

czwartek, 4 września 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 preżny 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 progu 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%).

(mIn 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 mIn PLN
Free float	78 mIn PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,46 mIn PLN

Struktura akcjonariatu

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

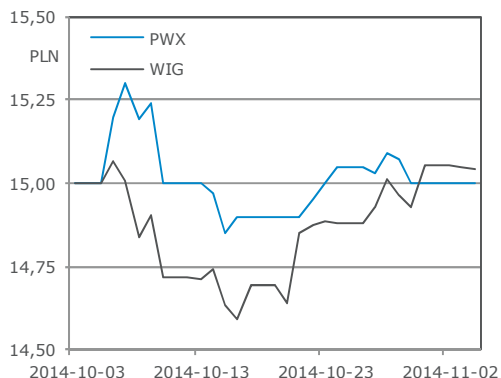
Strategia dotycząca sektora

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



Analityk:

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl

Podsumowanie inwestycyjne

Perspektywa atrakcyjnych stóp 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. W prognozach konserwatywnie zakładamy jednak średni yield na poziomie 7,5% (podniesienie prognozy wymaga zgody banku finansującego).

Perspektywa wzrostu rentowności

Porządkowanie portfela sprzedażowego i rozwój specjalistycznych produktów dla przemysłu pozwoliły 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. Oczekujemy, że w perspektywie 2016 roku Polwax poprawi marżę I stopnia o kolejny punkt procentowy przy dodatniej dynamice na poziomie przychodów.

Bezpieczny profil działalności

Znaczna część działalności Spółki koncentruje się na dojrzałym ustabilizowanym rynku z ograniczoną ekspozycją na wahania koniunktury. Polwax charakteryzuje niewielka zmienność wyników i niska wrażliwość na otoczenie makro, 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%).

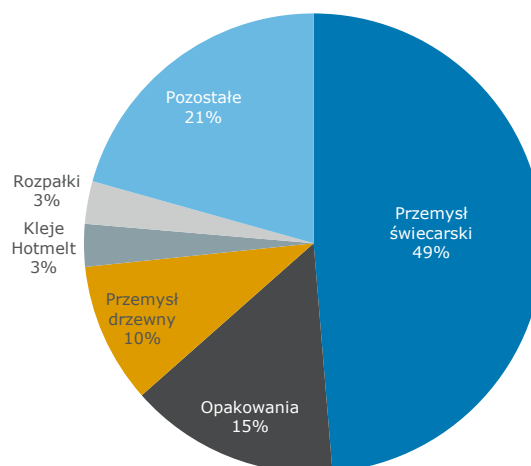
Doświadczony Zarząd i spójna strategia

Obecny Zarząd kieruje Spółką od 6-7 lat, co przekłada się na bardzo dobrą znajomość realiów tej niszowej branży i efektywną realizację długofalowych strategicznych zmian w profilu sprzedaży. Członkowie Zarządu są jednocześnie istotnymi akcjonariuszami Polwaxu (19% akcji i 28% udziału w głosach), co dodatkowo powinno gwarantować dbałość o interesy mniejszościowych posiadaczy akcji.

Rynek parafin

Parafina to bezbarwna mieszanina stałych węglowodorów wydzielana z ciężkich frakcji ropy naftowej (ewentualnie w procesie syntezy z gazu syntezowego). Produkt ten ma dość szeroki zakres zastosowań, ale największym segmentem rynku z prawie 50% udziałem jest przemysł świecowo-zniczowy. Masy parafinowe (w tym emulsje) znajdują również zastosowanie w przemyśle drzewnym (impregnaty, komponenty zwiększające odporność na ścieranie, laminaty), spożywczym (powlekanie serów, owoców), opakowaniowym (elastyczne opakowania, papierowe naczynia), metalowym (masy modelowe), nawozowym (antyzbrylacze) czy gumowym (opony). Parafina wykorzystywana jest także do produkcji środków ochrony roślin, kosmetyków i w przemyśle farmaceutycznym. Na jej bazie produkuje się również kleje typu Hotmelt wykorzystywane m.in. przy opakowaniach wielowarstwowych, w przemyśle papierniczym czy w elektronice.

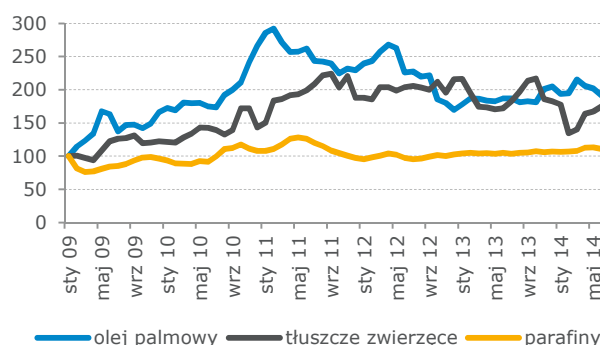
Globalny rynek parafin według zastosowania



Źródło: Frost&Sullivan

Jeśli chodzi o kwantyfikację wielkości rynku parafin to brakuje szczegółowych danych na ten temat, ale szacuje się, że światowe zużycie sięga 3,5 mln ton, z czego na Europę przypada około 1,2 mln ton. Podaż wyrobów parafinowych w Polsce wg szacunków Spółki sięgnęła w ubiegłym roku 150-170 tys. ton, a w ujęciu wartościowym około 600 mln PLN. Popyt na ten produkt jest powiązany z ogólnymi wskaźnikami koniunktury czy też produkcji budowlano-przemysłowej. Negatywnie na dynamikę zużycia parafin w ostatnich latach wpływają jednak tendencje substytucyjne, szczególnie w przemyśle świecowym. Ograniczona podaż gaczu parafinowego z rafinerii (efekt modernizacji instalacji przerobowych, w szczególności linii do produkcji olejów bazowych – przykładowo podaż tego surowca w USA spadła w ostatnich 10 latach o połowę) powoduje presję na ceny i zachęca do wykorzystywania alternatywnych materiałów (olej palmowy, tłuszcze zwierzęce). Niemniej jednak pojawiające się na rynku prognozy wskazują na potencjał średniorocznego wzrostu konsumpcji na poziomie 1%, co ma być pochodną m.in. rozwoju nowych zastosowań parafiny w kosmetyce czy przemyśle gumowym. Zwracamy uwagę, że w przypadku większości zastosowań przemysłowych substytucyjność ropopochodnej parafiny jest technologicznie mocno ograniczona (trudność z utrzymaniem parametrów jakościowych).

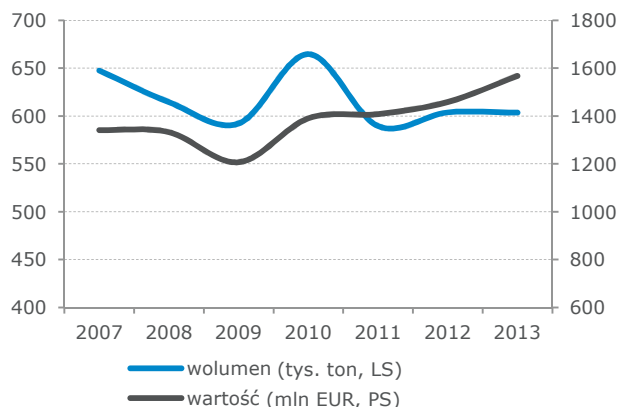
Indeks cenowy parafin, oleju palmowego i tłuszczu zwierzęcego



Źródło: Bloomberg, ICIS, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Ceny parafin są skorelowane z notowaniami ropy naftowej, co nie oznacza jednak bezpośredniej indeksacji do mieszanki Brent. Benchmarkiem dla branży pozostają kwotowania ICIS, które są pochodną cen transakcyjnych zbieranych przez ten podmiot od firm z branży. Ceny gaczu parafinowego w kontraktach ustalane są zazwyczaj kwartalnie, a elementem formuły cenowej są kwotowania parafin, a nie ropy czy frakcji naftowych, co również ogranicza zmienność. Niemniej jednak, geopolityczne fluktuacje na cenach Brent osłabiają konkurencyjność parafin względem wspomnianych wcześniej naturalnych surowców.

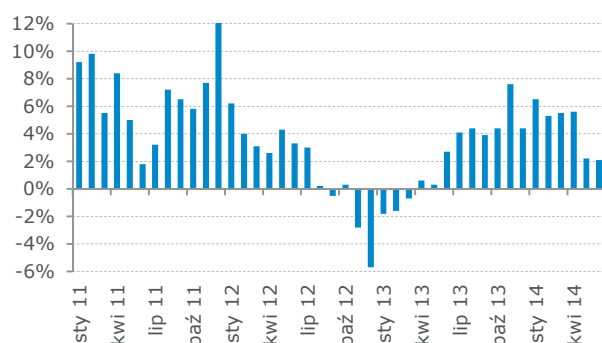
Europejski rynek świec w tys. ton i mln EUR



Źródło: ECA, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Rynek świecowy, a więc największy branżowo konsument parafin, jest szacowany w Europie na około 600 tys. ton. Wolumen w ostatnich latach znajduje się jednak pod presją, co częściowo miało związek z osłabieniem gospodarczym, a częściowo mogło wynikać ze społecznych zmian kulturowych. Jednocześnie widoczny jest wzrostowy trend jednostkowych cen sprzedawanych wyrobów (CAGR 2007-13 sięga 3,8%), co jest pochodną tendencji konsumpcyjnych (rośnie sprzedaż świec odpowiadających na bardziej wyrafinowane gusta, o lepszych parametrach również w zakresie bezpieczeństwa). W Polsce, która dostarcza około 40% świec w Europie (dane dotyczą całej kategorii bez podziału na wykorzystywany surowiec), obserwujemy podobne tendencje, aczkolwiek należy zwrócić uwagę, że (podobnie jak w Portugalii czy na Bałkanach) bardzo duże znaczenie ma segment zniczowy, który szacuje się na 80-100 tys. ton rocznie, czyli połowę całego rynku wyrobów parafinowych. Kategoria wyrobów dla przemysłu jest oczywiście skorelowana z dynamiką produkcji przemysłowej.

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce



Źródło: GUS, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Największymi producentami parafin na świecie są zintegrowane koncerny petrochemiczno-rafineryjne, takie jak: Sasol, Exxon, Shell, Paramelt, H&R, BASF, PetroCanada, Indian Oil czy CITGO. W Polsce konkurentem Polwaxu jest Fabryka Parafin Naftowax wchodząca w skład grupy Orlen. Wielkość sprzedaży obydwu spółek jest porównywalna, aczkolwiek różnią się one nieco strukturą portfela wyrobów (Naftowax ma większy udział w rynku podgrzewaczy i parafin wykorzystywanych w przemyśle spożywczym dzięki produkcji parafin hydrowaselinizowanych, a mniejszą ekspozycję na małotonażowe produkty dla pozostałych gałęzi przemysłu). Integracja produkcji w ramach ciągów rafineryjnych jest powiązana z jednej strony z koniecznością zabezpieczenia logistyki odpadów z przerobu ropy, a z drugiej z coraz bardziej napiętą sytuacją po stronie podaży surowca (wspomniane wcześniej modernizacje instalacji ograniczające udział ciężkich pozostałości). Ograniczony dostęp do surowca jakim jest gacz parafinowy, obok efektu skali, stanowi główną barierę wejścia do biznesu.

Działalność operacyjna i prognozy wyników

Historia spółki

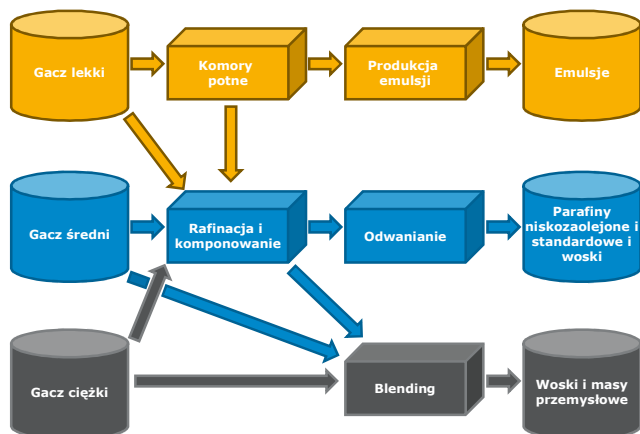
Spółka została założona w 1999 roku, a rozpoczęła działalność w zakresie przetwarzania parafin w 2000 roku, początkowo jako firma Parafiny – Rafineria Jasło Sp. z o.o. W roku 2004 miała miejsce konsolidacja działalności parafinowej w postaci połączenia Parafiny-Rafineria Jasło, RC Parafiny i Chemipetrol. Jednocześnie, Lotos stał się udziałowcem Spółki. Proces przejścia przez GL zakończył się w roku 2005, kiedy to gdańska grupa stała się jedynym udziałowcem. W celu bliższej identyfikacji z właścicielem nastąpiła zmiana nazwy na Lotos Parafiny. W 2008 roku Lotos z uwagi na koncentrację na podstawowej działalności rafineryjnej zdecydował o rozpoczęciu procesu sprzedaży spółki Lotos Parafiny. Gdy I-szy etap prywatyzacji Spółki na przełomie 2010-11 r. nie doszedł do skutku, Lotos otrzymał propozycję wykupu menedżerskiego od ówczesnych menedżerów Spółki wspartych przez fundusz private equity Nova Polonia II Limited Partnership, działający poprzez Krokus Chem (wspólnicy podpisali umowę, która regulowała zasady współpracy po finalizacji przejęcia). Strony doszły do porozumienia w styczniu 2012 roku, a przejęcie nastąpiło dwuetapowo. Najpierw fundusz PE i menedżerowie objęli udziały w nowej spółce Krokus Chem Sp. z o.o., która za uzyskane środki i kredyt inwestycyjny udzielony przez ING zakupiła akcje Lotos Parafiny. Następnie Krokus Chem i Polwax (Lotos Parafiny pod zmienioną nazwą) zostały połączone. Decyzja o wejściu na GPW zapadła na NWZA w maju 2014 roku.

Aktywa produkcyjne

Aktywa produkcyjne Polwax zlokalizowane są w Jaśle (teren 2,5 ha) i Czechowicach-Dziedzicach (4,6 ha), a ich potencjał przerobu gaczu wynosi odpowiednio 35 tys. ton i 25 tys. ton rocznie (jest to jednak zależne od ilości procesów rafinacyjnych i łączna skala przerobu może sięgać nawet 65 tys. ton). W Jaśle znajdują się instalacje nastawione przede wszystkim na przerób gaczu lekkich. W ubiegłym roku zakład uruchomił komorę Sulzera. Inwestycja ta kosztowała 12,7 mln PLN i zapewnia nie tylko zwiększenie mocy produkcyjnych, ale również zmniejsza zużycie energii i ogranicza ilość ścieków w stosunku do zamortyzowanych już starych komór potnych. W Czechowicach-Dziedzicach przerabiane są z kolei gacze średnie i ciężkie. Zakład ten obok standardowych produktów parafinowych, specjalizuje się także w

małtonażowych specjalistycznych produktach dla przemysłu. Jest to możliwe dzięki dedykowanym aktywom produkcyjnym (blending małtonażowy oraz prasy filtracyjne). Dodatkowo w tej lokalizacji znajduje się nowoczesna fabryka zniczy i świec uruchomiona w 2006 roku.

Uproszczony schemat produkcyjny parafin

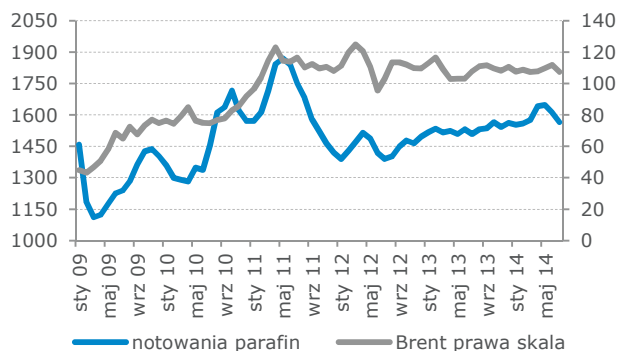


Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Zaopatrzenie w surowiec

Podstawowym surowcem wykorzystywanym przez Spółkę do produkcji parafin jest gacz parafinowy, będący produktem ubocznym w procesie produkcji olejów bazowych. W ubiegłym roku Polwax przerobił około 47,7 tys. ton gaczu, z czego ponad połowa pochodziła z Grupy Lotos. Spółka posiada długoterminową umowę z Lotosem na dostawy tego surowca do końca 2018 roku (bezpośrednie połączenia kolejowe, bocznice i terminale rozładunkowe). Pozostałe dostawy realizowane są w oparciu o ramową umowę z ExxonMobil oraz rynek spotowy (m.in. od importerów sprowadzających gacz z krajów b. ZSRR). Spółka prowadzi ponadto rozmowy z kolejnymi zachodnimi partnerami w kwestii długoterminowych umów, co zdywersyfikuje ryzyko zaopatrzenia i parametry przerabianego surowca (różne gatunki gaczu pozwalają na poszerzenie asortymentu produktowego). Formuły cenowe w kontraktach opierają się zazwyczaj na kwotowaniach parafin ICIS, które są skorelowane w 66% z notowaniami ropy Brent (pozostała część zmienności wynika z aktualnej sytuacji popytowo-podażowej oraz dostępności gaczu) i aktualizowane zazwyczaj co 2 tygodnie.

Notowania parafin na tle Brent w USD/t



Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Mocną stroną Spółki są aktywa logistyczne, które pozwalają na dużą elastyczność w zakresie zarządzania zapasami i dostawami surowca. W Jaśle Spółka dysponuje zbiornikami

o pojemności 10 tys. m³, a w Czechowicach-Dziedzicach 6 tys. m³, co umożliwia kontraktowanie dostaw morskich (ładunek statku do 5 tys. ton). Dodatkowo, Polwax na podstawie umowy dzierżawy z Lotos Kolej dysponuje flotą cystern kolejowych o ładowności 1,5 tys. ton i może korzystać z bazy zbiornikowej w Szczecinie (do 5 tys. ton). Bazy magazynowe pozwalają również na korzystanie jednocześnie z kilku gatunków gaczu i blendowanie surowca oraz wykorzystywanie okazji rynkowych. Spółka prowadzi jednocześnie dość ostrożną politykę zapasową, a zakupy wyprzedzające produkcję sięgają co najwyżej 2 miesięcy (cykl obrotu zapasów poniżej 40 dni). Zazwyczaj surowiec jest kupowany już po zakontraktowaniu sprzedaży do klienta.

Kierunki dostaw gaczu parafinowego



Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Główne rynki zbytu i odbiorcy

Okolo 58% swojej produkcji Spółka kieruje do segmentu zniczo-swiecowego, a kolejne 23% sprzedaży stanowią wyroby własnego zakładu zniczowego, pracującego głównie na potrzeby kontraktu z Jeronimo Martins Polska. Udział 4 największych odbiorców w przychodach ogółem wynosi 65%. Poza siecią Biedronka są to (alfabetycznie) ADMIT, Bispol (producenci świec i zniczy) i Gedro (firma handlowa).

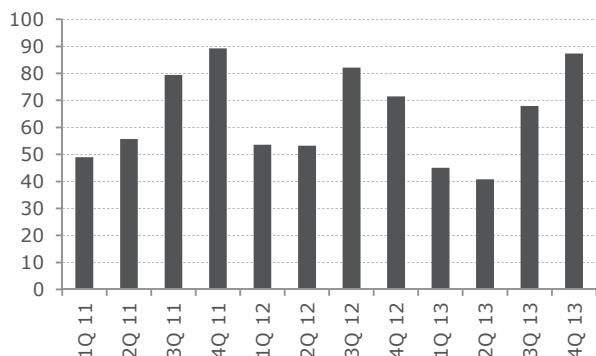
Główni producenci świec w Polsce



Źródło: Polwax

Duży udział segmentu świecowo-zniczowego znajduje odzwierciedlenie w sezonowości sprzedaży. Największy obrót pojawia się bowiem w trzecim i czwartym kwartale, a więc w okresie budowania zapasów przez detalistów przed Dniem Wszystkich Świętych i Bożym Narodzeniem. W drugim półroczu Spółka realizuje zazwyczaj ponad 60% rocznych przychodów.

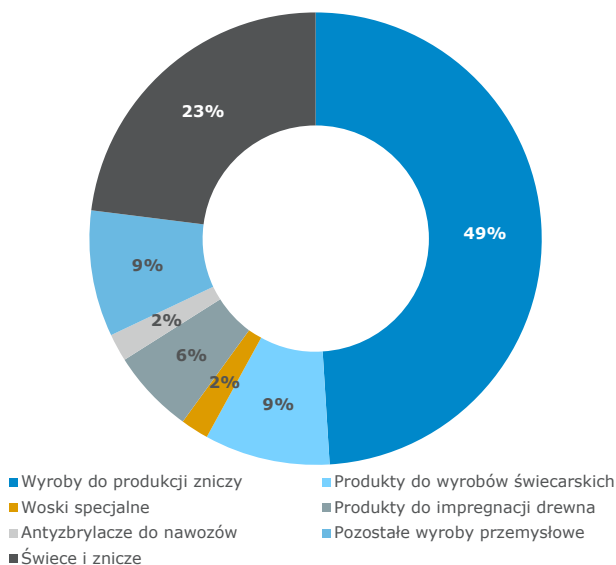
Sezonowość sprzedaży Polwax w mln PLN



Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Wyroby dla pozostałych gałęzi przemysłu stanowiły w ubiegłym roku 18,8% sprzedaży i zgodnie ze strategią Spółki sprzedaż w tej kategorii powinna systematycznie rosnąć w kolejnych latach. Są to przede wszystkim specjalistyczne produkty małowartościowe dedykowane pod określone zastosowania, co automatycznie przekłada się na poziom realizowanej marży (produkcja realizowana bezpośrednio pod zamówienia, a nie na zapas). W ofercie Spółki znajdują się m.in. woski przeznaczone do kontaktu z żywnością (do powlekania serów, odpierzania drobiu, do powlekania papieru), woski do sadzonek, składniki kosmetyków, antyzbrylacze do nawozów, środki ochrony antykorozyjnej (do podwozi samochodowych, do lin okrętowych), kleje typu Hotmelt (opakowania wielowarstwowe, do wklejania aplikacji na świecach) czy masy modelowe (odlewnictwo precyzyjne).

Sprzedaż Polwax według kategorii produktów (w ujęciu wartościowym)

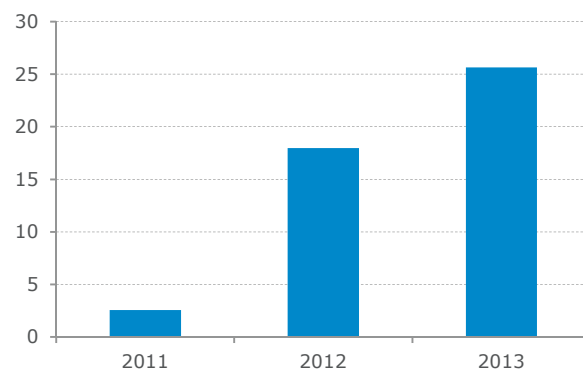


Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Rozwój portfolio w tym obszarze jest możliwy tylko dzięki rynkowemu doświadczeniu i wieloletnim pracom w zakresie R&D. Spółka posiada własny pion rozwoju (nakłady

badawczo-rozwojowe wyniosły w ubiegłym roku 0,6 mln PLN), który współpracuje zarówno z jednostkami naukowo-badawczymi jak i klientami, co pozwala na opracowywanie rozwiązań dedykowanych uwzględniających potrzeby i wymagania rynku. Obecnie Polwax prowadzi prace nad woskami twardymi dla odlewnictwa precyzyjnego, które byłyby wykorzystywane do odlewania łopatek innowacyjnego silnika lotniczego (projekt pod przewodnictwem WSK PZL Rzeszów w ramach projektu badawczego INNOCAST), a niedawno zakończone zostały badania nad emulsjami parafinowymi do impregnacji papieru. W ubiegłym roku przychody z nowych produktów przekroczyły 25 mln PLN, z czego najważniejszymi pozycjami były LUXOLINA H (produkt do produkcji podgrzewaczy), Cerezyzna biała (składnik kremów i kosmetyków spełniający wymogi FDA), Granoma (jeden z rodzajów antyzbrylacza), MARWAX (wosk do zabezpieczania stalowych lin okrętowych), i Emulsja LTPE (emulsja o obniżonej zawartości suchej masy produkowana pod klienta).

Sprzedaż nowych produktów Polwax w mln PLN



Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

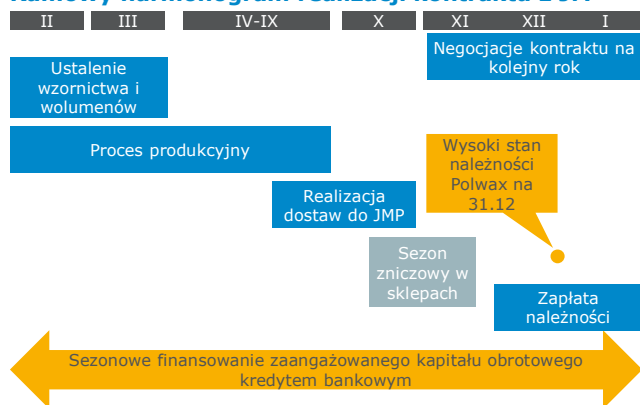
Jeśli chodzi o rozkład geograficzny to większość przychodów Polwax realizuje na rynku krajowym (84%), a eksport jest kierowany głównie do Niemiec, Holandii i na Węgry. Są to przede wszystkim specjalistyczne produkty niskotonażowe, w przypadku których koszty logistyki nie stanowią ograniczenia. Potencjalnymi kierunkami rozwoju sprzedaży zagranicznej są rynki krajów bałtyckich, rynek ukraiński, a także Afryka.

Kontrakt z Jeronimo Martins

Zakład produkcji zniczy i świec w Czechowicach-Dziedzicach pracuje w dużym stopniu na rzecz kontraktu z Jeronimo Martins. Warunki tej umowy ramowej są negocjowane co roku w okresie listopad-luty. Proces produkcji zniczy przypada na okres styczeń-październik, a sieć Biedronka jest towarowana we wrześniu i październiku. Całkowity przychód fabryki zniczy to ponad 20% przychodów ogółem, tak więc kontrakt z JM ma duży udział w przychodach Polwax, ale jego wpływ na rentowność jest mniejszy, choć zgodnie z deklaracjami Zarządu jest ona satysfakcjonująca. Umowa z Jeronimo spełnia poza tym ważną rolę zwiększającą skalę obłożenia maszyn i uzyskania odpowiedniej skali wykorzystania mocy. Negatywnym aspektem tej umowy jest wysokie zaangażowanie kapitału obrotowego z uwagi na wydłużony termin płatności (90 dni) i skoncentrowany okres dostaw (gotówka zamrożona w zapasach). Na koniec 2013 roku należności od Jeronimo Martins stanowiły według naszych szacunków nawet do 80% należności ogółem. Kontrahent oczywiście ponosi koszty odsetek ustawowych za dodatkowe 2 miesiące kredytu kupieckiego (przychody finansowe z tego tytułu wyniosły w roku 2013

1,3 mln PLN), ale bilans Polwax jest pod koniec roku obciążony dodatkowym zadłużeniem z tego tytułu (jest to istotne dla interpretacji relatywnie wysokiego wskaźnika EV/EBITDA). Spółka zamierza w tym roku wypłacić zmiany w kapitale obrotowym poprzez korzystanie z faktoringu, ale nie zmienia to faktycznej ekspozycji kredytowej.

Ramowy harmonogram realizacji kontraktu z JM



Źródło: Polwax, opracowanie Domu Maklerskiego mBanku

Wyniki finansowe i prognozy

W ostatnich 3 latach Polwax konsekwentnie pracował nad porządkowaniem portfela produktowego i koncentracją na wyrobach najbardziej marżowych. Zarząd optymalizował także kwestie kredytu kupieckiego poprawiając jakość należności i rezygnując z niektórych odbiorców. W efekcie obserwowaliśmy spadek poziomu przychodów ze sprzedaży w tym okresie (CAGR -6,1%), w czym największy udział miała kategoria świec i zniczy (-15% vs. rok 2011). Obniżenie sprzedaży nie pociągnęło jednak za sobą spadku zyskowności, gdyż z jednej strony wzrosła marża I stopnia (efekt zmiany mixu produktowego), a z drugiej udało się obniżyć koszty ogólnego zarządu i sprzedaży o 2 mln PLN (głównie restrukturyzacja zatrudnienia). Oczyszczony EBIT z roku na rok się poprawia, aczkolwiek raportowane wyniki były zainfekowane zdarzeniami jednorazowymi, z których największe znaczenie miały odpisy na wyroby gotowe (zawiązane w latach 2011 i 2013, a rozwiązywane w roku 2012 i w 1H'2014). Jeśli chodzi o działalność finansową to obok kosztów odsetkowych główną pozycją były odsetki od należności od Jeronimo Martins. Średnia efektywna stawka podatkowa w okresie 2011-13 wynosiła 20%.

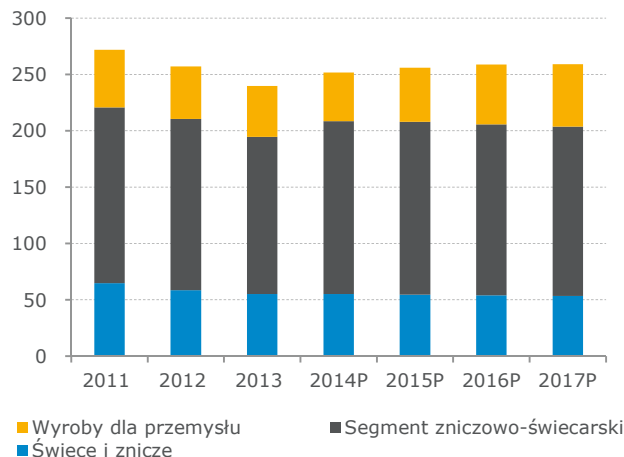
Rachunek wyników Polwax i prognozy mDM

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	273,3	260,5	241,1	252,9	257,2	260,0
Zysk brutto	44,7	46,6	45,7	48,0	50,7	52,0
marża brutto	16%	18%	19%	19%	20%	20%
Koszty ogólne	21,8	20,6	19,7	20,3	20,8	21,2
Poz. dz. netto	-0,7	1,2	-1,2	-0,3	0,0	0,0
EBIT	22,2	27,2	24,9	27,3	29,9	30,8
EBITDA	25,2	30,2	27,5	30,0	32,7	33,7
Dz. fin. netto	0,3	-2,7	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8
Zysk netto	17,9	19,4	20,0	21,5	23,6	24,3

Źródło: Polwax, szacunki Domu Maklerskiego mBanku (prognozy na lata 2014-16)

Jeśli chodzi o prognozy na kolejne lata to oczekujemy kontynuacji dotychczasowych tendencji, a więc wzrostu udziału produktów kierowanych do przemysłu, kosztem segmentu tradycyjnego. Zarząd w strategii postawił sobie za cel przekroczenie 50% progu udziału specjalistycznych produktów w strukturze sprzedaży w perspektywie roku 2020. Obecnie ten wskaźnik wynosi 19%, tak więc wydaje się to bardzo ambitne założenie i w naszych prognozach staraliśmy się być bardziej konserwatywni (w dłuższym terminie prognozujemy osiągnięcie progu 25%). Rozwój tej kategorii ma duże znaczenie w kontekście marży, gdyż średnia jednostkowa cena tych produktów w ostatnich latach wyraźnie rośnie, a jednocześnie techniczny koszt wytworzenia jest zazwyczaj niższy od produktów dedykowanych do segmentu świecowo-zniczowego. Proces technologiczny w mniejszym stopniu wymaga bowiem rafinacji czy odolejania, a poza tym wykorzystuje gacze, których zastosowanie jest mniej powszechne (stąd rafinerie sprzedają je z dyskontem). Oczywiście w przypadku bardziej specjalistycznych produktów konieczne jest uzupełnienie wsadu o droższe dodatki uszlachetniające, ale znajduje to pełne odzwierciedlenie w cenach zbytu.

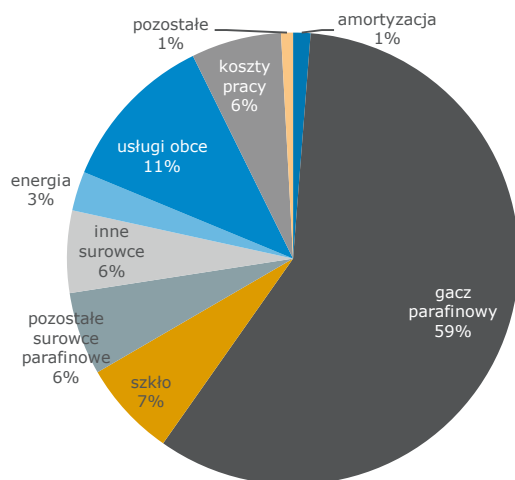
Prognozy sprzedaży według grup produktowych w mln PLN



Źródło: Polwax, szacunki Domu Maklerskiego mBanku (prognozy 2014-17)

Koszty działalności w ostatnich latach spadały szybciej niż przychody i choć trudno oczekiwać, że po wejściu na ścieżkę wzrostu sprzedaży ten trend zostanie utrzymany to oczekujemy utrzymania wydatków pod kontrolą, co udowadniają już wyniki 1H'14. Oczywiście największą pozycją kosztową pozostaje gacz parafinowy (około 59%) i w tym obszarze trudno o jakąś istotną optymalizację (poza wykorzystywaniem okazjonalnych zakupów spotowych), a poza tym dalsza dywersyfikacja dostaw z kierunku zachodniego może nieznacznie podnieść średnie koszty jednostkowe. Niemniej jednak wprowadzanie bardziej specjalistycznych produktów powinno poprawiać relację kosztu surowca do ceny finalnej. W tym roku można na pewno zakładać obniżenie kosztów energii, co będzie efektem uruchomionej komory Sulzera oraz obniżenia cen na rynku. Pojawiają się również efekty restrukturyzacji zatrudnienia przeprowadzonej w ubiegłym roku. W dłuższym terminie zakładamy natomiast wzrosty kosztów proporcjonalne do zmian przychodów w poszczególnych grupach produktowych.

Struktura kosztów rodzajowych

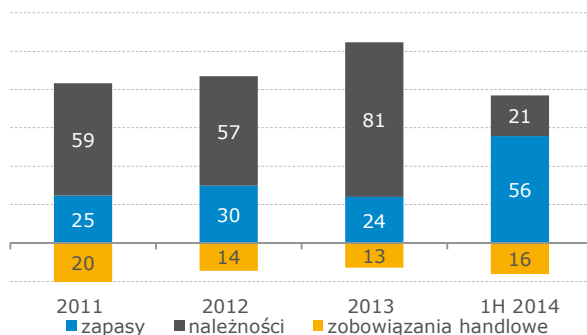


Źródło: Polwax

Sytuacja bilansowa i prognozy capex

Dług netto Polwax na koniec 2013 roku wyniósł 64,8 mln PLN i był wyższy r/r o 12,9 mln PLN. Wzrost zadłużenia wynikał zarówno z wysokich wydatków inwestycyjnych (-10,9 mln PLN), jak i zwiększenia stanu kapitału obrotowego, głównie w pozycji należności handlowych (przepływy z operacji przed zmianami w kapitale pracującym były stabilne r/r i wyniosły 24 mln PLN). Wyższe należności mimo spadku przychodów to głównie pochodna specyficznego harmonogramu rozliczeń z Jeronimo Martins, którego zobowiązania wobec Spółki stanowiły zdecydowaną większość ogółu należności (standardowo na początku roku całość zadłużenia została spłacona, co widać w sprawozdaniu za 1H'14). Zapasy utrzymywały w ostatnich 3 latach stabilny poziom rotacji, a niewielkie fluktuacje pomiędzy okresami wynikały z okazjonalnych zakupów surowca na magazyn. W przypadku zobowiązań handlowych większa zmiana miała miejsce w roku 2012 kiedy to wygasła linia kredytowa w Grupie Lotos w związku ze zmianami właścicielskimi w Polwax. Aktualnie relacje handlowe z największym dostawcą opierają się na kredycie kupieckim do 9 mln PLN zabezpieczonym gwarancją bankową. Spółka finansuje się więc zobowiązaniami wobec dostawców w bardzo ograniczonym zakresie.

Składniki kapitału obrotowego (mln PLN)

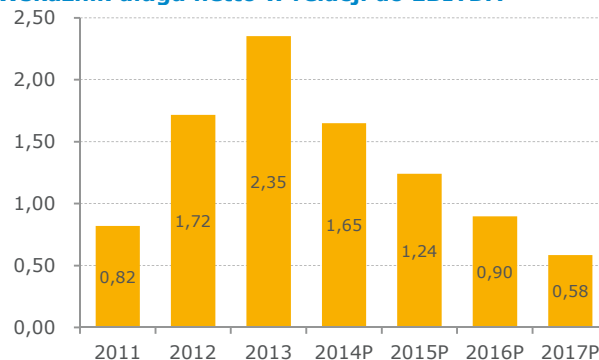


Źródło: Polwax

Wskaźnik zadłużenia w relacji do EBITDA ukształtował się na koniec roku na poziomie 2,35x, ale ze względu na wspomnianą znaczną sezonowość należności nie oddaje on w pełni sytuacji bilansowej Spółki i jej zdolności kredytowej

(czego potwierdzeniem jest spadek zadłużenia na koniec czerwca 2014 do poziomu 1,3 x LTM EBITDA). Obecnie Polwax oprócz kredytu inwestycyjnego związanego z wykupem menedżerskim, posiada linię kredytową na 50 mln PLN, której wykorzystanie w ciągu roku waha się między 25% a 100%. Ryzyko kredytowe związane z takim cyklicznie spłacanym kredytem jest oczywiście relatywnie niskie z punktu widzenia banku. Niemniej jednak, Zarząd Spółki chcąc ograniczyć zmienność długu netto pomiędzy kwartałami zdecydował o uruchomieniu w tym roku faktoringu na należności Jeronimo Martins, co obniży raportowane zobowiązania finansowe na koniec grudnia 2014. Realnie nie zmienia to jednak faktycznego stanu i z punktu widzenia wyceny jest neutralne (w naszym modelu zakładamy jedynie powrót do średniego stanu rotacji należności od Jeronimo Martins po ich mocnym wzroście w roku 2013). Systematyczna poprawa strumienia EBITDA wynikająca z rozwoju specjalistycznych produktów powinna w kolejnych latach poprawiać wskaźnik dług netto/EBITDA, tym bardziej że nie zakładamy wzrostu sprzedaży do sieci Biedronka.

Wskaźnik długu netto w relacji do EBITDA



Źródło: Polwax, szacunki Domu Maklerskiego mBanku (prognozy 2014-17)

W ubiegłym roku gotówkowe nakłady inwestycyjne Polwax sięgnęły prawie 11 mln PLN, z czego większość pochłonęła instalacja komory Sulzera (łączny koszt 12,7 mln PLN, z czego płatność 2,4 mln PLN przesunęła się na ten rok). Z większych projektów w ostatnich latach Spółka realizowała jeszcze inwestycje w instalację komponowania małotonażowych specyfików oraz modernizowała stacje rozładunku gaczu z cystern kolejowych odpowiednio za 0,5 mln PLN i 1,5 mln PLN. Aktualnie realizowane są głównie inwestycje odtworzeniowe, ale w najbliższych latach pojawią się jeszcze wydatki związane z rozbudową mocy magazynowych. W 2015 roku park zbiorników ma się powiększyć o kolejny 1 tys. m³ pojemności kosztem 1,5 mln PLN. Dodatkowo Polwax zamierza w latach 2014-17 odkupić i zmodernizować bazę zbiornikową od spółki Lotos Terminale (4,9 tys. m³), która znajduje się w bezpośrednim sąsiedztwie zakładu w Czechowicach-Dziedzicach. Koszt zakupu wraz z nieruchomością i modernizacją ma wynieść łącznie 5 mln PLN. Nowe zbiorniki będą umożliwiały przechowywanie zarówno surowców do produkcji, jak i produktów. Zakup zbiorników pozwoli na zwiększenie zdolności magazynowych, uelastycznienie harmonogramu produkcji. W szczególności zwiększenie liczby zbiorników o małej pojemności pozwoli na magazynowanie różnych gatunków surowców (w tym tych o nierównomiernej dostępności) i produktów, a tym samym na utrzymywanie i rozwój szerokiej oferty produktowej. W dłuższym terminie zakładamy, że inwestycje będą utrzymywać stałą relację do przychodów na poziomie 2% (średnia z lat 2011-13).

Wyniki za 1H'14

W pierwszym półroczu 2014 r. Spółka zanotowała pierwszy raz od kilku lat wzrost przychodów, co potwierdza strategię Zarządu, który zapowiada że po okresie restrukturyzacji portfolio produktowego (spadek przychodów w okresie 2011-13) chce rosnąć w najbardziej atrakcyjnej kategorii wyrobów specjalistycznych dla przemysłu. Znajduje to również odzwierciedlenie w marży brutto na sprzedaży, która zwiększyła się z 18,8% do 19,0%. Przychody w segmencie przemysłowym co prawda ponownie spadły, ale zostało to skompensowane 12% wzrostem średniej ceny, wraz z którą zwiększyła się masa marży z tego obszaru. Efekt mógłby być jeszcze lepszy gdyby nie spadek sprzedaży emulsji do impregnacji drewna, który miał związek z sytuacją na Ukrainie (obniżenie wiarygodności kredytowej tamtejszych odbiorców, spadek dostaw, zwiększenie konkurencji na polskim rynku). Ten ubytek został jednak skompensowany w kanale tradycyjnym, gdzie z uwagi na trudną sytuację płynnościową podmiotów handlujących gaczem i parafiną z kierunku wschodniego udało się zwiększyć obrót z polskimi producentami zniczy. Dodatkowo, poprawiła się efektywność energetyczna produkcji w związku z uruchomieniem w październiku ubiegłego roku komory Sulzera (instalacja księgowo została przyjęta na aktywa trwałe w kwietniu tego roku) oraz ponownie spadły koszty pracy (-6,4% r/r). Na poziomie EBIT wynik został dodatkowo wsparty kwotą ponad 1 mln PLN z tytułu rozwiązania rezerw na wyroby gotowe (rozwiązane odpisy z poprzedniego roku z uwagi na poprawę perspektywy sprzedaży nierotujących produktów). Nawet oczyszczony zysk operacyjny był jednak wyraźnie lepszy r/r (+21%). Wykonanie naszej rocznej prognozy kształtuje się na bezpiecznym poziomie jeśli porównamy wyniki 1H'13 na tle zrealizowanych wyników za ubiegły rok.

