

piątek, 13 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Polwax: kupuj (podtrzymana)

PWX PW; PWX.WA | Chemia, Polska

Projekt Future staje się terażniejszą

Ubiegłoroczny zwrot z akcji Polwaxu, uwzględniając wypłaconą dywidendę, przekroczył 18% i wyraźnie zdystansował benchmark rynkowy. Jednym z katalizatorów była na pewno sprzedaż pakietu akcji przez fundusz Krokus, gdyż spekulacje o potencjalnej podaży od tego akcjonariusza stanowiły wcześniej istotne obciążenie dla kursu Spółki. Już po zmianach właścicielskich WZA zatwierdziło realizację projektu Future, który zdecydowaliśmy się uwzględnić w naszych prognozach i wycenie. Stąd, mimo tylko nieznacznych korekt prognoz na najbliższe lata, podnosimy naszą wycenę do 25,95 PLN/akcję. W krótkim terminie ta inwestycja może co prawda negatywnie odbić się na polityce dywidendowej Spółki, ale sowite wypłaty powrócą od 2020 r., gdyż szacowany FCF yield po uruchomieniu instalacji może docelowo sięgać 19%. W tym kontekście podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Zwracamy ponadto, uwagę, że w tym roku Spółka powinna operować w bardziej sprzyjającym otoczeniu makro, co pozwoli na poprawę rentowności.

Otoczenie makro zmienia się na korzyść

W 2016 presja na ceny gaczy parafinowych (rosnący import świec z Chin obniżył zapotrzebowanie na surowiec w Europie, a jednocześnie wzrosła jego podaż wraz z atrakcyjnymi marżami na bazach olejowych) stanowiła istotne obciążenie dla rentowności w segmencie świecowym (oczekiwania obniżek ze strony klientów i mało elastyczny indeksowany do benchmarku ICIS kontrakt na dostawy z Lotosu). Obecnie obserwujemy już stabilizację cen na europejskim rynku parafin i oczekujemy powrotu długoterminowej korelacji z notowaniami ropy. W takim otoczeniu długoterminowa umowa z rafinerią znów stanowić będzie przewagę konkurencyjną. Dobrą informacją są również drożące substytuty wykorzystywane w masach zniczowych.

Projekt Future dodaje około 2 PLN/akcję...

Przyjęliśmy, że dodatkowe przychody z instalacji odolejania od roku 2020 sięgną niecałe 100 mln PLN (wzrost o 30% vs. przez Zarząd 30-40%), a marża EBITDA sięgnie 15,2% (wobec niecałych 12% w latach 2014-16, ale ma to uzasadnienie w portfelu sprzedażowym), co implikuje wzrost zysku na tym poziomie o około 42% (Zarząd podaje bardziej optymistyczny przedział 50-60%). Wartość dodana z tego projektu w takim scenariuszu sięga około 2,0 PLN/akcję. Zwracamy uwagę, że próg rentowności jest osiągany przy EBITDA 12 mln PLN (wzrost zysku Spółki o 35%).

...ale dywidendy w najbliższych latach będą niższe

W związku z wysokimi nakładami inwestycyjnymi oczekujemy ekspansji bilansu Spółki. Zagregowany ujemny FCF w latach 2017-19 może wynieść -40 mln PLN (średnioroczny CFO ponad 30 mln PLN pomniejszony o łączny CAPEX rzędu 130 mln PLN). Biorąc pod uwagę restrykcje w zakresie wypłaty dywidendy nałożone na Spółkę w umowie kredytowej (brak wypłaty >2,5x dług netto/EBITDA i niższy jej poziom w przedziale 2,0-2,5x), w najbliższych 3 latach oczekujemy wyraźnie niższego DPS. Powrót do wysokich stóp dywidendy będzie możliwy od roku 2020 (średnioroczny FCF w okresie 2020/22 szacujemy na 25 mln PLN, co implikuje FCF/EV rzędu 11%).

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	258,2	280,7	309,1	310,8	314,2
EBITDA	30,8	34,2	34,6	35,7	36,0
marża EBITDA	11,9%	12,2%	11,2%	11,5%	11,5%
EBIT	27,7	30,0	29,9	31,0	31,3
Zysk netto	22,4	23,8	23,5	24,5	24,0
DPS	0,99	1,22	1,06	0,68	0,48
P/E	7,5	7,1	7,3	7,0	7,1
P/CE	6,6	6,0	6,1	5,9	5,9
P/BV	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4
EV/EBITDA	6,7	5,8	5,9	5,9	6,8
DYield	6,0%	7,3%	6,4%	4,1%	2,9%

Cena bieżąca	16,60 PLN
Cena docelowa	25,95 PLN
Kapitalizacja	171,0 mln PLN
Free float	145,1 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,43 mln PLN

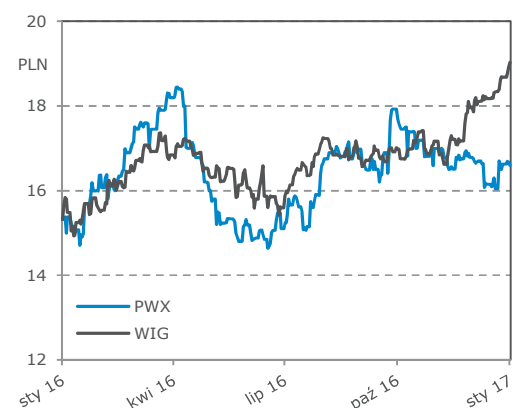
Struktura akcjonariatu*

Dominik Tomczyk	11,70%
NN OFE	9,74%
TFI PZU	7,36%
AVIVA OFE	6,89%
Aviva Investors	6,87%
TFI Trigon	6,45%
Pozostali	50,99%

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 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. Odbiorcami produktów obok segmentu świecowo-zniczowego są firmy z przemysłu metalowego, chemicznego, budowlanego, spożywczego czy też papierniczego.

Kurs akcji PWX na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Polwax	25,95	23,24	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Polwax	16,60	25,95	+56,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
EBITDA	-0,9%	+1,3%	+2,8%
Zysk netto	-4,1%	-0,7%	-1,7%

Analitik:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.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 księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 13 stycznia 2017 o godzinie 8:37.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 stycznia 2017 o godzinie 8:37,

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank 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 upoważnione do bezpośredniego dostępu do biurowych, 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 stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Polwax wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	15,70
WIG w dniu rekomendacji	44 294,89

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

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

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

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

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl