółka systematycznie zwiększa udział w przychodach tych produktów, co miało istotne znaczenie w budowie marż. W strukturze przychodów profile specjalne w 1Q'16 stanowiły niespełna 25% ogółu sprzedaży (z czego 71% profili specjalnych trafiło na eksport i zwracamy uwagę, że odpowiadały za ok 50% wypracowanego wyniku brutto na sprzedaży).

Marża brutto na sprzedaży w poszczególnych grupach produktowych w 1Q'15 i 1Q'16

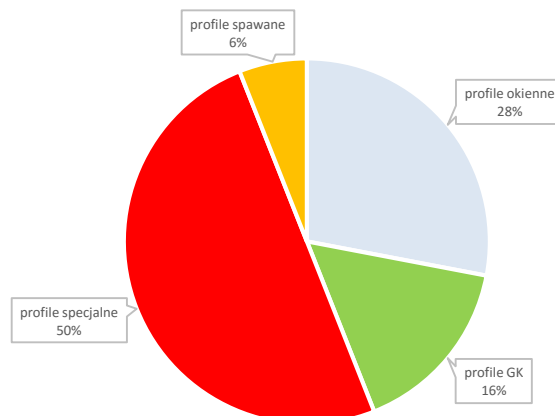


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO

Udział w wyniku brutto na sprzedaży w 1Q'15



Udział w wyniku brutto na sprzedaży w 1Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO

POZYCJA RYNKOWA MFO

Trudno porównać spółkę wprost do innych podmiotów obecnych na GPW. Należy mieć na uwadze, że notowany na rynku Stalprodukt jest grupą znacznie większą i segment profili stalowych jest tylko jednym z obszarów działalności. Segment profili Stalproduktu w 2015 roku osiągnął sprzedaż na poziomie 658 mln PLN (w 2014 roku było to ok 761 mln PLN). Wolumen sprzedaży całego segmentu w 2015 roku był na poziomie 285 tys. ton (w 2014 roku było ponad 298 tys. ton). Zwracamy uwagę, że segment profili Stalproduktu składa się z trzech głównych obszarów: kształtowniki zimnogięte, bariery drogowe oraz centrum serwisowe blach. W 2015 roku w obszarze kształtowników (najbardziej porównywalny obszar z MFO) Stalprodukt osiągnął sprzedaż na poziomie 520,4 mln PLN (w 2014 roku ok 536,5 mln PLN). Wolumen sprzedaży kształtowników w 2015 roku był na poziomie 234,3 tys. ton (w 2014 roku ok 221,6 tys. ton). W 2015 roku ok 28% sprzedaży wartościowo trafiło na eksport (w poprzednich trzech latach eksport stanowił ok 34-35% sprzedaży). Wartość sprzedaży MFO w 2015 roku wyniosła 216,7 mln PLN wobec 200,9 mln PLN w 2014 roku. Wolumen sprzedaży w 2015 roku wyniósł ok 90 mln mb profili, a w 2014 roku było to ok 79 mln mb profili. MFO w 2015 roku 43% sprzedanych produktów wysłało na eksport. Stalprodukt szacuje swój udział w zużyciu jawnym kształtowników giętych na zimno na rynku polskim na poziomie ok. 30%. Na tym tle udział MFO w całym rynku krajowym profili zimnogiętych według naszej symulacji może oscylować w okolicy 10%. W prezentacji wynikowej za 1Q'16 spółka informuje, że jej udział w samym segmencie profili okiennych w Polsce wynosi ok 30%.

Dane operacyjne segmentu profili w Stalprodukcje na tle MFO

Stalprodukt	2013	2014	2015	MFO	2014	2015
Segment profili sprzedaż [tys. ton]	312	298	285	Wolumen sprzedaży MFO [mln mb]	79	90
kształtowniki zimnogięte	220	222	234			
bariery ochronne	25	26	16			
centrum blach	68	50	35			
Segment profili przychody [mln PLN]	812	751	658	Przychody MFO [mln PLN]	201	217
kształtowniki zimnogięte	549	536	520			
bariery ochronne	111	116	67			
centrum blach	152	98	70			
Średnia cena sprzedaży [PLN/t]	2 601	2 516	2 306	Średnia cena sprzedaży [PLN/mb]	2,54	2,41
kształtowniki zimnogięte	2 497	2 421	2 221			
bariery ochronne	4 532	4 419	4 303			
centrum blach	2 237	1 945	1 987			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO, Stalprodukt

Porównanie wyników MFO z segmentem profili w Stalprodukcje (w ujęciu kwartalnym)



Segment profili giętych w Stalprodukcje obejmuje trzy główne grupy: kształtowniki zimnogięte, bariery drogowe oraz centrum serwisowe blach

Marża segmentu profili w Stalprodukcje to EBITDA skorygowana o saldo finansowe

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MFO, Stalprodukt

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Silna konkurencja na rynku producentów profili stalowych w Polsce

MFO funkcjonuje na rynku producentów i dystrybutorów wyrobów stalowych wykonywanych ze stali płaskiej. Oceniamy, że na polskim rynku występuje nadal nadpodaż mocy produkcyjnych w profilach, co przez ostatnie lata wpłynęło na spadek marż produkcyjnych w całej branży. Jednym z większych podmiotów zagranicznych działających w Polsce jest m.in. Marcegaglia (z dużymi mocami wytwórczymi). Zwracamy uwagę, że MFO oferuje większość asortymentów w segmentach, które akurat nie są w bezpośrednim zainteresowaniu tego podmiotu. Akcentujemy również duży udział eksportu MFO (w 2015 roku było to ok 43% sprzedaży).

Realizowane marże produkcyjne

Spółka działa na rynku bardzo konkurencyjnym. Nadpodaż mocy produkcyjnych wpływa na silną presję cenową, dlatego kluczowe znaczenie dla MFO ma koszt zakupu wsadu produkcyjnego. Należy mieć na uwadze, że zakupy surowca i sprzedaż wyrobów w dużym stopniu mają charakter transakcji SPOTowych.

Zmiany cen stali

Wyniki finansowe MFO oraz poziom marży uzyskiwanej na sprzedaży uzależniony jest od poziomu cen stali, która stanowi główny składnik kosztowy w procesie produkcji profili stalowych. Znaczna i nagła obniżka cen stali może odbić się negatywnie na wynikach finansowych MFO poprzez zmniejszenie uzyskiwanej na sprzedaży marży, a także zmusić do dokonania przeszacowania zapasów. Z kolei wzrost cen stali może pozytywnie odbić się na przychodach i realizowanych marżach. Spółka sygnalizuje, że rynek przy trendzie rosnących cen stali umożliwia jej osiągnięcie większych przychodów i zrealizowanie lepszej marży niż przy trendzie cen malejących (od debiutu giełdowego na GPW do przełomu 2015/2016 spółka borykała się z trendem spadających cen stali, który naszym zdaniem został w 1Q'16 zakończony).

Ryzyko kursowe

MFO dokonuje znacznej części zakupów surowców na rynku europejskim i realizuje znaczną część sprzedaży wyrobów na rynku europejskim i południowoamerykańskim. W celu ograniczenia ryzyka spółka stosuje hedging naturalny dopasowując poziom ekspozycji importowej do ekspozycji eksportowej. Ponad 43% sprzedaży spółki trafiło w 2015 roku na eksport. Znaczenie sprzedaży zagranicznej w kolejnych latach może rosnąć. Dlatego należy mieć na uwadze, że gwałtowne wahania kursów walutowych mogą rzutować na realizowane marże. Na koniec 1Q'16 należności handlowe wynosiły ok 26,6 mln PLN (z czego 10,1 mln PLN było w EUR). Zobowiązania handlowe na koniec 1Q'16 były na poziomie 23,1 mln PLN (w tym 1,44 mln PLN nominowane w EUR).

WYNIKI FINANSOWE MFO ZA 1Q'16

Spółka systematycznie (od debiutu na GPW) poprawia wyniki finansowe. Doceniamy udane zakończenie poprzedniego projektu inwestycyjnego, co znacząco zwiększyło moce wytwórcze MFO i w istotny sposób poprawiło strukturę oferowanego asortymentu. Tym samym na bardzo trudnym rynku profili zimnogiętych, przy spadających cenach wyrobów stalowych, MFO z sukcesem wypracowuje od dłuższego już czasu ponadprzeciętne rezultaty. Kluczowe znaczenie dla osiąganych marż ma również systematycznie rosnący eksport (spółka jest nagradzana jako podmiot zwiększający sprzedaż eksportową).

W 1Q'16 przychody spółki wzrosły o ponad 18% r/r do 56,8 mln PLN. W tym okresie średnia cena blachy wsadowej (HDG) spadła o ok 400 PLN/t r/r, czyli o prawie 15% r/r. W omawianym kwartale widać było zatem efekt zwiększonych mocy produkcyjnych. Udział eksportu w sprzedaży produktów w 1Q'16 wyniósł ok 44% (eksport produktów w tym kwartale wzrósł o 7% r/r). W całym 2015 roku eksport produktów stanowił 43% i wartościowo wzrósł o ponad 18% względem 2014 roku.

Ogółem w 1Q'16 marża brutto na sprzedaży uległa poprawie r/r i wyniosła ok 15% (+4 pkt %). W 1Q'16 EBITDA spółki wzrosła z 2,1 do 4,2 mln PLN (marża EBITDA była wyższa zatem o ok 3 pkt %). Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 2,5 mln PLN.

Wzrost skali działania wiąże się z zaangażowaniem przez spółkę większych środków w kapitale obrotowym. Na koniec marca 2016 roku zaangażowany kapitał obrotowy wynosił ok 31 mln PLN (wzrost względem końca 2015 roku o ok 0,8 mln PLN i o 8,8 mln PLN w porównaniu do końca marca 2015 roku). Nadwyżka zaangażowanego kapitału obrotowego nad długiem netto na koniec 1Q'16 wyniosła 13.3 mln PLN. Jest to poprawa względem 1Q'15 o 8,3 mln PLN.

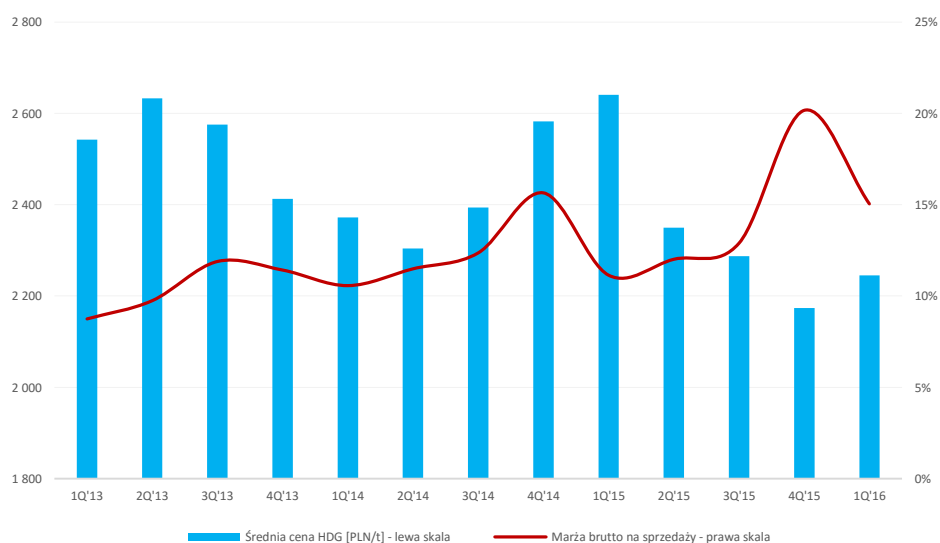
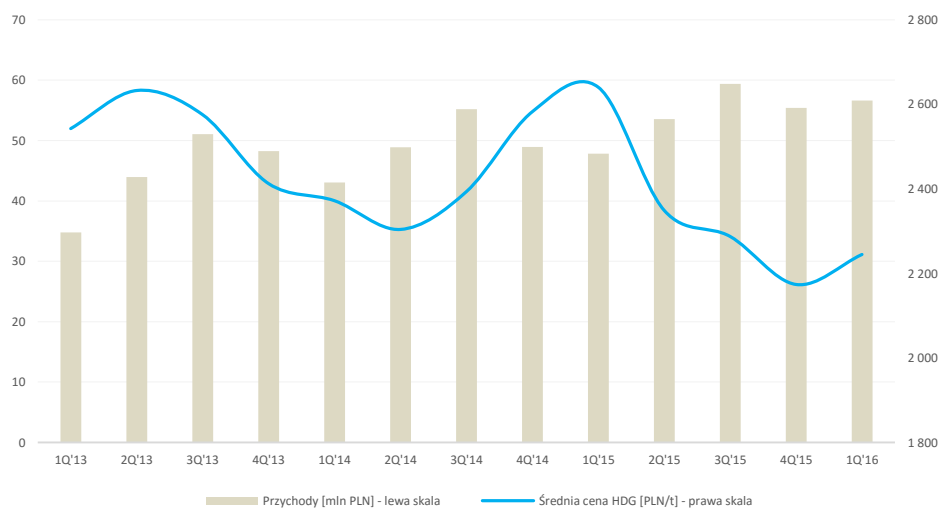
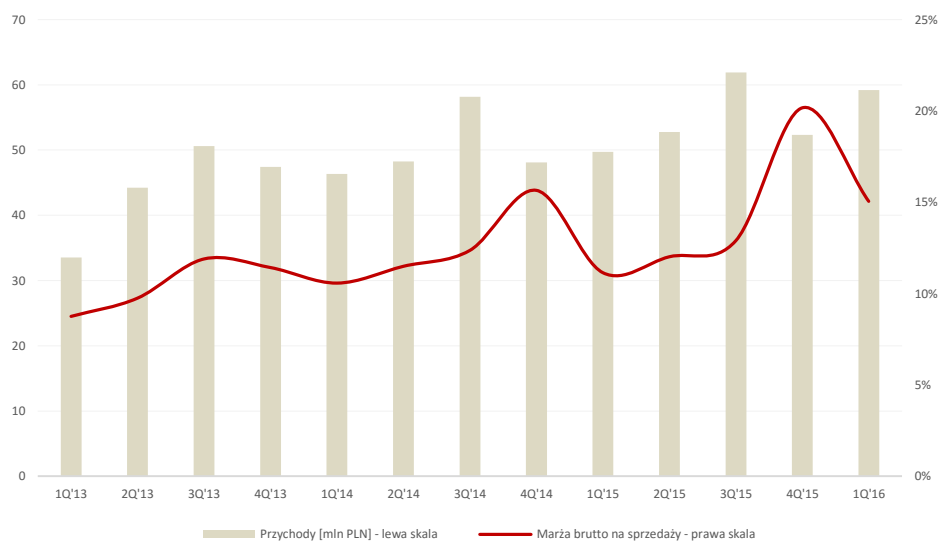
Wyniki MFO w ujęciu kwartalnym

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	47,9	56,6	18%	200,90	225,0	12%
Wynik brutto na sprzedaży	5,3	8,5	60%	25,43	33,8	33%
Koszty sprzedaży	2,9	3,6	23%	11,66	14,4	23%
Koszty zarządu	0,9	1,2	37%	3,35	4,3	29%
EBITDA	2,1	4,2	96%	12,31	17,6	43%
EBIT	1,7	3,7	118%	10,96	15,6	43%
Saldo finansowe	-0,4	-0,5	25%	-0,90	-1,3	40%
Wynik brutto	1,3	3,2	146%	10,06	14,4	43%
Wynik netto	1,1	2,5	130%	8,01	11,6	44%
Marża brutto	11%	15%		13%	15%	
Marża EBITDA	4%	7%		6%	8%	
Marża netto	2%	4%		4%	5%	
Szacunek wyniku EBITDA/t [PLN/t]*	137	206	51%	195	217	11%
Śr. cena blachy HDG [PLN/t] (wsad do produkcji)	2 641	2 245	-15%	2 480	2 264	-9%
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	22,2	31,0	40%	22,2	31,0	40%
Zapasy	28,8	26,5	-8%	28,8	26,5	-8%
Należności handlowe	22,6	28,0	24%	22,6	28,0	24%
Zobowiązania handlowe	29,2	23,6	-19%	29,2	23,6	-19%
CF netto [mln PLN]	-4,8	-0,6	---	1,2	-0,2	---
CF operacyjny	-2,0	1,7	---	7,8	5,1	-35%
CF inwestycyjny	-1,1	-0,9	---	-14,9	-3,4	---
CF finansowy	-1,7	-1,4	---	8,3	-1,8	---
Dług netto eop [mln PLN]	17,2	17,7	3%	17,2	17,7	3%
Dług %	20,3	20,7	2%	20,3	20,7	2%
Środki pieniężne	3,1	3,0	-5%	3,1	3,0	-5%
Kapitał obrotowy - dług netto eop [mln PLN]	5,0	13,3	165%	5,0	13,3	165%

* szacunek DM BDM; spółka nie podaje w ujęciu kwartalnym wolumenów sprzedaży

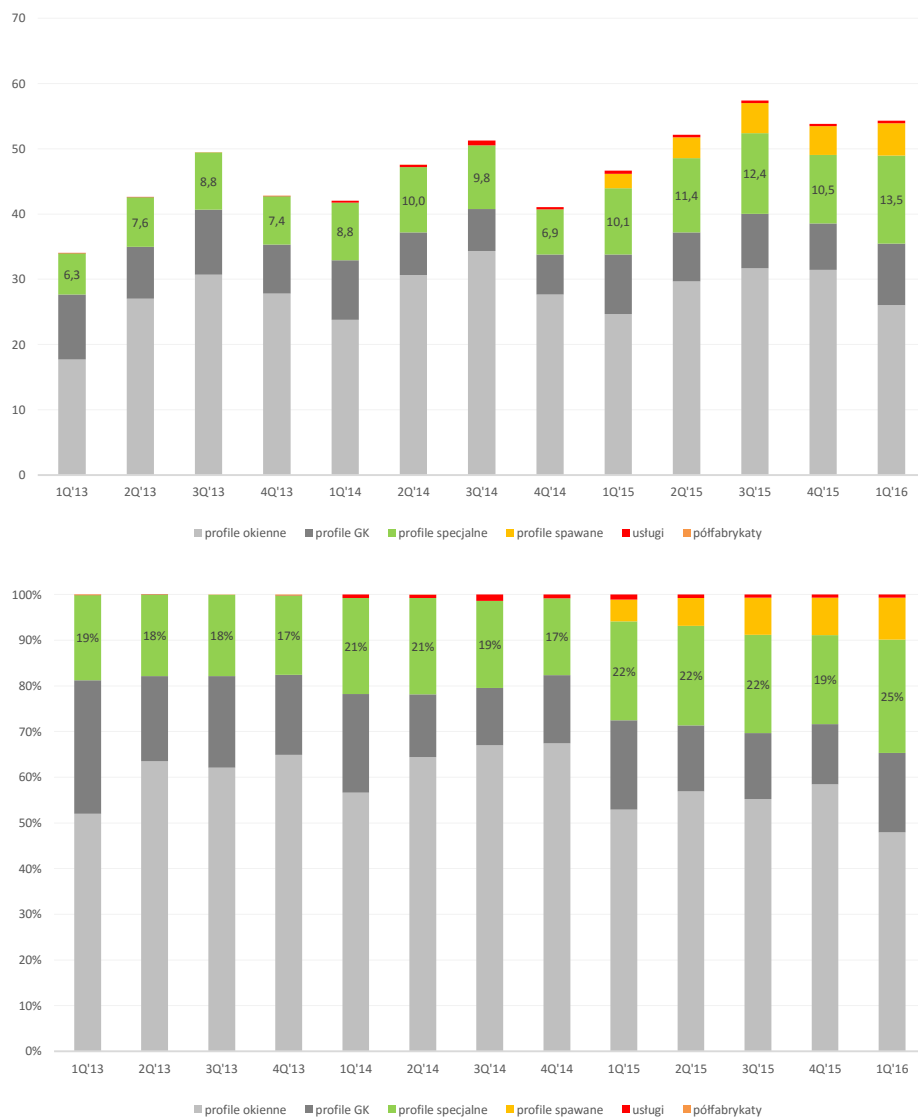
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



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

Struktura asortymentowa sprzedaży MFO (w ujęciu kwartalnym)

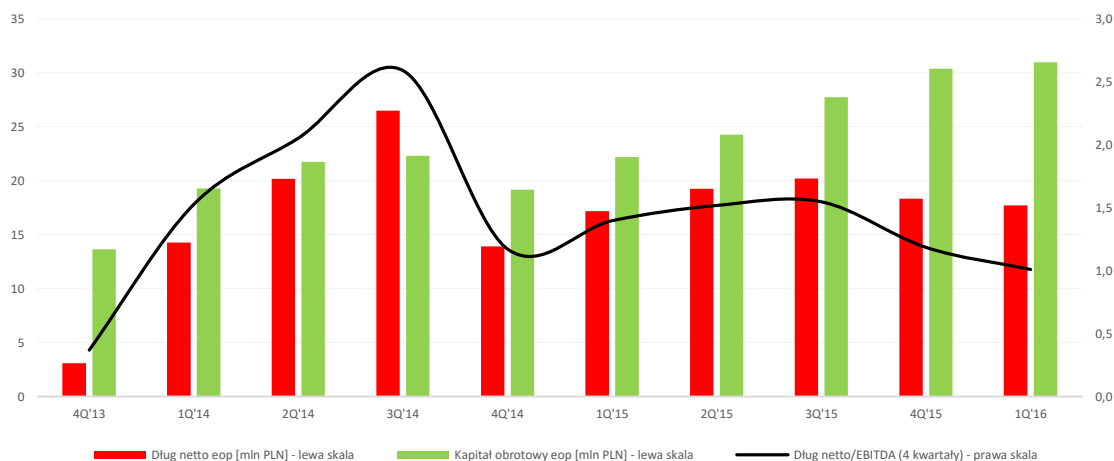


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI I ZAANGAŻOWANY KAPITAŁ OBROTOWY

Po 1Q'16 dług netto spółki wynosił 17,7 mln PLN (na koniec 2015 roku było to 18,3 mln PLN). Wskaźnik dług netto/EBITDA (za 4 ostatnie kwartały) na koniec 1Q'16 wynosił zatem 1,0x. Uwzględniając dobre perspektywy jakie stoją przed spółką w 2016 roku oceniamy, że spółka ma bezpieczną strukturę bilansu. Dodatkowo zwracamy uwagę, że w 2015 roku spółka systematycznie zwiększała poziom zaangażowanego kapitału obrotowego. Na koniec 1Q'15 wartość kapitału obrotowego na bilansie wynosiła ok 22,2 mln PLN, podczas gdy na koniec 1Q'16 było to już ok 31 mln PLN.

Dług netto na tle zaangażowanego kapitału obrotowego na bilansie MFO

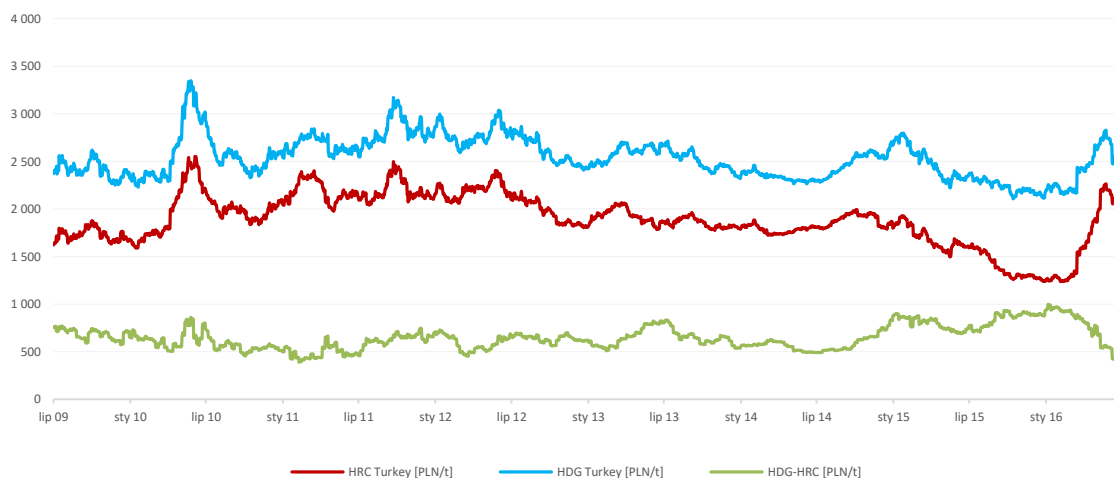


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA WYNIKÓW MFO NA 2016 ROK I KOLEJNE LATA

Spółka od debiutu na GPW jest na ścieżce wzrostu wyników pomimo spadających cen wyrobów stalowych (szczególnie w 2015 roku). Oczekujemy, że okres 2Q'16 powinien przynieść silną poprawę rentowności wraz z dokonanymi wzrostami cen stali. Szacujemy, że w 2Q'16 średnia cena blachy HDG wzrosła o ponad 350 PLN/t względem 1Q'16 oraz o ok 260 PLN/t w porównaniu z 2Q'15. Ten ruch cenowy powinien wg nas mieć bardzo korzystne przełożenie na rezultaty MFO. W kolejnych dwóch kwartałach 2016 roku przyjmujemy ceny dla blachy HDG odpowiednio na poziomie ok 2 475 PLN/t i 2 400 PLN/t (po korekcie względem lokalnych szczytów zanotowanych w maju'16). Tym samym będzie to oznaczało, że cena HDG będzie w 2H'16 wyższa o ok 210 PLN/t względem 2H'15, czyli o ponad 9% r/r.

Ceny blach ze stali (HRC oraz HDG PLN/t kwotowania z rynku tureckiego)

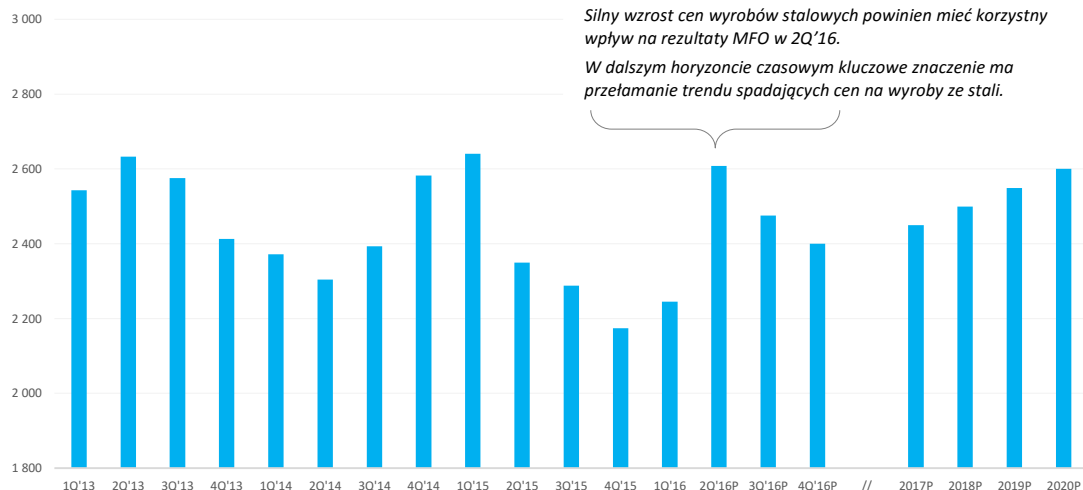


HRC - blacha walcowana na gorąco w kręgach
HDG - blacha ocynkowana ogniowo

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Nasze założenia dla wolumenów sprzedaży uwzględniają niemal pełne obłożenie mocy produkcyjnych. W modelu przyjmujemy na 2Q'16 efekt wyższych wolumenów r/r podobnie jak to było w 1Q'16, a na 2H'16 wzrost wolumenów wynosi ok 3,5% r/r. Ogółem na cały 2016 rok zakładamy wolumeny sprzedaży (według tonażu) wyższe o ponad 11% względem 2015 roku. Zwracamy jednak uwagę, że spółka nie podaje dokładnych danych na temat tonażu produkcji i założenia oparte są wyłącznie o szacunki DM BDM. Na podstawie danych spółki wynika, że w całym 2015 roku spółka sprzedała ok 90 mln mb profili czyli o 14% więcej r/r (w 2014 roku było to 79 mln mb; w 1H'15 ok 42,9 mln mb, a w 2H'15 ok 47,1 mln mb).

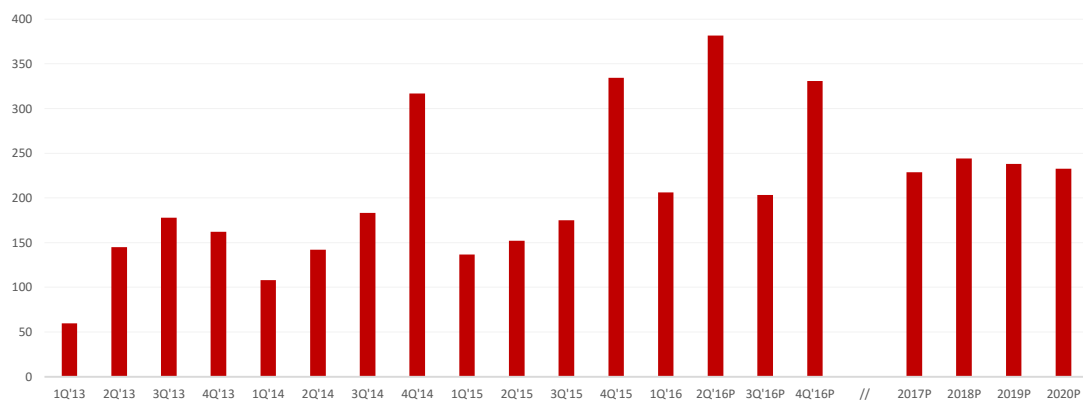
Zakładana przyszła ścieżka kształtowania cen stali (blacha HDG PLN/t)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Jednorazowy efekt nagłego odbicia cen stali powinien być widoczny w rezultatach MFO w szczególności w 2Q'16. Jak już pisaliśmy, w kolejnych okresach zakładamy płaską korektę do końca 2016 roku i od 2017 roku powolną odbudowę cen. Tym samym marża EBITDA/t w kolejnych kwartałach w naszym modelu powraca do poziomów „naturalnych” dla spółki. Należy mieć jednak na uwadze, że spółka systematycznie zwiększa udział w sprzedaży profili specjalnych, których rentowność jest znacznie wyższa niż pozostałych grup asortymentowych (w 1Q'16 rentowność brutto na sprzedaży profili okiennych wynosiła ok 9%, a profili specjalnych ponad 30%).

Przyjęte w modelu założenia dla przyszłych wyników [EBITDA/t]*



szacunki EBITDA/t są wyłącznie założeniami DM BDM; spółka nie podaje tonażu sprzedaży

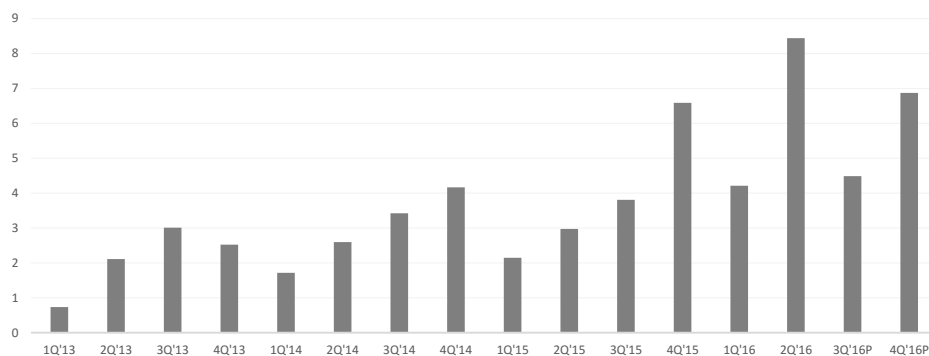
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ogółem zakładamy, że przychody spółki w 2016 roku wyniosą prawie 261 mln PLN, co oznacza ponad 20% więcej r/r. W 1H'16 przyjęta dynamika wzrostu przychodów wynosi ok 28% r/r, z kolei w 2H'16 ok. 13% r/r. Przy utrzymaniu rosnących cen na wyroby spółki pozostawiamy sobie pole do podniesienia założeń na 2H'16.

Na poziomie wyników zakładamy, że 2Q'16 będzie najlepszym kwartałem w dotychczasowej historii spółki. Staraliśmy się uwzględnić efekt wzrostu wolumenów oraz silnych podwyżek cennikowych w 2Q'16. Tym samym oczekujemy, że EBITDA za 2Q'16 wyniesie 8,4 ml PLN. Na poziomie zysku netto spodziewamy się prawie 6,1 mln PLN. W skali całego 2016 roku zakładamy wypracowanie EBITDA na pułapie niemal 24 mln PLN i zysku netto w kwocie 16,3 mln PLN.

Nasza prognoza na 2017 rok jest według nas zachowawcza. Przyjęliśmy ostrożnościowo spadek marż produkcyjnych pozostawiając sobie pole do korekty w górę tych założeń. W końcówce 2017 roku oraz w latach 2018-2019 uwzględniamy uruchomienie nowych mocy produkcyjnych. W spółce trwa bowiem kolejny etap inwestycji. MFO chce uruchomić linię do technologii wytwarzania wsporników ściennych (szacowany koszt linii produkcyjnych to ok 26,4 mln PLN z czego 13,4 mln PLN ma pochodzić z dotacji unijnych).

Zakładany wzrost EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



W 1H'16 EBITDA może wynieść 12,6 mln PLN (w 1H'15 było to 5,1 mln PLN).

Ostrożnie zakładamy, że w 2H'16 EBITDA przekroczy pułap 11,3 mln PLN.

Tym samym w skali całego 2016 roku EBITDA będzie na poziomie prawie 24 mln PLN (w 2015 roku było to 15,5 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia dla MFO na kolejne okresy

RZIS [mln PLN]	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	55,20	48,93	47,85	53,54	59,38	55,40	56,65	72,59	66,27	62,80	196,12	216,17	260,86	266,35	297,23	324,20
Wynik brutto na sprzedaży	6,82	7,66	5,33	6,43	7,65	11,17	8,52	13,05	8,63	12,02	24,65	30,59	42,24	38,37	41,71	44,30
Koszty sprzedaży	2,91	3,03	2,94	3,15	3,44	4,20	3,61	3,97	3,35	4,35	11,09	13,72	15,28	14,93	16,22	17,37
Koszty zarządu	0,78	0,90	0,86	1,00	0,94	1,22	1,17	1,30	1,32	1,52	3,32	4,01	5,31	5,84	6,42	6,90
EBITDA	3,42	4,16	2,14	2,96	3,81	6,58	4,20	8,39	4,57	6,78	11,88	15,49	23,95	20,50	24,07	25,24
EBIT	3,12	3,84	1,70	2,52	3,35	6,07	3,70	7,84	4,02	6,21	10,69	13,64	21,77	17,80	20,07	21,04
Saldo finansowe	-0,25	-0,04	-0,40	-0,30	-0,12	-0,35	-0,49	-0,35	-0,35	-0,36	-0,72	-1,16	-1,56	-1,60	-1,59	-1,41
Wynik brutto	2,87	3,80	1,30	2,22	3,24	5,72	3,21	7,49	3,67	5,84	9,97	12,48	20,21	16,20	18,49	19,64
Wynik netto	2,36	2,87	1,09	1,76	2,57	4,72	2,52	6,07	2,97	4,73	7,91	10,14	16,29	13,12	14,97	15,90
Marża brutto na sprzedaży [%]	12%	16%	11%	12%	13%	20%	15%	18%	13%	19%	13%	14%	16%	14%	14%	14%
Marża EBITDA [%]	6%	9%	4%	6%	6%	12%	7%	12%	7%	11%	6%	7%	9%	8%	8%	8%
Marża netto [%]	4%	6%	2%	3%	4%	9%	4%	8%	4%	8%	4%	5%	6%	5%	5%	5%
Szacunek wyniku EBITDA/t [PLN/t]	183	317	137	152	175	334	206	381	203	331	180	202	280	229	244	238
Śr. cena blachy HDG [PLN/t] (wsad do produkcji)	2 394	2 583	2 641	2 349	2 288	2 174	2 245	2 608	2 475	2 400	2 413	2 363	2 432	2 450	2 499	2 549
Kapitał obrotowy eop [mln PLN]	22,3	19,2	22,2	24,3	27,7	30,4	31,0	37,1	34,3	37,2	18,7	30,4	37,2	37,9	44,0	51,5
Zapasy	25,3	18,6	28,8	28,6	36,0	27,0	26,5	30,3	30,2	32,9	18,1	27,0	32,9	34,3	39,1	44,4
Należności handlowe	25,7	15,8	22,6	24,6	28,3	21,8	28,0	30,3	28,8	28,6	15,8	21,8	28,6	29,2	33,4	38,2
Zobowiązania handlowe	28,7	15,2	29,2	28,9	36,6	18,4	23,6	23,6	24,7	24,3	15,2	18,4	24,3	25,5	28,5	31,1
Dług netto eop [mln PLN]	26,5	13,9	17,2	19,2	20,2	18,3	17,7	18,2	19,0	13,4	13,9	18,3	13,4	9,2	4,3	2,7
Dług %	28,2	21,9	20,3	22,8	21,6	21,9	20,7	20,7	20,7	21,7	21,9	21,9	21,7	27,7	25,7	23,7
Środki pieniężne	1,7	8,0	3,1	3,5	1,3	3,6	3,0	2,4	1,7	8,2	8,0	3,6	8,2	18,5	21,4	20,9
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	-4,2	5,3	5,0	5,0	7,5	12,0	13,3	18,8	15,3	23,7	4,8	12,0	23,7	28,8	39,7	48,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	167,2	175,8	200,9	216,7	260,9	266,4	297,2	324,2	346,0	360,5	375,6	391,4	407,9	425,1
EBITDA	8,0	8,4	11,9	15,5	24,0	20,5	24,1	25,2	25,9	26,0	26,2	26,4	26,5	26,7
EBIT	7,1	7,2	10,7	13,6	21,8	17,8	20,1	21,0	21,6	21,6	21,7	21,7	21,8	21,8
Saldo finansowe	-0,8	-0,6	-0,7	-1,2	-1,6	-1,6	-1,6	-1,4	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4
Wynik brutto	6,3	6,6	10,0	12,5	20,2	16,2	18,5	19,6	20,3	20,5	20,8	21,0	21,2	21,4
Wynik netto	4,9	6,0	7,9	10,1	16,3	13,1	15,0	15,9	16,5	16,6	16,8	17,0	17,2	17,3
Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	34,6	35,8	56,3	64,5	74,1	83,4	85,9	87,2	88,3	89,6	90,9	92,3	93,8	95,5
RZAT	34,5	35,7	56,2	64,3	73,8	83,1	85,6	86,9	88,0	89,3	90,7	92,1	93,5	95,2
Inne aktywa trwałe	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa obrotowe	38,7	40,4	41,9	52,4	69,9	82,2	94,0	103,7	112,6	119,7	126,2	131,9	137,7	143,4
Zapasy	21,0	20,4	18,1	27,0	32,9	34,3	39,1	44,4	47,4	49,4	51,5	53,6	55,9	58,2
Należności handlowe	15,7	14,4	15,8	21,8	28,6	29,2	33,4	38,2	41,7	44,4	46,3	48,3	50,3	52,4
Inne aktywa obrotowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne	1,9	5,5	8,0	3,6	8,2	18,5	21,4	20,9	23,3	25,7	28,2	29,8	31,3	32,5
Aktywa razem	73,4	76,2	98,2	116,9	144,0	165,6	179,9	190,9	200,9	209,3	217,1	224,2	231,4	238,8
Kapitał własny	26,6	44,2	51,5	64,1	80,4	90,3	102,0	113,4	124,3	134,3	143,7	152,3	160,9	169,7
Zobowiązania dł term	7,4	8,1	16,0	15,5	21,0	25,5	27,2	26,2	25,2	24,2	23,2	22,2	21,2	20,1
Kredyty i pożyczki	3,1	2,1	3,9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Rezerwy z odroczonego podatku	2,0	1,8	2,2	3,9	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Dł term rezerwy na zobow	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobow z tyt leasingu	2,3	4,2	3,7	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Pozostałe zob dł term	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia mo	0,0	0,0	6,2	6,8	12,5	17,0	18,7	17,7	16,7	15,7	14,7	13,6	12,6	11,6
Zobowiązania kr term	39,4	23,9	30,7	37,3	42,5	49,8	50,7	51,3	51,4	50,8	50,3	49,8	49,3	49,0
Zobowiązania handlowe	31,1	21,2	15,2	18,4	24,3	25,5	28,5	31,1	33,2	34,6	36,0	37,5	39,1	40,8
Kredyty i pożyczki	7,3	1,1	12,8	15,8	15,9	21,9	19,9	17,9	15,9	13,9	11,9	9,9	7,9	5,9
Zobow z tyt podatku	0,0	0,1	0,7	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobow z tyt leasingu	0,7	1,3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Rezerwy kr term	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Rozliczenia mo	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pasywa razem	73,4	76,2	98,2	116,9	144,0	165,6	179,9	190,9	200,9	209,3	217,1	224,2	231,4	238,8
CF [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CF operacyjny	7,6	-0,5	5,7	1,4	11,9	16,4	13,5	13,0	16,6	17,8	18,8	18,8	18,8	18,8
CF inwestycyjny	-9,3	2,3	-20,5	-3,6	-11,7	-12,0	-6,5	-5,5	-5,4	-5,7	-5,9	-6,0	-6,2	-6,6
CF finansowy	3,0	1,8	17,3	-2,1	4,5	5,8	-4,2	-7,9	-8,8	-9,7	-10,4	-11,2	-11,1	-11,0
CF netto	1,2	3,6	2,5	-4,4	4,7	10,3	2,9	-0,4	2,4	2,4	2,5	1,6	1,5	1,2
Środki pieniężne sop	0,7	1,9	5,5	8,0	3,6	8,2	18,5	21,4	20,9	23,3	25,7	28,2	29,8	31,3
Środki pieniężne eop	1,9	5,5	8,0	3,6	8,2	18,5	21,4	20,9	23,3	25,7	28,2	29,8	31,3	32,5

Wskaźniki	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena [PLN/akcję]	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66
Liczba akcji [mln szt.]	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Kapitalizacja [mln PLN]	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326	83,326
EPS zmiana r/r	20,4%	32,8%	94,0%	6,3%	-19,5%	14,1%	6,2%	3,5%	0,9%	1,2%	1,1%	0,9%	1,0%
EPS [PLN]	0,98	1,30	2,51	2,67	2,15	2,45	2,61	2,70	2,72	2,76	2,79	2,81	2,84
BVPS [PLN]	7,24	8,44	10,51	13,19	14,80	16,72	18,59	20,38	22,02	23,55	24,96	26,38	27,82
P/E (x)	14,0x	10,5x	8,2x	5,1x	6,3x	5,6x	5,2x	5,1x	5,0x	5,0x	4,9x	4,9x	4,8x
EV/EBITDA (x)	10,3x	8,2x	6,6x	4,0x	4,5x	3,6x	3,4x	3,2x	3,0x	2,8x	2,6x	2,5x	2,3x
P/BV (x)	1,9x	1,6x	1,3x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
EV [mln PLN]	86,4	97,2	101,7	96,8	92,5	87,6	86,1	81,7	77,3	72,8	69,2	65,7	62,5
Dług netto [mln PLN]	3,1	13,9	18,3	13,4	9,2	4,3	2,7	-1,7	-6,0	-10,5	-14,1	-17,7	-20,9
Dług % [mln PLN]	8,6	21,9	21,9	21,7	27,7	25,7	23,7	21,7	19,7	17,7	15,7	13,7	11,7
Środki pieniężne [mln PLN]	5,5	8,0	3,6	8,2	18,5	21,4	20,9	23,3	25,7	28,2	29,8	31,3	32,5
Zaangażowany kapitał obrotowy [mln PLN]	13,6	18,7	30,4	37,2	37,9	44,0	51,5	55,9	59,3	61,7	64,3	67,1	69,9
Kapitał obrotowy - dług netto [mln PLN]	10,6	4,8	12,0	23,7	28,8	39,7	48,8	57,6	65,3	72,3	78,5	84,7	90,7
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,6	1,8	0,0	3,3	3,3	4,5	5,6	6,6	7,5	8,4	8,5	8,6
Dywidenda jako % zysku netto za poprzedni rok [%]	0%	10%	23%	0%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	50%	50%
DPS [PLN/akcję]	0,0	0,1	0,3	0,0	0,5	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2	1,4	1,4	1,4
Rentowność dywidendy (DPS/kurs) [%]	0,0%	0,7%	2,2%	0,0%	3,9%	3,9%	5,4%	6,7%	7,9%	9,0%	10,1%	10,2%	10,3%
Marża brutto na sprzedaży [%]	10,6%	12,6%	14,1%	16,2%	14,4%	14,0%	13,7%	13,4%	13,2%	13,0%	12,8%	12,6%	12,4%
Marża EBITDA [%]	4,7%	6,1%	7,2%	9,2%	7,7%	8,1%	7,8%	7,5%	7,2%	7,0%	6,7%	6,5%	6,3%
Marża netto [%]	3,3%	4,0%	4,7%	6,2%	4,9%	5,0%	4,9%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%
ROE [%]	16,8%	16,5%	17,5%	22,5%	15,4%	15,6%	14,8%	13,9%	12,9%	12,1%	11,5%	11,0%	10,5%
ROA [%]	8,0%	9,1%	9,4%	12,5%	8,5%	8,7%	8,6%	8,4%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%	7,4%
Capex [mln PLN]	2,0	20,7	3,6	11,7	12,0	6,5	5,5	5,4	5,7	5,9	6,0	6,2	6,6
Amortyzacja [mln PLN]	1,1	1,2	1,9	2,2	2,7	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,8	4,9
Capex/Amortyzacja [%]	178%	1737%	196%	537%	444%	163%	131%	125%	130%	130%	130%	130%	135%

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stala

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

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	Dzień publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	20,63	---	---	27.06.2016	11:59 CEST	13,66	44 229

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	8	42%
Akumuluj	7	37%
Trzymaj	2	11%
Redukuj	2	11%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nota prawna:

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 27.06.2016 roku o godzinie 11:59 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.06.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i załozenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 27.06.2016 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującą, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuację powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.