Wyniki finansowe Polwax za 1H'14 i wykonanie prognoz rocznych

(mln PLN)	1H'14	1H'13	r/r	1H'14/ 2014	1H'13/ 2013
Przychody	95,6	85,8	11%	38%	36%
Zysk brutto	18,2	16,1	13%	38%	35%
marża brutto	19,0%	18,8%	-	-	-
Koszty ogólne	8,5	8,1	5%	42%	41%
Poz. dz. netto	1,1	0,0	-	-338%	2%
EBIT	10,8	8,0	35%	40%	32%
EBITDA	12,2	9,4	30%	41%	34%
Dz. finansowa	-0,3	-0,6	-	40%	108%
Zysk netto	8,4	5,9	43%	39%	30%

Źródło: Polwax, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Dobre wyniki przełożyły się również na rachunek przepływów pieniężnych. Gotówka wygenerowana z operacji wyniosła +40,6 mln PLN vs. +24 mln PLN rok wcześniej. Oczywiście tak wysokie kwoty wynikają w dużym stopniu z sezonowości (uwolnienie gotówki z należności od Jeronimo przy jeszcze relatywnie niewielkim stanie zapasów zniczy na nowy sezon), ale nawet po oczyszczeniu o zmiany w kapitale obrotowym widać znaczącą poprawę na tym poziomie (8,8 mln PLN vs. 6,2 mln PLN). Przy nakładach inwestycyjnych rzędu 3,7 mln PLN (wzrost w porównaniu do ubiegłego roku o 2,5 mln PLN to efekt spłaty zobowiązań inwestycyjnych fakturowanych w ubiegłym roku, głównie chodzi o ostatnią transzę za komorę Sulzera) pozwoliło to na obniżenie zadłużenia netto w stosunku do zamknięcia 2013 roku o 26 mln PLN do 38,3 mln PLN (1,3x LTM EBITDA) mimo wypłaty 10 mln PLN dywidendy.

Polityka dywidendowa

Zgodnie z uchwaloną polityką, w najbliższych latach Zarząd zamierza rekomendować WZA przeznaczenie 30-50% zysku netto na wypłatę dywidendy. Do czasu spłaty kredytu inwestycyjnego w ING BSK (październik 2016) próg 50% nie może być przekroczony bez formalnej zgody banku. Przy ostatecznej decyzji będzie brana pod uwagę sytuacja finansowa Spółki i perspektywy jej działalności i rozwoju. Za ubiegły rok wskaźnik wypłaty sięgnął 50% (10 mln PLN zostało wypłacone akcjonariuszom w kwietniu), a z zysku 2012 roku na dywidendę przeznaczono 4 mln PLN (21%). W roku 2012 zdecydowano się na zatrzymanie całości zysku za 2011 rok w Spółce. Oczekujemy, że w najbliższych latach wysoki poziom wolnych przepływów pieniężnych pozwoli na wypłatę dywidendy na poziomie 50% zysku netto, a jeśli Spółka nie zdecyduje się na jakieś duże inwestycje rozwojowe to ten wskaźnik może zostać nawet podwyższony powyżej tego progu.

Program motywacyjny

W celu szczególnego zmotywowania i powiązania interesów Spółki z interesami kluczowych menedżerów, uchwałą WZA w marcu 2013 roku został wprowadzony program opcji menedżerskich w Spółce. Uprawnieni pracownicy będą mogli objąć łącznie 300 tysięcy warrantów subskrypcyjnych w trzech równych rocznych transzach (w gestii Rady Nadzorczej pozostanie z tego 52,9 tys. warrantów), ale jest to uwarunkowane wykonaniem zysku netto na określonym poziomie (dla roku 2013 było to 12 mln PLN, dla 2014 roku 13 mln PLN, a dla 2015 roku 14 mln PLN), a w przypadku jednej z osób wysokością przychodów z asortymentu zniczy na poziomie co najmniej 40 mln PLN. Cena wykonania warrantów została ustalona na 0,2 PLN na akcję. Za rok ubiegły warrant został już przyznany (zysk netto sięgnął 19,9 mln PLN), a przyjęte warunki brzegowe wskazują, że podobnie będzie w kolejnych latach. Program bardziej ma więc charakter gratyfikacyjny niż motywacyjny, ale pomaga w utrzymaniu kluczowych pracowników w Spółce, gdyż dodatkowym warunkiem skorzystania z niego jest pozostawanie w stosunku pracy z Polwax do końca 2021 roku. Uprawnieni pracownicy nie będą mogli zbywać akcji objętych w ramach tego programu motywacyjnego przez okres 1 roku. W naszym modelu wyceny uwzględniamy pełne rozwodnienie z tytułu tego programu.

Ekspozycja walutowa

Przychody eksportowe wyniosły w ubiegłym roku 39,3 mln PLN i były głównie denominowane w EUR. Po stronie kosztów walutowych znalazły się zakupy surowców w kwocie równej 27 mln PLN. Warto jednak zwrócić uwagę, że kontrakt na dostawy gaczu z Lotosu, choć jest denominowany w PLN to formuła cenowa uwzględnia przeliczanie notowań z EUR, co faktycznie oznacza ekspozycję walutową Polwax. Uwzględniając tę pozycję, szacujemy że Spółka posiada netto krótką pozycję w EUR na kwotę około 11-12 mln EUR w skali roku. Zarząd aktywnie zarządza ryzykiem walutowym m.in. poprzez transakcje forward, ale nie zawiera transakcji przekraczających 70% ekspozycji szacowanej na najbliższe 12 miesięcy. W miarę wzrostu sprzedaży eksportowej związanej z ekspansją w obszarze produktów dla przemysłu ekspozycja walutowa Polwax powinna być neutralizowana.

Czynniki ryzyka dla prognoz i wyceny

Zmiany w zwyczajach konsumentów

Istnieje ryzyko, że specyficzna dla Polski tradycja palenia zniczy będzie w długim terminie stopniowo zanikać (czynniki światopoglądowe, pokoleniowe). Aktualnie 22% sprzedaży Polwax jest generowane ze sprzedaży zniczy, a kolejne 50% to wyroby wykorzystywane do produkcji zniczy. Zarząd zarządza tym ryzykiem poprzez zwiększanie udziału produktów specjalistycznych dla przemysłu.

