

czwartek, 6 listopada 2014 | raport analityczny

Polwax: kupuj (nowa)

PWX PW; PWXP.WA | Przemysł petrochemiczny, Polska

Dywidendy z parafiny

Polwax to jeden z dwóch głównych producentów parafin w Polsce, a jego udział w rynku europejskim można szacować na około 5%. Produkty Spółki znajdują zastosowanie głównie w segmencie świecowo-zniczowym (80% przychodów), ale oferta obejmuje również specjalistyczne woski i parafiny dla przemysłu. Zarząd systematycznie optymalizuje koszty oraz porządkuje i uzupełnia portfel produktów w celu poprawy rentowności, a istotnym elementem tej strategii jest prężny dział badań i rozwoju współpracujący zarówno z odbiorcami Spółki, jak i z zewnętrznymi jednostkami naukowymi. Wyniki finansowe Polwaxu charakteryzują się dużą stabilnością (dojrzały rynek świec i zniczy, zabezpieczone dostawy surowca, długoterminowe relacje z odbiorcami) i są mało wrażliwe na zmiany globalnej koniunktury (niska zmienność cen produktów i surowca), co kształtuje dywidendowy profil Spółki. Wartość spółki Polwax szacujemy na 24,20 PLN na akcję i wydajemy rekomendację kupuj.

Atrakcyjna stopa dywidendy

Polityka dywidendowa Spółki przewiduje wypłatę 30%-50% zysku w formie dywidendy, a deklaracje Zarządu znajdują potwierdzenie w historii wypłat z ostatnich lat. Perspektywa wysokich wolnych przepływów pieniężnych (FCF/EV=9%) powinna pozwolić w kolejnych latach na zwiększenie stopy dywidendy (jest na to miejsce w bilansie, gdyż znaczna część długu to sezonowy efekt wzrostu należności). W prognozach konserwatywnie zakładamy jednak średni yield na poziomie 7,5%, gdyż podniesienie prognozy wymaga zgody banku finansującego (w przeszłości nie było z tym problemu). W kontekście oczekiwanego istotnego spadku capex możliwe są jednak pozytywne zaskoczenia w tym obszarze.

Perspektywa wzrostu rentowności

Porządkowanie portfela sprzedażowego i rozwój specjalistycznych produktów dla przemysłu pozwolił na systematyczny wzrost rentowności brutto ze sprzedaży w ostatnich latach z 16% do 19%. Nowe produkty opracowane dzięki intensywnym pracom R&D stanowią już ponad 10% sprzedaży ogółem (kilka wyrobów Spółki przechodzi procesy walidacyjne u dostawców, co może zaowocować nowymi kontraktami). Oczekujemy, że w perspektywie 2016 roku Polwax poprawi marżę I stopnia o kolejny punkt procentowy przy dodatniej dynamice na poziomie przychodów. Wsparciem dla tego scenariusza powinna być także dalsza optymalizacja kosztów oraz poprawa efektywności produkcji (efekt zakończenia ostatniej inwestycji w Jaśle).

Bezpieczny profil działalności

Znaczna część działalności Spółki koncentruje się na dojrzałym ustabilizowanym rynku z ograniczoną ekspozycją na wahania koniunktury. Polwax charakteryzują niewielka zmienność wyników i niska wrażliwość na otoczenie makro (korelacja cen parafiny z Brent tylko 66%), co potwierdzają rezultaty nie tylko z ostatnich 3 lat, ale również dostępne dane z okresu, kiedy Spółka była jeszcze częścią Grupy Lotos (CAGR dla oczyszczonego EBIT w latach 2006-13 przekracza 8,3%).

| (mln PLN) | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 260,5 | 241,1 | 252,9 | 257,2 | 260,0 |
| EBITDA | 30,2 | 27,5 | 30,0 | 32,7 | 33,7 |
| marża EBITDA | 11,6% | 11,4% | 11,9% | 12,7% | 13,0% |
| EBIT | 27,2 | 24,9 | 27,3 | 29,9 | 30,8 |
| Zysk netto | 19,4 | 20,0 | 21,5 | 23,6 | 24,3 |
| DPS | 0,00 | 0,40 | 1,00 | 1,05 | 1,14 |
| P/E | 7,8 | 7,5 | 7,0 | 6,5 | 6,4 |
| P/CE | 6,7 | 6,6 | 6,2 | 5,8 | 5,7 |
| P/BV | 4,1 | 2,8 | 2,3 | 2,0 | 1,7 |
| EV/EBITDA | 6,7 | 7,8 | 6,7 | 5,9 | 5,5 |
| DYield | 0,0% | 2,7% | 6,6% | 7,0% | 7,6% |

| | |
|--------------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca | 15,05 PLN |
| Cena docelowa | 24,20 PLN |
| Kapitalizacja | 150 mln PLN |
| Free float | 78 mln PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 0,46 mln PLN |

Struktura akcjonariatu

| | |
|-----------------|-------|
| Krokus Chem | 32,6% |
| Dominik Tomczyk | 11,9% |
| Jacek Stelmach | 2,1% |
| Piotr Kosiński | 2,1% |
| Pozostali | 51,3% |

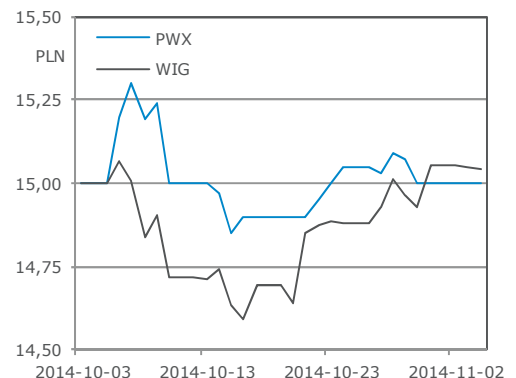
Strategia dotycząca sektora

Parafina to bezbarwna mieszanina stałych węglowodorów wydzielana z ciężkich frakcji ropy naftowej. Produkt ten ma dość szeroki zakres zastosowań, ale największym segmentem rynku z prawie 50% udziałem jest przemysł świecowo-zniczowy. Popyt w tym obszarze jest raczej stabilny i w dużym stopniu związany z lokalnymi zwyczajami oraz uwarunkowaniami kulturowymi. Rosnącym rynkiem są natomiast specjalistyczne parafiny i woski wykorzystywane w procesach przemysłowych, m.in. w sektorze drzewnym, opakowaniowym, metalowym, nawozowym czy kosmetycznym.

Profil spółki

Polwax jest jednym z dwóch głównych producentów parafin w Polsce, a jego udział w rynku europejskim można szacować na około 5%. Do roku 2011 Spółka funkcjonowała w strukturach Grupy Lotos pod nazwą Lotos Parafiny. W 2012 roku w wyniku wykupu menedżerskiego wspartego przez fundusz Krokus PE zmieniła się struktura akcjonariatu i nazwa Spółki. Polwax posiada dwa zakłady produkcji parafin zlokalizowane w Jaśle i Czechowicach-Dziedzicach oraz fabrykę do produkcji zniczy i świec w Czechowicach-Dziedzicach. Większość sprzedaży jest realizowana w kraju (84%), a odbiorcami produktów obok segmentu świecowo-zniczowego są firmy z przemysłu metalowego, chemicznego, budowlanego, spożywczego czy też papierniczego.

Kurs akcji PWX na tle WIG



Analitik:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mdm.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję oferującego akcje emitenta w związku z pierwszą ofertą publiczną przeprowadzaną przez emitenta.

Raport stanowi skróconą wersję raportu Polwax przygotowanego na potrzeby pierwszej oferty publicznej. Pełna wersja raportu została przekazana Emitentowi przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych. Wersja skrócona raportu nie została przekazana do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Polwax S.A.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl