



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

Obecnie kurs Śnieżki znajduje się na rekordowych w historii poziomach, po skorygowaniu o wypłacone dywidendy. W ujęciu nominalnym także udało się w ostatnich tygodniach poprawić szczyt z 2007 roku. Za pozytywnym sentymentem stoją m.in. rekordowe w historii wyniki 2015 roku oraz bardzo dobry 1Q'16. Jednocześnie wskaźnik EV/EBITDA, wyraźnie przekracza już swoją długoterminową średnią, dyskontując bardzo pozytywną ścieżkę wyników na kolejne kwartały. Zwracamy uwagę na kilka czynników, które nie powinny umknąć uwadze inwestorów: i) marża EBITDA generowana przez spółkę przekroczyła 15% - historycznie są to poziomy charakterystyczne dla cyklicznych górów, ii) ceny bieli tytanowej, podstawowego pigmentu, są obecnie najniższe od 2002 roku - w ostatnich miesiącach trend na surowcach przemysłowych podejmuje wyraźne próby zwrotu, iii) ospała w ostatnich latach konkurencja na rynku polskim stopniowo się nasila, chcąc skorzystać z dobrej koniunktury w deweloperce czy programu 500+ (liczne spoty reklamowe, presja na ceny widoczna w indeksie PSB), iv) spółka jest importem netto (niekorzystny kurs EUR/PLN). Długoterminowo Śnieżka nadal nam się podoba, m.in. ze względu na atrakcyjną stopę dywidendy, niskie zadłużenia oraz potencjał odbudowy rynków wschodnich. Obawiamy się jednak, że część opisanych wcześniej ryzyk może być widoczna w wynikach najbliższych kwartałów, co może osłabić krótkoterminowy sentyment do spółki. Utrzymujemy naszą cenę docelową na poprzednim poziomie 56,4 PLN. Zmieniamy jednak zalecenie z Trzymaj na Redukuj.

1Q'16 wypadł zdecydowanie lepiej r/r (EBITDA +29% r/r), głównie na bazie dobrej sprzedaży w Polsce i wysokiej marży brutto ze sprzedaży (tanie surowce). Należy brać jednak pod uwagę, że baza na 2-3Q'16 na marży brutto jest już bardzo wysoka, ceny surowców od 1Q'16 lekko się podnoszą a mało sprzyjający jest kurs EUR/PLN (ok 40 mln EUR zakupów rocznie, przy sprzedaży zagranicznej na poziomie 125 mln PLN/2015 rok – w 80% na Ukrainie i Białorusi). Dodatkowo dobre rezultaty Śnieżki na rynku polskim spotykają się obecnie z większą odpowiedzią konkurencji, która chce skorzystać z dobrej koniunktury w deweloperce oraz większej siły nabywczej konsumentów (środki na remonty z 500+). Już w 1Q'16 wyraźnie wyższe r/r były koszty SG&A Śnieżki, spodziewamy się, że trend ten będzie widoczny także w 2Q'16, co przy małej szansie na poprawę marży brutto ze sprzedaży, może naszym zdaniem zaowocować spadkiem EBITDA r/r.

W średnim terminie podkreślamy, by zwrócić uwagę na punkty wymienione przez nas w pierwszym akapicie, a które zostały zobrazowane na wykresach na stronie 3. raportu: i) wyraźnie przekraczający swoją długoterminową średnią wskaźnik EV/EBITDA, zarówno historyczny jak i wyprzedzający, ii) marża EBITDA generowana przez spółkę przekroczyła 15% - historycznie są to poziomy charakterystyczne dla cyklicznych górów, marża jest obecnie wyższa niż w przypadku europejskich konkurentów jak Tikkurila czy Akzo Nobel. Liczymy się z tym, że nasze podejście może być błędne, jeśli spółka znajdzie przestrzeń do dalszej dynamicznej poprawy wyników. Zakładamy jednak, że konkurencja przy tak dobrych marżach nie będzie już oddawać łatwo miejsca na rynku. Ewentualnego pozytywnego zaskoczenia można upatrywać na rynkach wschodnich (Ukraina, może od 2017 roku Białoruś).

Śnieżka od długiego czasu handlowa jest z premią w stosunku do innych krajowych producentów materiałów budowlanych, ale broni się polityką dywidendową oraz niskim zadłużeniem. Wzrosty kursu na przestrzeni ostatnich kwartałów zniwelowały dyskonto do producentów europejskich (Śnieżka na EV/EBITDA'16 jest handlowana niewiele niżej od Tikkurili i wyraźnie wyżej niż Akzo Nobel). Długoterminowo profil spółki nadal uważamy za atrakcyjny. Zakładamy, że ewentualna korekta kursu może znów zwrócić uwagę na wysoką stopę dywidendy spółki (perspektywa wzrostu DPS w 2017 roku, na bazie wyższego zysku netto w 2016 vs 2015 - brak różnic kursowych na USD).

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	546,0	550,1	580,5	604,6	625,0	639,4
EBITDA [mln PLN]	76,4	83,3	87,9	89,1	91,7	93,2
EBIT [mln PLN]	58,5	65,2	69,6	70,9	73,1	74,3
Zysk netto [mln PLN]	41,0	48,0	55,6	57,4	59,4	60,6
P/BV	3,7	3,7	3,4	3,2	3,0	2,9
P/E	18,8	16,1	13,9	13,4	13,0	12,7
EV/EBITDA	10,9	9,8	9,2	9,1	8,8	8,6
EV/EBIT	14,3	12,5	11,7	11,5	11,0	10,8

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

REDUKUJ

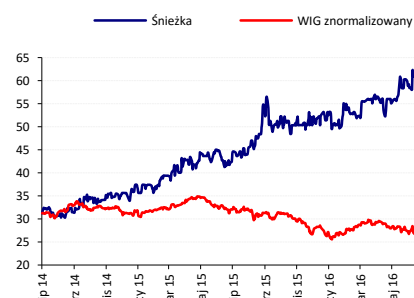
(POPZEDNIO: TRZYMAY)

WYCENA 56,4 PLN

18 LIPIEC 2016, 08:59 CEST

Wycena DCF [PLN]	57,1
Wycena porównawcza [PLN]	54,8
Wycena końcowa [PLN]	56,4
Potencjał do wzrostu / spadku	-8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	61,2
Kapitalizacja [mln PLN]	772,2
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	62,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	49,5
Stopa zwrotu za 3 mc	8,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	17,2%
Struktura akcjonariatu:	
Pater Jerzy	20,1%
Cymbor Stanisław	20,1%
Mikrut Rafał	9,9%
Mikrut Piotr	9,9%
Aviva OFE	9,5%
Amplico OFE	6,5%
Pozostali	23,8%

Stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę



Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16	9
GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI	11
PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2016-2025	15
DANE FINANSOWE	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

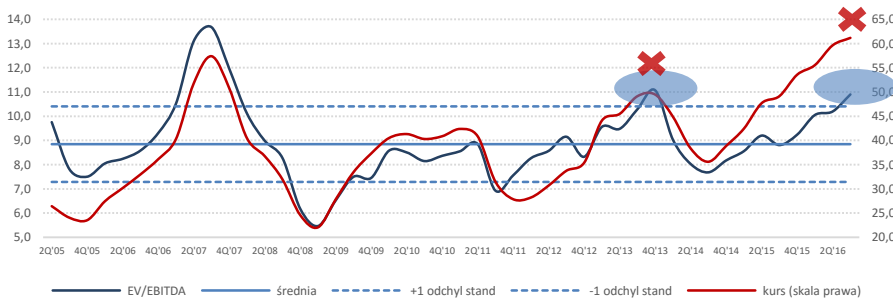
Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 54,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 57,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki europejskich (50%) oraz amerykańskich producentów farb (17%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 56,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	57,1
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	54,8
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	36,6
- wycena do europejskich producentów farb	50%	57,6
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	82,7
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		56,4

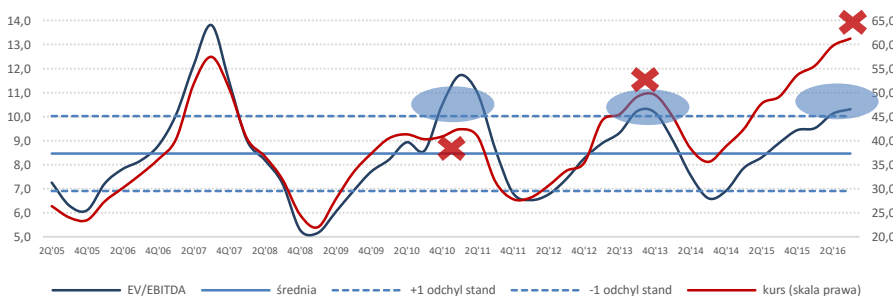
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu a bieżąca EV/EBITDA (za poprzednie 4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'16 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z poprzednich 4Q

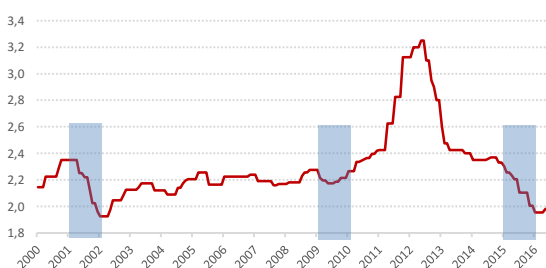
Zachowanie kursu a EV/EBITDA(4Q do przodu łącznie z bieżącym)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'16 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z następnych 4Q

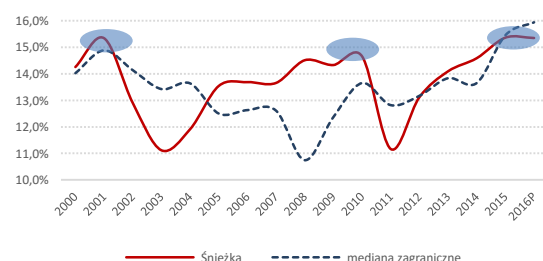
Ceny bieli tytanowej, głównego pigmentu używanego do produkcji farb, są obecnie najniższe od początku 2002 roku. Obecny trend spadkowy nie tylko zanegował cały wzrost, który rozegrał się na przestrzeni 2011 i 2012 roku, ale sprowadził ceny do poziomów z 2001/2002. Natomiast rentowność obecnie znów oscyluje przy rekordowych 15%.

Biel tytanowa na rynku europejskim [EUR/kg]



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Cykle rentowności EBITDA Śnieżki* na tle mediany dla zachodniej konkurencji**



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *oczyszczona, **spółki z wyceny porównawczej

Historycznie spoglądając zarówno na bieżący jak i wyprzedzający wskaźnik EV/EBITDA obecne poziomy wyceny powinny skłaniać do ostrożnego podejścia do akcji spółki.

Bieżąca EV/EBITDA spółki za poprzednie cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 3Q'15-2Q'16P) wynosi 10,9x (w długiu netto uwzględniono średni poziom za cały okres). Średnia za okres notowań spółki od 2Q'05 to 8,8x. Średnia powiększona o odchylenie standardowe to 10,4x. Poprzednio w 2H'13 poziom w okolicach 11x przyniósł dobry moment na sprzedaż akcji spółki.

Podobne ćwiczenie wykonaliśmy także dla estymacji EBITDA na przyszłe cztery kwartały (licząc z bieżącym – w takim układzie obecnie jest to 3Q'16-2Q'17). Tak liczona EV/EBITDA spółki na kolejne cztery kwartały wynosi 10,3x (w długiu netto uwzględniono średni poziom za cały okres). Historycznie rzecz spoglądając także jest to relatywnie drogo. Średnia za okres od 2Q'05 to 8,5x. Średnia powiększona o odchylenie standardowe to 10,0x.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W 2016 roku zakładamy blisko 6% wzrost przychodów do 580 mln PLN (6% wzrost na rynku polskim, blisko 5% wzrost w PLN na rynkach zagranicznych). W kolejnych latach zakładamy przyrosty sprzedaży na poziomie $CAGR'25/15=2,5\%$, tak jak w poprzedniej rekomendacji (kurs PLN/UAH przyjęto na poziomie 0,15 w długim terminie vs średnio 0,17 w 2015).
- Zakładamy, że w 2016 roku marża brutto ze sprzedaży utrzyma się powyżej 38% i zbliży do nawet 39% (dobry 1Q'16 vs 1Q'15). Zwracamy jednak uwagę, że ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa, ropopochodne) utrzymują się już na stabilnych poziomach lub nawet zaczynają rosnąć przez ostatnie miesiące. Spółka zakupuje surowce przede wszystkim w EUR (szacujemy, że zakupy w walucie plus zakupy w PLN benchmarkowane do EUR stanowią ok. 60% z całego zużycia materiałów i energii na poziomie ok 70 mln EUR). Indeks składów budowlanych PSB wskazuje w ostatnich miesiącach na spadki cen farb w ujęciu r/r w ślad za niższymi kosztami koszyka surowców wyrażonego w PLN. Obawiamy się jednak, że przy nasileniu się konkurencji cenowej i wysokim kursie EUR/PLN, korelacja ta może przynajmniej chwilowo się rozjechać.
- CAPEX spółki w 2016 roku zakładamy na poziomie około 21 mln PLN a w kolejnym roku mocniejszy wzrost, co związane jest z budową hali magazynowej (29 mln PLN w 2017, 25 mln PLN w 2018, później ok. 24 mln PLN – historycznie CAPEX w większości lat był wyraźnie powyżej amortyzacji nawet bez przyrostów na przychodach), Amortyzacja wynosi obecnie ok. 18 mln PLN. Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych, ograniczenia występują jednak w logistyce, co wiąże się z koniecznością budowy wspomnianej hali. W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2025 roku. Model nie uwzględnia akwizycji.
- Uwzględniliśmy w modelu efekt zastosowania przez spółkę amortyzacji znaku towarowego, co obniża do 2021 efektywną stopę podatku dochodowego (efekt szacujemy na ok. 2,5-3,0 mln PLN/rok). W długim terminie zakładamy 19% stopę podatkową.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 18 lipca 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 721,1 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 57,1 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	580,5	604,6	625,0	639,4	652,9	666,8	680,9	695,3	710,0	725,0
EBIT [mln PLN]	69,6	70,9	73,1	74,3	75,9	77,6	79,4	81,3	83,2	85,2
Stopa podatkowa*	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,6	10,8	11,1	11,3	11,5	11,8	15,1	15,4	15,8	16,2
NOPLAT [mln PLN]	59,0	60,1	62,0	63,0	64,4	65,8	64,3	65,8	67,4	69,0
Amortyzacja [mln PLN]	18,3	18,3	18,6	18,9	19,3	19,6	19,9	20,2	20,5	20,8
CAPEX [mln PLN]	-21,4	-29,0	-24,9	-23,9	-23,8	-23,8	-23,9	-24,1	-24,4	-24,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-8,6	-5,1	-3,8	-2,7	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
FCF [mln PLN]	47,4	44,3	51,8	55,4	57,3	59,0	57,6	59,3	60,8	62,3
DFCF [mln PLN]	45,7	39,4	42,4	41,8	39,7	37,6	33,7	31,8	30,0	28,2
Suma DFCF [mln PLN]	370,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	964,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	436,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	806,6									
Dług netto 2015 [mln PLN]	45,8									
Dywidenda 2016 [mln PLN]	39,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	721,1									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	57,1									
Przychody zmiana r/r	5,5%	4,2%	3,4%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	6,8%	1,8%	3,1%	1,7%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
FCF zmiana r/r*	-29,1%	-6,5%	17,0%	6,9%	3,4%	3,0%	-2,4%	2,9%	2,6%	2,5%
Marża EBITDA	15,1%	14,7%	14,7%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Marża EBIT	12,0%	11,7%	11,7%	11,6%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Marża NOPLAT	10,2%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%
CAPEX / Przychody	3,7%	4,8%	4,0%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	116,9%	158,7%	134,1%	126,3%	123,7%	121,5%	120,4%	119,2%	118,9%	118,7%
Zmiana KO / Przychody	1,5%	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	28,2%	21,2%	18,6%	18,6%	18,9%	19,1%	19,2%	18,8%	18,6%	18,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *spadek FCF w 2022 roku wynika ze wzrostu efektywnej stopy podatku do 19%

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	84,9%	87,2%	89,3%	91,2%	93,0%	95,2%	97,3%	99,7%	99,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	15,1%	12,8%	10,7%	8,8%	7,0%	4,8%	2,7%	0,3%	0,1%	0,0%
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	49,1	52,0	55,6	60,1	66,1	74,1	85,8	104,1	137,1
	0,8	46,4	49,0	52,1	55,9	60,9	67,5	76,8	90,7	113,9
	0,9	44,0	46,2	48,9	52,2	56,4	61,9	69,4	80,3	97,3
	1,0	41,7	43,7	46,1	48,9	52,5	57,1	63,3	71,9	84,9
	1,1	39,7	41,4	43,5	46,0	49,1	53,0	58,1	65,1	75,2
	1,2	37,8	39,3	41,2	43,3	46,0	49,4	53,7	59,4	67,4
	1,3	36,0	37,4	39,0	41,0	43,3	46,2	49,8	54,6	61,1

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		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	52,1	55,5	59,6	65,0	72,1	82,1	97,1	122,0	172,0
	4%	46,4	49,0	52,1	55,9	60,9	67,5	76,8	90,7	113,9
	5%	41,7	43,7	46,1	48,9	52,5	57,1	63,3	71,9	84,9
	6%	37,8	39,3	41,2	43,3	46,0	49,4	53,7	59,4	67,4
	7%	34,4	35,7	37,1	38,8	40,8	43,3	46,4	50,4	55,8
	8%	31,5	32,5	33,7	35,0	36,6	38,5	40,8	43,7	47,4
	9%	29,0	29,8	30,7	31,8	33,0	34,5	36,3	38,4	41,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	101,3	94,0	87,7	82,1	77,1	72,7	68,8	65,2	61,9
	4%	85,7	78,7	72,7	67,5	63,0	59,0	55,4	52,2	49,4
	5%	74,1	67,5	61,9	57,1	53,0	49,4	46,2	43,3	40,8
	6%	65,2	59,0	53,8	49,4	45,6	42,3	39,4	36,8	34,5
	7%	58,0	52,2	47,4	43,3	39,8	36,8	34,2	31,8	29,8
	8%	52,2	46,8	42,3	38,5	35,3	32,5	30,1	27,9	26,1
	9%	47,4	42,3	38,0	34,5	31,5	29,0	26,7	24,8	23,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki europejskich (waga 50%) oraz amerykańskich producentów farb (waga 17%, zmniejszyliśmy wagę amerykańskich producentów względem europejskich ze względu na bardzo mocno odbiegające od historycznych średnich wyceny tamtejszych spółek). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikowi P/E przypisana została waga 30%, natomiast dla EV/EBITDA jest to 70%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

Brak na GPW innych podmiotów z branży farb. Zagraniczne spółki mają często inną ekspozycję produktową (większy udział farb przemysłowych, produkcja także innych chemikaliów) oraz geograficzną (ekspozycja globalna a nie regionalna). W porównaniu z częścią zagranicznych producentów farb (AkzoNobel, PPG, RPM), którzy w swoim asortymencie oferują także szeroki zakres specjalistycznych chemikaliów i innych produktów, działalność Śnieżki jest wyraźnie mniej zdywersyfikowana. Jednakże z drugiej strony działalność spółki daje ekspozycję na rozwojowe rynki CEE (zużycie farb w Polsce w przeliczeniu na 1 mieszkańca jest o około 1/3 niższe niż w Europie Zachodniej a na Ukrainie 2-krotnie niższe niż w Polsce), które jednocześnie charakteryzują się podwyższonym ryzykiem politycznym i gospodarczym. **Uważamy, że najbardziej porównywalnym do Śnieżki podmiotem jest fińska Tikkurila - głównie farby dekoracyjne, wysoka ekspozycja na Rosję (28% przychodów grupy w 2015) oraz kraje CEE (Polska - 10% przychodów), porównywalna przez lata marża EBITDA (obecnie nieco niższa), ponad 5% div yield.**

Śnieżka posiada mocną pozycję na relatywnie stabilnym rynku (popyt na farby to głównie rynek remontowy, zużycie farb w Polsce i na Ukrainie jest wyraźnie niższe niż w Europie Zachodniej), gdzie jest ostatnim dużym niezależnym podmiotem. Uważamy, że takie warunki stwarzają możliwość zainteresowania się spółką przez inwestorów branżowych lub finansowych (w 1Q'12 spółka informowała o rozmowach z inwestorem branżowym, które zakończyły się bez porozumienia).

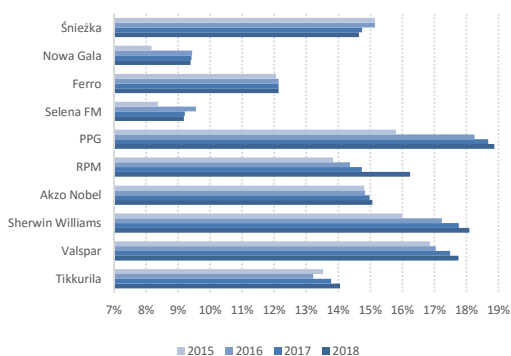
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 691,4 mln PLN, czyli 54,8 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		54,8
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	36,6
- wycena do europejskich producentów farb	50%	57,6
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	82,7

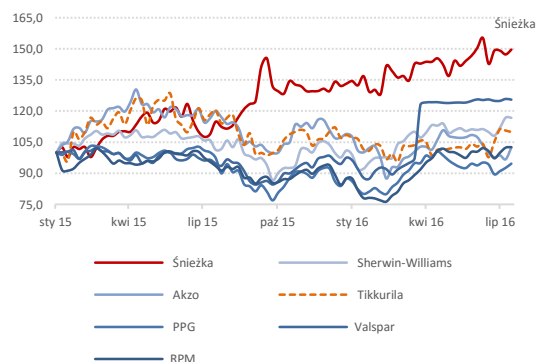
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu od początku 2015 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Nowa Gala	27,7	21,3	17,7	5,3	5,2	5,0
Ferro	8,9	8,7	8,6	8,1	7,9	7,7
Selena FM	7,7	8,5	8,5	6,0	5,1	4,8
Mediana	8,9	8,7	8,6	6,0	5,2	5,0
Śnieżka	13,9	13,4	13,0	9,2	9,1	8,8
Premia/dyskonto dla Śnieżki	56,7%	53,8%	51,5%	53,9%	76,1%	74,7%
Wycena wg wskaźnika	39,0	39,8	40,4	38,6	33,4	33,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		39,8			35,3	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	36,6					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Akzo Nobel	14,0	13,4	12,6	7,2	6,8	6,4
Tikkurila	16,8	15,3	14,3	10,0	9,3	8,8
Mediana	15,4	14,3	13,4	8,6	8,0	7,6
Śnieżka	13,9	13,4	13,0	9,2	9,1	8,8
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-9,9%	-6,1%	-3,2%	7,2%	13,6%	16,2%
Wycena wg wskaźnika	67,9	65,2	63,3	56,9	53,5	52,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		65,4			54,2	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	57,6					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
PPG	17,4	16,0	15,0	11,4	10,6	9,9
RPM	18,6	17,5	17,4	11,5	10,6	9,4
Sherwin Williams	23,9	21,5	20,0	14,4	14,0	12,8
Valspar	22,0	20,2	18,9	14,0	13,0	12,1
Mediana	20,3	18,9	18,1	12,7	11,8	11,0
Śnieżka	13,9	13,4	13,0	9,2	9,1	8,8
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-31,5%	-28,8%	-28,3%	-27,3%	-22,7%	-20,2%
Wycena wg wskaźnika	89,3	86,0	85,3	85,4	80,2	77,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		86,9			81,0	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	82,7					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16

Prognoza wyników na 2Q'16

	2Q'15	2Q'16P	zmiana r/r	1H'15	1H'16P	zmiana r/r
Przychody	177,1	180,6	2,0%	289,3	304,8	5,4%
Wynik brutto na sprzedaży	71,1	72,1	1,4%	109,1	119,4	9,5%
EBITDA	27,7	24,0	-13,4%	43,0	43,8	1,8%
EBIT	23,2	19,4	-16,2%	34,1	34,7	1,9%
Zysk brutto	22,8	19,5	-14,2%	27,0	33,3	23,2%
Zysk netto	19,8	16,7	-15,9%	22,8	28,5	24,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	40,1%	39,9%		37,7%	39,2%	
Marża EBITDA	15,7%	13,3%		14,9%	14,4%	
Marża EBIT	13,1%	10,8%		11,8%	11,4%	
Marża zysku netto	11,2%	9,2%		7,9%	9,3%	

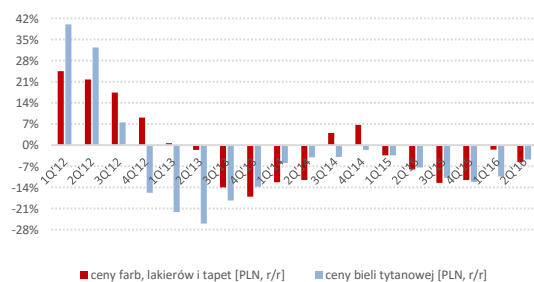
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że 2Q'16 nie będzie wyglądał już tak dobrze jak początek roku. Widoczny jest wzrost aktywności konkurencji na rynku polskim, co przełoży się naszym zdaniem na wyhamowanie dobrych dynamik sprzedaży spółki na krajowym rynku z poprzednich kwartałów. Dodatkowo konieczne jest zwiększenie własnej aktywności marketingowej (co było już widoczne w kosztach sprzedaży w 1Q'16). Na poziomie marży brutto potencjał do poprawy jest ograniczony ze względu na wyhamowanie spadku cen surowców oraz wyższy kurs EUR/PLN. W miarę pozytywnie ma szansę natomiast wyglądać sytuacja na Ukrainie, gdzie baza jest bardzo niska.

Zakładamy, że w 2Q'16 spółka wypracowała 180,6 mln PLN sprzedaży (+2% r/r), co przy ograniczonym polu do dalszej poprawy marży brutto i wzroście kosztów SG&A, zaowocuje naszym zdaniem spadkiem EBITDA do 24,0 mln PLN (z 27,7 mln PLN). Na saldzie finansowym zakładamy dodatnie różnice kursowe. Na poziomie netto szacujemy, że wynik wyniesie ok 16-17 mln PLN.

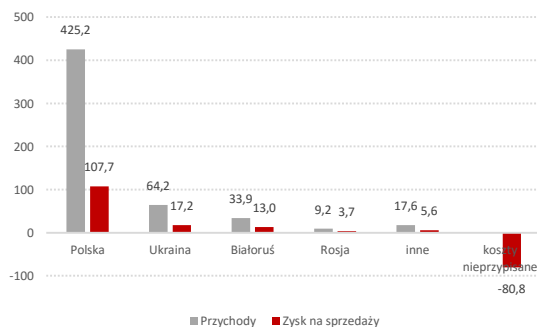
Dane PSB z poprzednich kwartałów wskazują na presję na ceny, którą dotychczas z nawiązką udawało się rekompensować przez spadające ceny surowców. W perspektywie kolejnych kwartałów możliwe jest odbicie cen surowców używanych przez spółkę (w ślad za cenami ropy), chociaż raczej nie zakładamy, że stanie się to w 2016 roku. Zwracamy także uwagę na kurs EUR/PLN. Roczny koszt zużycia materiałów i energii w spółce to wg sprawozdania finansowego około 70 mln EUR, z tego szacujemy, że około 90% to materiały a w tym około 2/3 przypada na zakupy w EUR lub w PLN benchmarkowane do EUR.

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



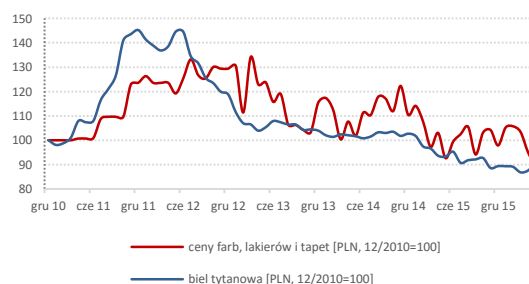
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Kontrybucja rynków do przychodów i wyniku na sprzedaży w 2015 [mln PLN]



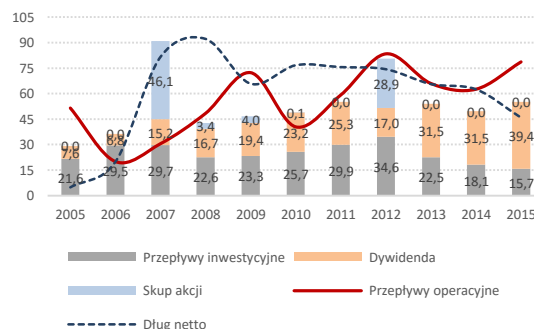
Źródło: BDM S.A., spółka

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Przepływy gotówkowe oraz dług [mln PLN]



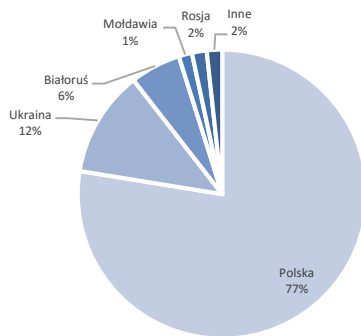
Źródło: BDM S.A., spółka, przepływy inwestycyjne netto (uwzględniają sprzedaż majątku)

Wyniki historyczne wg segmentów [mln PLN]

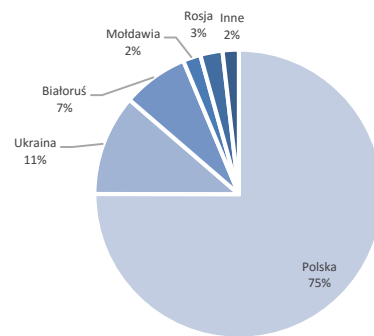
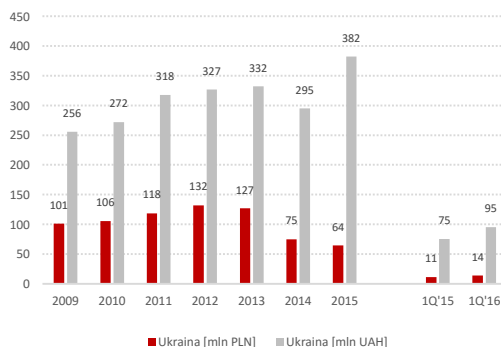
	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	2014	2015
Przychody [mln PLN]	93,7	111,6	171,8	171,5	91,1	112,1	177,1	169,0	91,8	124,2	180,6	546,0	550,1
Polska	60,8	79,9	129,6	120,8	63,5	87,8	142,0	125,6	69,8	98,6	144,8	393,7	425,2
Ukraina	19,6	15,3	19,4	25,5	14,5	11,2	17,3	22,8	12,8	14,0	18,4	74,8	64,2
Białoruś	8,4	10,9	13,7	14,3	8,5	8,7	9,6	10,5	5,2	6,6	8,9	47,5	33,9
Mołdawia	1,2	1,8	2,8	4,3	1,2	1,3	2,7	3,6	0,6	1,4	2,3	10,1	8,3
Rosja	1,7	1,7	4,0	4,4	2,1	1,4	2,6	3,3	1,8	1,5	2,7	12,2	9,2
pozostałe	2,0	1,9	2,3	2,3	1,2	1,6	3,0	3,1	1,6	2,0	3,6	7,7	9,3
zmiana r/r	4,5%	2,1%	-10,3%	-5,0%	-2,7%	0,5%	3,1%	-1,5%	0,8%	10,7%	2,0%	-5,0%	0,8%
Polska	2,9%	19,2%	3,2%	5,8%	4,6%	10,0%	9,6%	4,0%	9,9%	12,3%	2,0%	7,1%	8,0%
Ukraina	8,0%	-42,7%	-53,1%	-34,8%	-25,9%	-26,7%	-10,7%	-10,5%	-11,8%	24,1%	6,1%	-41,0%	-14,1%
Białoruś	12,7%	-2,8%	-7,0%	-1,9%	1,2%	-20,6%	-30,2%	-26,4%	-39,7%	-24,0%	-7,5%	-3,1%	-28,6%
Mołdawia	-34,8%	129,0%	17,7%	-8,6%	6,2%	-27,6%	-4,1%	-15,2%	-48,8%	6,7%	-15,0%	12,4%	-18,5%
Rosja	-11,1%	-19,7%	-19,4%	-35,8%	22,2%	-15,7%	-34,5%	-25,6%	-11,4%	7,7%	5,0%	-22,1%	-24,7%
pozostałe	65,0%	35,3%	-7,0%	112,3%	-41,1%	-15,0%	28,1%	38,8%	35,2%	23,4%	20,0%	10,2%	21,5%
Ukraina [mln UAH]	59,2	53,9	77,1	104,1	59,7	75,0	99,4	130,2	77,5	95,1	119,3	294,8	382,1
zmiana r/r	26,0%	-22,3%	-26,6%	5,9%	0,8%	39,1%	28,9%	25,1%	29,8%	26,8%	20,0%	-11,2%	29,6%
Wynik na sprzedaży	5,5	7,9	20,2	26,4	7,3	10,9	24,7	27,6	3,3	15,6	20,7	61,8	66,4
Polska	16,1	15,5	25,4	29,9	18,6	19,5	32,9	34,5	20,8	27,6		89,5	107,7
Ukraina	4,3	5,2	6,3	5,7	4,4	3,6	4,6	5,7	3,3	3,9		21,6	17,2
Białoruś	2,5	3,5	3,4	4,2	3,2	3,9	3,4	3,8	1,9	2,3		14,3	13,0
Mołdawia	0,6	0,5	0,8	1,7	0,4	0,5	1,0	1,3	0,2	0,5		3,4	3,0
Rosja	-0,1	0,5	1,0	1,4	0,6	0,5	1,0	1,3	0,9	0,7		3,5	3,7
pozostałe	0,2	0,8	0,6	0,7	0,4	0,6	0,7	0,8	0,6	0,8		2,6	2,6
koszty nieprzypisane	-18,1	-18,1	-17,4	-17,2	-20,4	-17,7	-19,0	-19,7	-24,4	-20,1		-73,1	-80,8
rentowność	5,9%	7,1%	11,8%	15,4%	8,0%	9,7%	13,9%	16,3%	3,6%	12,5%	11,5%	11,3%	12,1%
Polska	26,5%	19,5%	19,6%	24,8%	29,2%	22,2%	23,2%	27,5%	29,7%	27,9%		22,7%	25,3%
Ukraina	21,7%	33,6%	32,5%	22,3%	30,6%	32,3%	26,6%	24,8%	25,9%	27,7%		28,9%	26,8%
Białoruś	29,8%	31,8%	25,1%	29,5%	37,5%	45,2%	35,5%	35,7%	36,9%	35,5%		30,2%	38,3%
Mołdawia	54,4%	29,8%	28,1%	38,9%	29,4%	35,9%	37,8%	36,4%	32,2%	36,2%		33,1%	36,4%
Rosja	-8,1%	28,1%	25,9%	31,1%	30,6%	36,5%	37,2%	38,5%	50,4%	44,6%		28,9%	40,2%
pozostałe	10,6%	42,9%	27,0%	33,1%	34,9%	34,7%	24,0%	25,1%	35,1%	37,3%		34,0%	28,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, wynik w podziale na segmenty przed 2013 rokiem prezentowany był przez spółkę wg innej metodologii niż obecnie

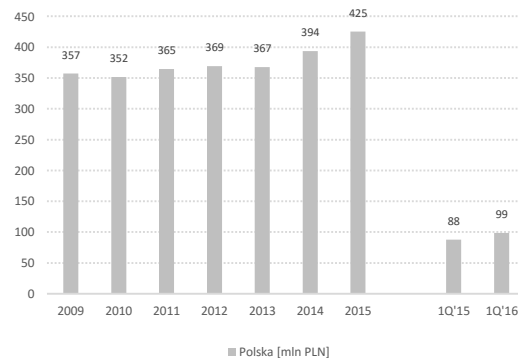
Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)



Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)

Źródło: BDM S.A., spółka
Ukraina - przychody

Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka
Polska - przychody

Źródło: BDM S.A., spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI

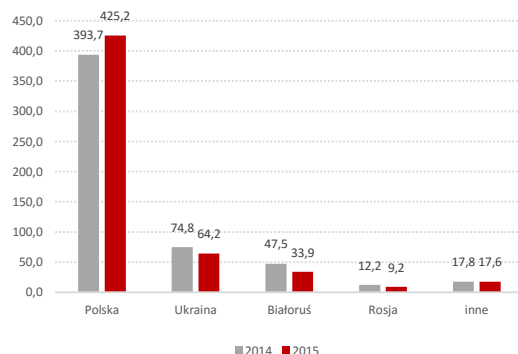
Koniunktura gospodarcza/kursy walut

Od początku 2014 Śnieżka zmagala się z kryzysem na rynkach wschodnich. Trzy największe kierunki eksportowe spółki to: Ukraina (12% przychodów spółki w 2015 vs jeszcze 22% w całym 2013), Białoruś (6% vs 9%) i Rosja (2% vs 3%). W sumie w całym 2015 przychody z tych krajów spadły w PLN o 20% vs 2014 i 44% vs 2013. Obecnie sytuacji na rynku ukraińskim stopniowo się poprawia, warto jednak pamiętać o bardzo niskiej bazie. Białoruś nadal przeżywa mocne zawirowania. Rosja to z punktu widzenia bieżących przychodów Śnieżki mało znaczący rynek. W 1Q'16 odnotowano dawno niewidziany wzrost o 3% r/r na rynkach wschodnich w PLN (Ukraina +24%, Białoruś -24%, Rosja +8%).

Zawirowania w tamtejszych gospodarkach oraz dewaluacja wartości lokalnych walut (od 1Q'15 do UAH i RUB dołączył białoruski rubel, BYR) były w najpierw pochodną działań wojennych we wschodniej Ukrainie a później załamania cen na rynkach surowców. Ukraińska fabryka spółki zlokalizowana jest 20 km od granicy z Polską w obwodzie lwowskim. Wyroby Śnieżki obecne są na terenie całej Ukrainy, jednak zdecydowana większość przychodów realizowana jest w zachodniej i centralnej części. Dystrybucja produktów na Ukrainie odbywa się głównie z wykorzystaniem tradycyjnego kanału (hurtownie, punkty sprzedaży detalicznej) oraz w sieci marketów DIY (Epicenter, Nowa Linia, Leroy Merlin i Praktiker).

Zwracamy uwagę, że za spadek przychodów na Ukrainie w poprzednich okresach odpowiadał m.in. kurs UAH/PLN (w 2015: 0,17 vs 2014: 0,27). Sama sprzedaż w walucie lokalnej wzrosła w 2015 roku o 30% (przy spadku o 11% w 2014 roku) - spółka podnosiła lokalne ceny. Śnieżce udało się już wcześniej zamortyzować spadek przychodów cięciem kosztów za wschodnią granicą (m.in. znaczna redukcja załogi, ograniczenie kosztów SG&A) – ukraińska spółka w każdym z kwartałów była ponad break-even (w całym 2015 na Ukrainie wypracowano 17 mln PLN zysku na sprzedaży przed kosztami nieprzypisanymi – proporcjonalnie do przychodów koszty te można szacować na 9-10 mln PLN).

Kontrybucja rynków do przychodów [mln PLN]



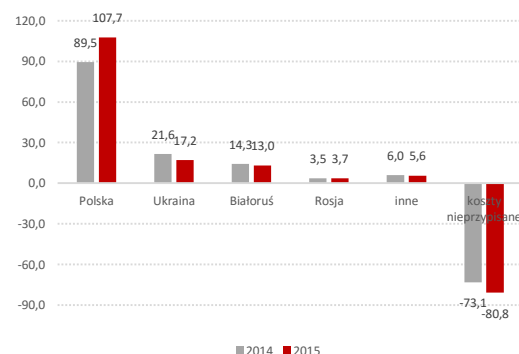
Źródło: BDM S.A., spółka

USD/UAH



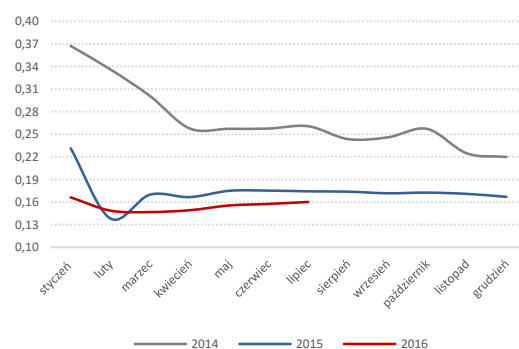
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kontrybucja rynków do zysku na sprzedaży [mln PLN]



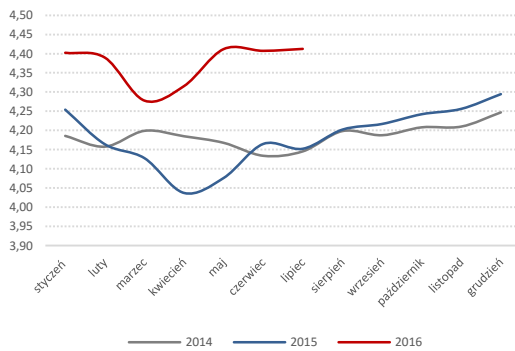
Źródło: BDM S.A., spółka

UAH/PLN

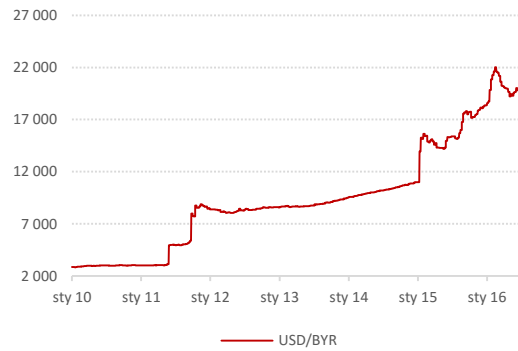


Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

EUR/PLN

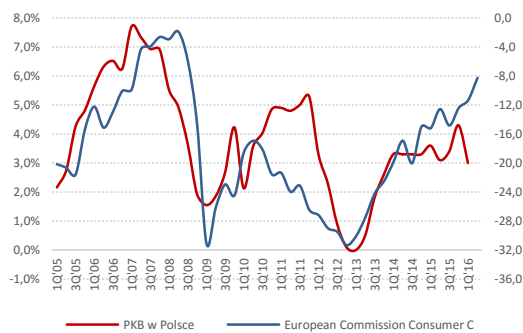


USD/BYR

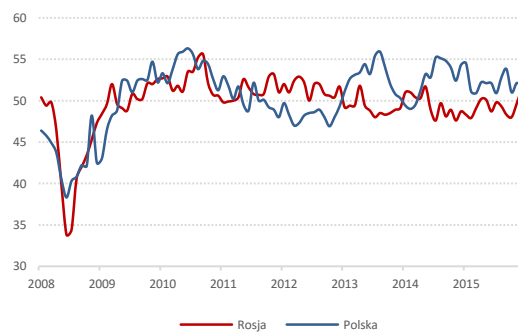


Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

PKB w Polsce r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]

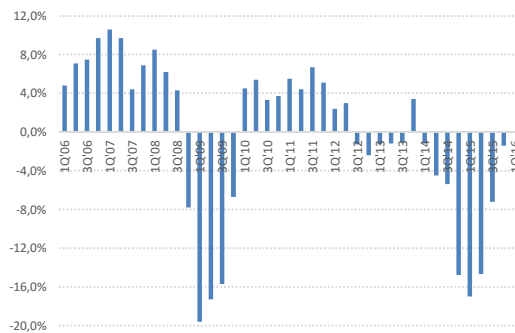


PMI dla przemysłu w Polsce i w Rosji



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

PKB na Ukrainie r/r



Rezerwy zagraniczne Ukrainy [mld USD]



Surowce

Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 70% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo zbliżona) szacunkowo największy koszt w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Po około 10% udziału w koszcie wytworzenia mają rozpuszczalniki, inne dodatki oraz opakowania (plastik lub metal).

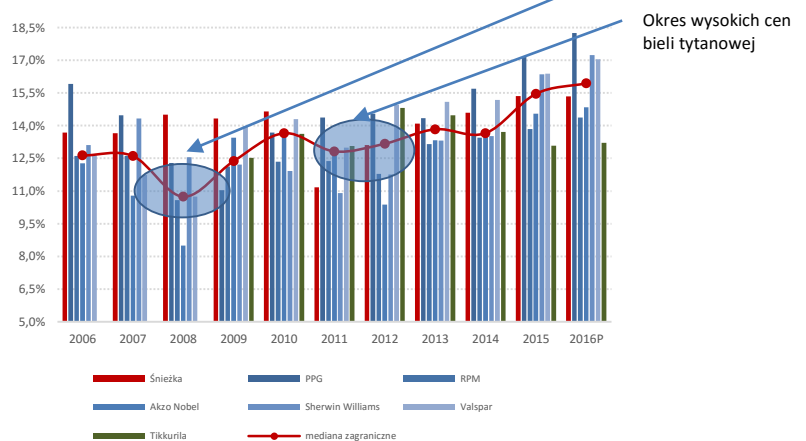
Kryzys na rynku nieruchomości + wysokie ceny ropopochodnych

Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb

	szacunkowy udział w koszcie
Opakowanie	12%
Rozpuszczalniki	11%
Żywice	35%
Pigmenty (w tym biel)	31%
Dodatki	10%

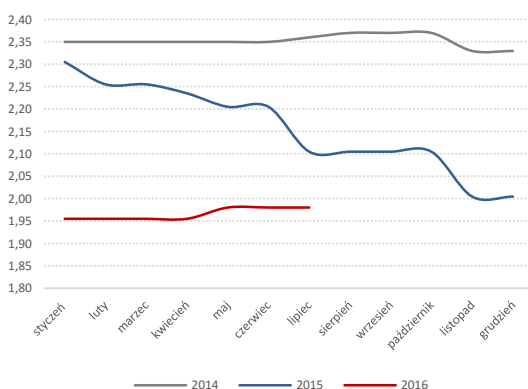
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Porównanie rentowności EBITDA producentów farb



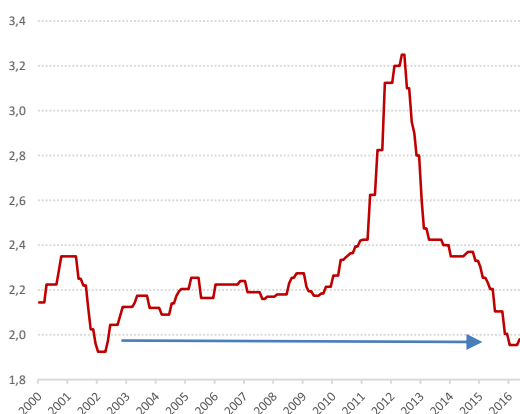
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg (EBITDA oczyszczona, dla firm zagranicznych na bazie danych Bloomberg)

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



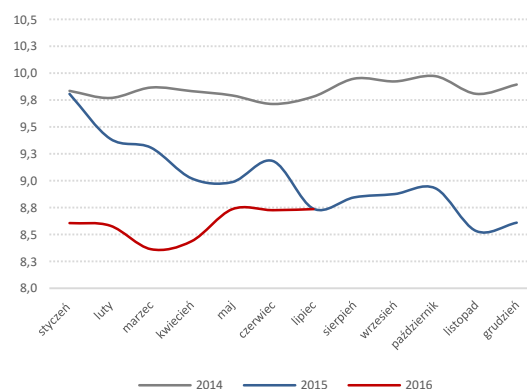
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg (lipiec = szacunek na bazie cen azjatyckich)

Ceny bieli w długim terminie [Europa, EUR/kg]



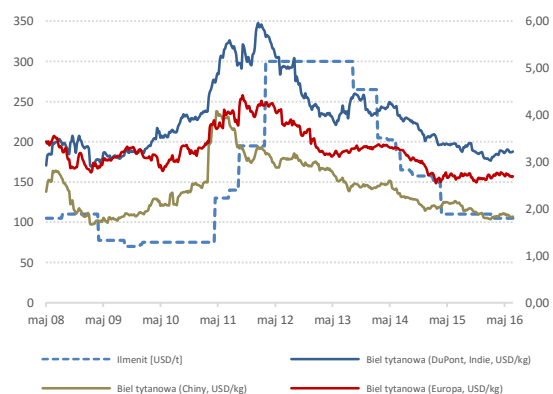
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Europa, PLN/kg]



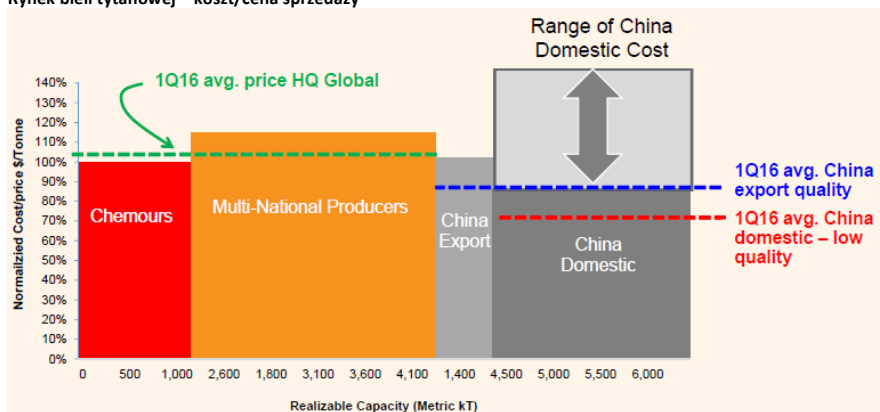
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg (lipiec = szacunek na bazie cen azjatyckich)

Ceny bieli na różnych rynkach (skala prawa) vs ceny ilmenitu [USD]



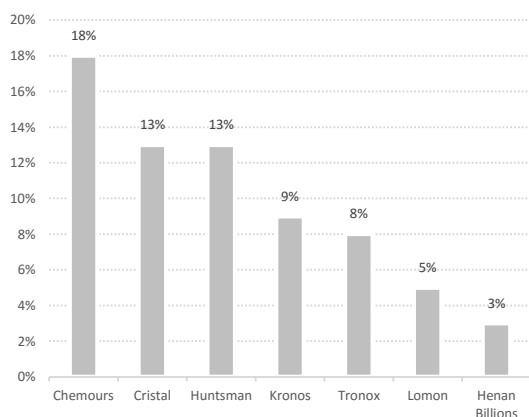
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Titanium Ore Ilmenite bulk conc min 54% TiO2 Australia \$/tonne FOB – surowiec bazowy do bieli tytanowej

Rynek bieli tytanowej – koszt/cena sprzedaży



Źródło: Chemours, https://s2.q4cdn.com/107142371/files/doc_presentations/2016/June-2016-Chemours-Investor-Presentation-WC.pdf

Rynek bieli tytanowej – udziały rynkowe



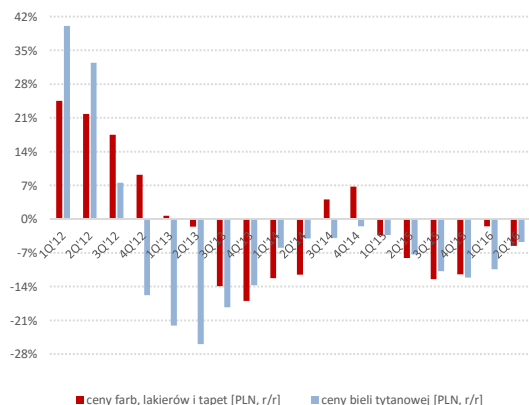
Źródło: Chemours

Ceny bieli wyrażone w EUR znajdują się od początku 2016 roku poniżej 2,0 EUR/kg, najniższej od 2002 roku. W ostatnich latach producenci próbowali forsować na rynek podwyżki cen i redukowali moce jednak niewiele to na razie przyniosło – rynek jest dość słaby od strony popytowej. Ostatnie miesiące wskazują jednak, że rynek złapał już jakiś poziom wsparcia. Jak wskazuje lider rynku, Chemours (kiedyś część DuPonta) znaczna część rynku sprzedawała biel w 1Q'16 poniżej kosztów produkcji. Zwracamy uwagę, że ceny bieli od stycznia'16 już nie spadają, chwilami minimalnie nawet rosną.

Po spadku cen bieli, z opóźnieniem, od przełomu 2013/2014 na rynku farb w Polsce pojawiła się presja na ceny produktów (widoczna w indeksie cenowym PSB). Przez długi czas była ona jednak relatywnie słabsza niż dynamika spadku cen bazy surowcowej, co przy jednocześnie wzroście efektywności stosowanych formuł surowcowych, pozwoliło na wzrost marż. W ostatnich miesiącach implikowane z indeksu PSB presja na ceny jednak nie zelała, mimo stabilizacji cen surowców i wzrostu kursu EUR/PLN.

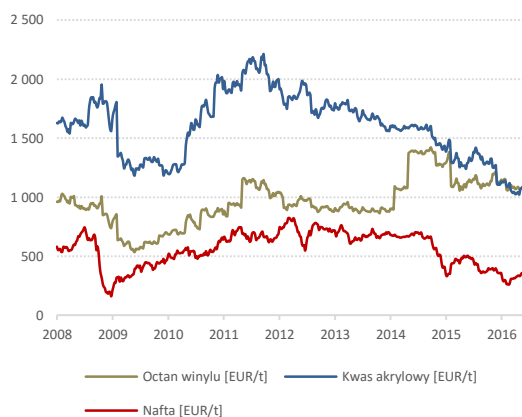
Spora część pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny są w różnym stopniu powiązane z naftą (generalnie sprzyjają one rentowności Śnieżki w obecnym otoczeniu). Zwracamy uwagę, że cenniki surowców tworzone są globalnie, ich wzrosty/spadki odczuwa także zachodnia konkurencja na rynku polskim.

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



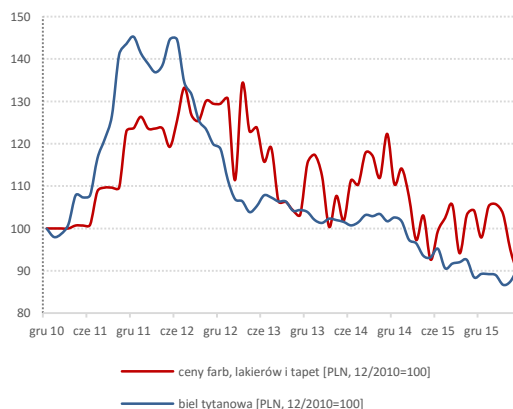
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg, 1Q'16=styczeń

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2016-2025

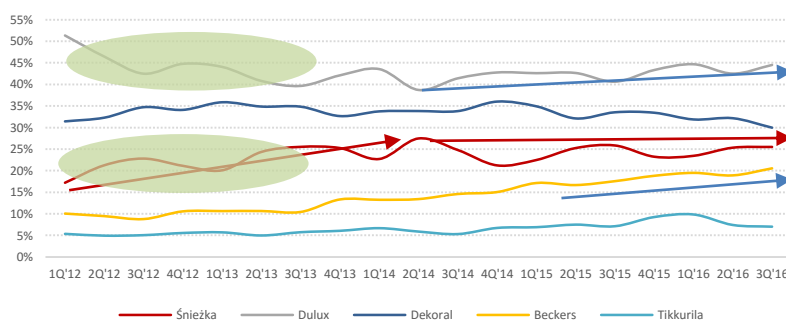
Po wynikach 1Q'16 (lepsze od oczekiwań) oraz przed wynikami za 2Q'16 (spodziewamy się, że na poziomie EBITDA może być słabiej r/r) korygujemy nasze szacunki na 2016 rok i kolejne lata. Sezonowo kluczowy jest okres 2-3Q (przy czym przy porównywalnej sprzedaży, lepszy wynik generowany jest w 3Q ze względu na niższe koszty sprzedaży – m.in. kampanie reklamowe).

Od strony popytowej dobrze wyglądał w 1Q'16 rynek polski, natomiast zakładamy, że 2Q'16 nie musiał już być tak dobry. Ewentualnego pozytywnego zaskoczenia można upatrywać na rynkach wschodnich (Ukraina, może od 2017 roku Białoruś). Ogólnie nieznacznie podnosimy nasze prognozy przychodów. W 2016 roku zakładamy blisko 6% wzrost przychodów do 580 mln PLN (6% wzrost na rynku polskim, blisko 5% wzrost w PLN na rynkach zagranicznych). W kolejnych latach zakładamy przyrosty sprzedaży na poziomie $CAGR'25/15=2,5\%$, tak jak w poprzedniej rekomendacji (kurs PLN/UAH przyjęto na poziomie 0,15 w długim terminie vs średnio 0,17 w 2015).

Bardzo pozytywnie za 1Q'16 zaskoczyła marża brutto ze sprzedaży (+4,2 pkt proc. r/r), co implikuje podniesienie całorocznych założeń. Jednak zwracamy uwagę, że kolejne kwartały mają już mocną bazę a wysoki kurs EUR/PLN nie sprzyja korzystnym zakupom surowców (każdy wzrost o 0,10 PLN to wzrost kosztów o około 4 mln PLN w skali roku). Ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa, ropopochodne) utrzymują się już na stabilnych poziomach lub nawet zaczynają rosnąć przez ostatnie miesiące.

Dobre rezultaty Śnieżki na rynku polskim spotykają się obecnie z większą odpowiedzią konkurencji, która chce skorzystać z dobrej koniunktury w deweloperce oraz większej siły nabywczej konsumentów (środki na remonty). Już w 1Q'16 wyraźnie wyższe r/r były koszty SG&A Śnieżki, spodziewamy się, że trend ten utrzyma się w kolejnych okresach, co przy małej szansie na poprawę marży brutto ze sprzedaży, implikuje obniżenie założeń w kwestii marży EBITDA.

Popularność marek farb w wyszukiwarce Google



Źródło: BDM S.A., google.pl/trends, udział wskazań dla "farby Śnieżka", "farby Dekoral", "farby Dulux", "farby Beckers", "farby Tikkurila", w łącznej liczbie wskazań dla wyżej wymienionych wyszukiwań;

Ze względu na brak regularnych danych obrazujących całość rynku farb w Polsce trudno obiektywnie i jednoznacznie ocenić nawet średnioterminowe zmiany udziałów rynkowych. Jedynie na bazie danych Google Trends jesteśmy w stanie zobrazować grubsze trendy na rynku.

W ostatnich kwartałach widać powrót do walki o udział w rynku marki Dulux (AkzoNobel) oraz tracącego udziały Dekorala (PPG). Ustabilizowała się pozycja Śnieżki, po wzrostach w latach 2012-14. Natomiast rozpycha się na rynku Beckers (marka Tikkurila).

Na poziomie EBITDA wynik w 2016 roku szacujemy na 87,9 mln PLN. Zys netto w 2016 prognozujemy na 55,6 mln PLN – zakładany duży wzrost to efekt braku różnic kursowych na USD - spółka spłaciła w 2015 roku kredyt w USD (co zaważyło na wyniku netto w 1Q'15). Przy dużych wahaniami pojawiają się także różnice z UAH/PLN oraz BYR/PLN, przy czym spółka stara się ograniczać ryzyko przez utrzymywanie niskiego stanu kapitału obrotowego na tych rynkach (w 2014 różnice kursowe na UAH/PLN wyniosły -2,9 mln PLN a w 2015 -0,2 mln PLN).

Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych (szacujemy, że wykorzystanie mocy w Polsce wynosi ok. 75-80% a na Ukrainie spadło do ok. 40%). Docelowo w modelu zakładamy, że marża EBITDA będzie kształtować się na poziomie 14,5-15,0%. Uwzględniliśmy w modelu efekt zastosowania przez spółkę amortyzacji znaku towarowego, co obniży do 2021 efektywną stopę podatku dochodowego (efekt szacujemy na około 2,5-3,0 mln PLN/rok).

Skorygowane prognozy wyników na lata 2016-2018 rok [mln PLN]

	2016P	2016P		2017P	2017P		2018P	2018P	
	poprzednio*	aktualnie	odchylenie	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	565,0	580,5	2,7%	588,4	604,6	2,8%	608,0	625,0	2,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	216,2	226,0	4,5%	224,4	232,7	3,7%	231,3	238,7	3,2%
EBITDA	85,5	87,9	2,8%	87,9	89,1	1,4%	90,3	91,7	1,5%
EBIT	67,6	69,6	3,0%	70,2	70,9	1,0%	72,3	73,1	1,1%
Zysk (strata) netto	54,7	55,6	1,6%	57,3	57,4	0,2%	59,2	59,4	0,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,3%	38,9%		38,1%	38,5%		38,0%	38,2%	
Marża EBITDA	15,1%	15,1%		14,9%	14,7%		14,9%	14,7%	
Marża EBIT	12,0%	12,0%		11,9%	11,7%		11,9%	11,7%	
Marża zysku netto	9,7%	9,6%		9,7%	9,5%		9,7%	9,5%	

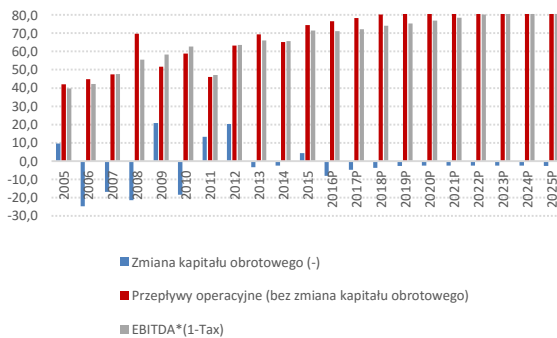
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 26.02.2016

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	112,1	177,1	169,0	91,8	124,2	180,6	178,6	97,1	576,5	573,9	546,0	550,1	580,5	604,6	625,0	639,4	652,9
Polska	87,8	142,0	125,6	69,8	98,6	144,8	133,1	73,3	369,2	367,5	393,7	425,2	449,9	467,9	481,9	491,6	501,4
Ukraina	11,2	17,3	22,8	12,8	14,0	18,4	25,0	14,3	132,0	126,8	74,8	64,2	71,7	75,2	79,0	81,8	83,8
Białoruś	8,7	9,6	10,5	5,2	6,6	8,9	9,9	5,0	42,5	49,0	47,5	33,9	30,4	31,9	33,5	34,6	35,5
Rosja	1,4	2,6	3,3	1,8	1,5	2,7	3,4	1,9	15,6	15,6	12,2	9,2	9,6	10,0	10,3	10,5	10,7
pozostałe	3,0	5,6	6,8	2,2	3,4	5,8	7,0	2,7	17,2	15,0	17,8	17,6	18,9	19,6	20,3	20,9	21,5
Zmiana r/r																	
Przychody	0,5%	3,1%	-1,5%	0,8%	10,7%	2,0%	5,6%	5,8%	4,7%	-0,5%	-4,9%	0,8%	5,5%	4,2%	3,4%	2,3%	2,1%
Polska	10,0%	9,6%	4,0%	9,9%	12,3%	2,0%	6,0%	5,0%	1,2%	-0,5%	7,1%	8,0%	5,8%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Ukraina	-26,7%	-10,7%	-10,5%	-11,8%	24,1%	6,1%	9,7%	11,5%	11,4%	-4,0%	-41,0%	-14,1%	11,6%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Białoruś	-20,6%	-30,2%	-26,4%	-39,7%	-24,0%	-7,5%	-6,0%	-3,0%	4,0%	15,3%	-3,1%	-28,6%	-10,6%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Rosja	-15,7%	-34,5%	-25,6%	-11,4%	7,7%	5,0%	5,0%	2,0%	49,3%	0,4%	-22,1%	-24,7%	4,8%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	-21,1%	10,4%	3,5%	-8,0%	16,0%	3,4%	3,9%	20,0%	6,9%	-13,0%	18,9%	-1,3%	7,8%	3,7%	3,5%	3,0%	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	38,0	71,1	64,5	36,4	47,3	72,1	68,0	38,6	196,8	213,2	202,4	209,9	226,0	232,7	238,7	243,7	249,0
marża	33,9%	40,1%	38,2%	39,6%	38,1%	39,9%	38,1%	39,8%	34,1%	37,1%	37,1%	38,2%	38,9%	38,5%	38,2%	38,1%	38,1%
SG&A	27,1	46,4	36,9	33,1	31,7	51,4	38,7	33,4	137,7	151,5	140,6	143,5	155,3	160,0	163,8	167,5	171,1
Zysk na sprzedaży	10,9	24,7	27,6	3,3	15,6	20,7	29,3	5,2	59,1	61,7	61,8	66,4	70,8	72,7	74,9	76,2	77,9
EBITDA	15,3	27,7	31,8	8,5	19,7	24,0	33,7	10,5	72,9	78,0	76,4	83,3	87,9	89,1	91,7	93,2	95,2
marża	13,7%	15,7%	18,8%	9,2%	15,9%	13,3%	18,9%	10,8%	12,6%	13,6%	14,0%	15,1%	15,1%	14,7%	14,7%	14,6%	14,6%
EBIT	10,9	23,2	27,3	3,8	15,3	19,4	29,1	5,8	56,4	58,8	58,5	65,2	69,6	70,9	73,1	74,3	75,9

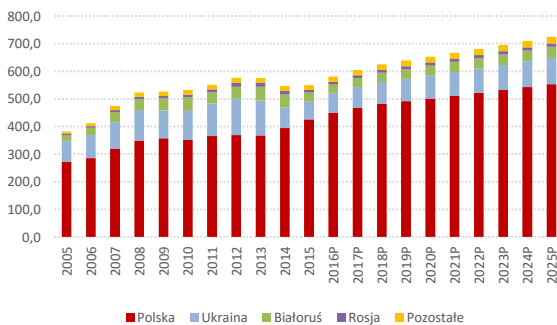
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przepływy operacyjne [mln PLN]



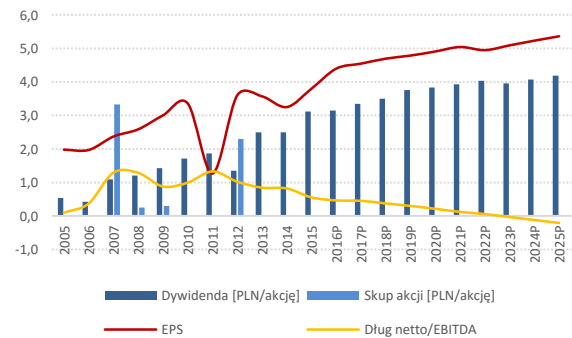
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



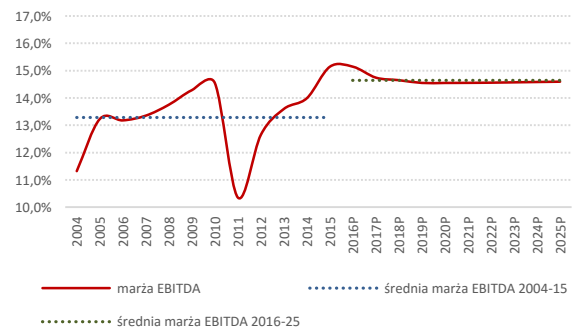
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	175,3	168,1	171,2	181,9	188,2	193,2	197,8	202,0	206,0	209,9	213,8	217,7
Wartości niematerialne i prawne	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
Rzeczowe aktywa trwałe	153,3	147,6	151,2	162,5	169,3	174,8	179,9	184,7	189,2	193,6	198,0	202,4
Pozostałe aktywa trwałe	20,3	19,0	18,5	17,9	17,4	16,9	16,3	15,8	15,3	14,7	14,2	13,6
Aktywa obrotowe	156,9	155,2	166,3	169,7	175,8	180,5	186,3	190,9	193,2	196,8	209,4	222,8
Zapasy	66,6	72,0	76,9	82,8	85,9	88,1	90,3	92,6	95,1	97,4	99,6	101,9
Należności krótkoterminowe	76,1	71,0	77,9	81,2	83,9	85,9	87,7	89,5	91,4	93,4	95,3	97,3
Inwestycje krótkoterminowe	14,2	12,2	11,4	5,8	6,0	6,6	8,3	8,7	6,7	6,1	14,4	23,6
- w tym środki pieniężne	13,4	11,1	10,3	4,6	4,8	5,4	7,1	7,6	5,6	5,0	13,3	22,5
Aktywa razem	332,9	323,3	337,4	351,6	364,0	373,7	384,0	392,9	399,2	406,7	423,1	440,5
Kapitał (fundusz) własny	202,5	204,1	219,9	235,1	250,3	263,4	277,1	291,2	302,8	317,1	331,8	346,7
Kapitał (fundusz) podstawowy	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	123,9	117,9	78,2	91,5	104,7	116,6	128,7	141,2	154,0	166,5	179,4	192,6
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	55,6	57,4	59,4	60,6	62,2	63,9	62,6	64,4	66,2	67,9
Pozostałe pozycje kapitału własnego	66,0	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6
Kapitał mniejszości	4,9	4,0	4,7	5,5	6,4	7,4	8,4	9,5	10,5	11,6	12,7	13,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	125,4	115,2	112,8	111,0	107,3	102,9	98,5	92,2	85,9	78,0	78,7	80,0
Zobowiązania oprocentowane	76,0	56,9	50,9	44,9	38,9	32,9	26,9	18,9	10,9	1,3	0,3	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	49,5	58,3	61,9	66,1	68,4	70,0	71,6	73,3	75,0	76,7	78,3	80,0
Pasywa razem	332,9	323,3	337,4	351,6	364,0	373,7	384,0	392,9	399,2	406,7	423,1	440,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	546,0	550,1	580,5	604,6	625,0	639,4	652,9	666,8	680,9	695,3	710,0	725,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	343,6	340,2	354,4	372,0	386,3	395,7	404,0	412,4	421,0	429,8	438,6	447,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	202,4	209,9	226,0	232,7	238,7	243,7	249,0	254,3	259,8	265,5	271,4	277,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	140,6	143,5	155,3	160,0	163,8	167,5	171,1	174,7	178,4	182,2	186,0	190,0
Zysk (strata) na sprzedaży	61,8	66,4	70,8	72,7	74,9	76,2	77,9	79,6	81,4	83,4	85,3	87,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,3	-1,2	-1,2	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2
EBITDA	76,4	83,3	87,9	89,1	91,7	93,2	95,2	97,2	99,3	101,5	103,7	106,0
EBIT	58,5	65,2	69,6	70,9	73,1	74,3	75,9	77,6	79,4	81,3	83,2	85,2
Saldo działalności finansowej	-10,9	-8,8	-3,5	-2,5	-2,3	-2,0	-1,8	-1,5	-1,1	-0,7	-0,5	-0,4
Zysk (strata) brutto	47,9	56,6	66,4	68,7	71,1	72,6	74,5	76,5	78,6	80,9	83,1	85,2
Zysk (strata) netto mniejszości	0,1	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Zysk (strata) netto*	41,0	48,0	55,6	57,4	59,4	60,6	62,2	63,9	62,6	64,4	66,2	67,9

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	62,6	78,7	68,4	73,4	76,8	79,2	81,0	82,6	81,3	83,0	84,8	86,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-18,1	-15,7	-21,0	-28,6	-24,6	-23,5	-23,4	-23,4	-23,5	-23,6	-23,9	-24,1
Przepływy z działalności finansowej	-54,8	-64,6	-48,2	-50,4	-52,0	-55,1	-55,8	-58,8	-59,8	-60,0	-52,6	-53,3
Przepływy pieniężne netto	-10,4	-1,5	-0,8	-5,6	0,2	0,6	1,7	0,4	-2,0	-0,6	8,3	9,2
Środki pieniężne na początek okresu	24,3	13,4	11,1	10,3	4,6	4,8	5,4	7,1	7,6	5,6	5,0	13,3
Środki pieniężne na koniec okresu	13,4	11,1	10,3	4,6	4,8	5,4	7,1	7,6	5,6	5,0	13,3	22,5

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	0,8%	5,5%	4,2%	3,4%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBITDA zmiana r/r	9,1%	5,6%	1,4%	2,8%	1,7%	2,2%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%
EBIT zmiana r/r	11,4%	6,8%	1,8%	3,1%	1,7%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r	16,9%	15,8%	3,3%	3,4%	2,0%	2,6%	2,7%	-1,9%	2,9%	2,7%	2,5%
Marża brutto na sprzedaży	38,2%	38,9%	38,5%	38,2%	38,1%	38,1%	38,1%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%
Marża EBITDA	15,1%	15,1%	14,7%	14,7%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Marża EBIT	11,9%	12,0%	11,7%	11,7%	11,6%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Marża brutto	10,3%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,5%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%
Marża netto	8,7%	9,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,6%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%
COGS / przychody	61,8%	61,1%	61,5%	61,8%	61,9%	61,9%	61,9%	61,8%	61,8%	61,8%	61,8%
SG&A / przychody	26,1%	26,7%	26,5%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%
SG&A / COGS	42,2%	43,8%	43,0%	42,4%	42,3%	42,3%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%
ROE	23,6%	26,2%	25,2%	24,5%	23,6%	23,0%	22,5%	21,1%	20,8%	20,4%	20,0%
ROA	14,8%	16,5%	16,3%	16,3%	16,2%	16,2%	16,3%	15,7%	15,8%	15,6%	15,4%
Dług	56,9	50,9	44,9	38,9	32,9	26,9	18,9	10,9	1,3	0,3	0,0
D / (D+E)	17,6%	15,1%	12,8%	10,7%	8,8%	7,0%	4,8%	2,7%	0,3%	0,1%	0,0%
D / E	20,0%	16,7%	13,8%	11,3%	9,1%	7,0%	4,8%	2,7%	0,3%	0,1%	0,0%
Odsetki / EBIT	-13,5%	-5,0%	-3,6%	-3,2%	-2,8%	-2,3%	-1,9%	-1,4%	-0,9%	-0,6%	-0,4%
Dług / kapitał własny	27,3%	22,7%	18,7%	15,1%	12,1%	9,4%	6,3%	3,5%	0,4%	0,1%	0,0%
Dług netto	45,8	40,6	40,3	34,1	27,5	19,8	11,3	5,3	-3,7	-13,0	-22,5
Dług netto / kapitał własny	22,5%	18,5%	17,1%	13,6%	10,4%	7,1%	3,9%	1,8%	-1,2%	-3,9%	-6,5%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Dług netto / EBIT	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,3
EV	818,0	812,8	812,5	806,3	799,7	792,0	783,5	777,5	768,6	759,3	749,8
Dług / EV	7,0%	6,3%	5,5%	4,8%	4,1%	3,4%	2,4%	1,4%	0,2%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,0%	3,7%	4,8%	4,0%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	92,7%	116,9%	158,7%	134,1%	126,3%	123,7%	121,5%	120,4%	119,2%	118,9%	118,7%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Zmiana KO / Przychody	-1,7%	1,5%	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-229,2%	28,2%	21,2%	18,6%	18,6%	18,9%	19,1%	19,2%	18,8%	18,6%	18,6%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E*	16,1	13,9	13,4	13,0	12,7	12,4	12,1	12,3	12,0	11,7	11,4
P/BV*	3,7	3,4	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1
P/CE*	11,7	10,5	10,2	9,9	9,7	9,5	9,3	9,4	9,1	8,9	8,7
EV/EBITDA*	9,8	9,2	9,1	8,8	8,6	8,3	8,1	7,8	7,6	7,3	7,1
EV/EBIT*	12,5	11,7	11,5	11,0	10,8	10,4	10,1	9,8	9,5	9,1	8,8
EV/S*	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
BVPS	16,5	17,8	19,1	20,3	21,5	22,6	23,8	24,8	26,1	27,3	28,6
EPS	3,8	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1	5,0	5,1	5,2	5,4
CEPS	5,2	5,9	6,0	6,2	6,3	6,5	6,6	6,5	6,7	6,9	7,0
FCFPS	4,4	4,5	4,7	4,6	4,7	4,8	4,9	5,2	0,0	0,0	0,0
DPS	3,12	3,15	3,35	3,50	3,76	3,84	3,94	4,05	3,97	4,09	4,20
Payout ratio	96%	83%	76%	77%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 61,2 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

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

Strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado

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

Krystian Brymora

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

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

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	data	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59 CEST	61,2	45 541
trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991
akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555
akumuluj	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015		44,1	53 816
akumuluj	43,5	trzymaj	45,0	7.11.2014		38,3	53 400
trzymaj	45,0	sprzedaj	45,4	6.12.2013		47,9	52 577
sprzedaj	45,4	redukuj	43,0	21.10.2013		58,48	53 854
redukuj	43,0	akumuluj	48,0	19.07.2013		48,89	46 400
trzymaj	48,0	akumuluj	36,6	6.03.2013		49,45	46 798
akumuluj	36,6	trzymaj	33,9	22.10.2012		31,61	43 759
trzymaj	33,9	kupuj	32,7	24.07.2012		34,00	38 983
kupuj	32,7	trzymaj	39,8	1.03.2011		27,19	41 534
trzymaj	39,8	akumuluj	47,1	26.05.2011		39,10	49 245
akumuluj	47,1	akumuluj	45,1	15.03.2011		42,95	47 440
akumuluj	45,1	akumuluj	45,1	17.11.2010		40,70	46 456
akumuluj	45,1	kupuj	41,2	14.05.2010		40,51	41 656
kupuj	41,2	-	-	27.10.2009		33,05	39 147

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'16:

Kupuj	2	50%
Akumuluj	1	25%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	25%
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

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.

Słabe i silne 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).

Nota prawna:

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową 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 portfelową 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 18.07.2016 roku, 08:59 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.07.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informację w niej zawartą podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 18.07.2016 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 rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.