Konkurencja ze strony substytutów

W niektórych obszarach wyroby parafinowe napotykają konkurencję w postaci produktów syntetycznych bądź opartych na tłuszczach roślinnych czy zwierzęcych. Relacje cenowe oraz potencjalne nowe technologie poprawiające jakość tych substytutów mogą wypierać produkty Spółki z rynku. Spółka stara się zmniejszać to ryzyko poprzez zwiększanie ekspozycji na bardziej specjalistyczne aplikacje parafin. Zwracamy uwagę, że substytuty zazwyczaj charakteryzują się gorszymi parametrami jakościowymi (lub brakiem powtarzalności), co ma znaczenie w przypadku zastosowań przemysłowych.

Dostępność surowca

Głównym wsadem surowcowym w procesie produkcyjnym jest gacz parafinowy, którego podaż jest ograniczona (modernizacja rafinerii) i niestabilna. Jest to produkt uboczny przerobu ropy i jego produkcja nie jest prowadzona w relacji do zapotrzebowania odbiorców. Ponadto gacze dostępne na rynku różnią się parametrami jakościowymi, co utrudnia szybkie zastąpienie dostaw w sytuacji utraty dotychczas wykorzystywanych źródeł bez wpływu na jakość produktów. Spółka zarządza tym ryzykiem poprzez długoterminowe umowy i dywersyfikację kanałów pozyskania surowca (ważne są tutaj kompetencje w zakresie wykorzystywania różnych gatunków gaczu).

Wysoka koncentracja odbiorców

Obecnie 65% sprzedaży realizowanej przez Polwax przypada na 4 największych odbiorców. Współpraca jest realizowana w oparciu o długoterminowe umowy ramowe, a kredyt kupiecki jest zawsze ubezpieczony. Istnieje jednak ryzyko utraty dużego odbiorcy lub wystąpienia problemów finansowych istotnych kontrahentów, co może wpłynąć na osiągnięte wyniki finansowe.

Wycena

Wartość spółki Polwax szacujemy na podstawie modelu DCF i metody porównawczej. Implikowana wycena z metody zdyskontowanych przepływów to 21,7 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 23,4 PLN/akcję. Cenę docelową wyznaczamy na 24,2 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	23,4
Wycena DCF	50%	21,7
	cena wynikowa	22,5
	cena docelowa za 9 m-cy	24,2

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec października 2014 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2013 roku skorygowany o wypłaconą w tym roku dywidendę (10 mln PLN).
- W modelu uwzględniamy przedstawione poniżej założenia makroekonomiczne.
- W roku 2023 amortyzacja jest niższa niż CAPEX, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość inwestycji do 4,5 mln PLN.

- W modelu uwzględniamy pełne rozwodnienie z tytułu programu motywacyjnego powiększając liczbę akcji o 300 tys.
- Przepływy pieniężne korygujemy o wielkość odsetek od należności uzyskiwanych od Jeronimo Martins, które traktujemy jako przepływ operacyjny.
- Przy obliczaniu FCFTV do wartości rezydualnej przyjmujemy poziom sprzedaży oraz marżę EBITDA z roku 2023.
- Po roku 2023 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,25% i współczynnik beta na poziomie 1,1.

Dodatkowe założenia

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
USD/PLN	3,0	3,2	3,2	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
EUR/PLN	4,1	4,2	4,2	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
cena ropy Brent (USD/Bbl)	111,0	111,9	108,8	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	60,8	54,7	49,8	51,2	51,8	52,0	51,9	52,2	52,5	52,6	52,8	52,9	53,1
segment zniczowo-świecarski	42,5	38,6	35,4	38,9	38,9	38,6	38,2	38,2	38,2	38,2	38,2	38,2	38,2
segment przemysłowy	18,3	16,1	14,4	12,2	12,9	13,5	13,8	14,0	14,3	14,5	14,6	14,8	14,9

Model DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023+
Przychody ze sprzedaży	253	257	260	260	262	263	264	266	267	268	268
zmiana	4,9%	1,7%	1,1%	0,1%	0,4%	0,7%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%
EBITDA	30,0	32,7	33,7	33,9	33,7	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
marża EBITDA	11,9%	12,7%	13,0%	13,0%	12,9%	12,8%	12,8%	12,7%	12,7%	12,6%	12,6%
Amortyzacja	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,3	3,5	3,6	3,8	4,0	4,5
EBIT	27,3	29,9	30,8	30,9	30,6	30,5	30,3	30,1	30,0	29,8	29,3
marża EBIT	10,8%	11,6%	11,9%	11,9%	11,7%	11,6%	11,5%	11,3%	11,2%	11,1%	10,9%
Opodatkowanie EBIT	5,2	5,7	5,9	5,9	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,6
NOPLAT	22,2	24,2	25,0	25,0	24,7	24,7	24,5	24,4	24,3	24,1	23,7
CAPEX	-6,1	-5,0	-5,2	-5,2	-5,2	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,4	-4,5
Kapitał obrotowy	5,3	-0,1	0,1	0,5	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Odsetki od należności JM	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
FCF	25,1	23,1	23,9	24,4	24,1	23,6	23,7	23,7	23,7	23,7	24,7
WACC	8,0%	8,4%	8,8%	9,1%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
współczynnik dyskonta	98,7%	91,1%	83,7%	76,7%	70,2%	64,2%	58,7%	53,6%	49,1%	44,9%	44,9%
PV FCF	24,8	21,0	20,0	18,7	16,9	15,1	13,9	12,7	11,6	10,6	
WACC	8,0%	8,4%	8,8%	9,1%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Stopa wolna od ryzyka	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
Premia za ryzyko	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	44,4%	34,6%	25,4%	16,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Koszt kapitału własnego	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

Wzrost FCF po okresie prognozy

1,0% **Analiza wrażliwości**

Wartość rezydualna (TV)

295,1

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

132,3

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

165,5

Wartość firmy (EV)

298

Dług netto

74,8

Wartość firmy

223,1

Liczba akcji (mln)

10,3

Wartość firmy na akcję (PLN)

21,7

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,2%

Cena docelowa

23,2

EV/EBITDA('15) dla wyceny DCF

8,8

P/E('15) dla wyceny DCF

9,5

Udział TV w EV

44%

Wzrost FCF w nieskończoności

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	20,6	21,7	23,2	25,1	27,6
WACC +0,5 p.p.	21,1	22,4	24,1	26,2	29,1
WACC	21,7	23,2	25,1	27,6	30,9
WACC -0,5 p.p.	22,4	24,1	26,2	29,1	33,1
WACC -1,0 p.p.	23,2	25,1	27,6	30,9	35,9

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2014-2016. Grupa porównawcza jest dość zróżnicowana z uwagi na fakt, że znaczna część konkurentów to spółki niepubliczne (w szczególności podmioty zależne ogromnych koncernów). W ramach wyselekcjonowanych spółek znalazły się więc zarówno producenci koncentrujący się na produktach parafinowych czy olejach bazowych (niemiecki H&R, egipska Alexandria Mineral Oils, amerykański Calumet

Specialty Products i japońskie Moresco), jak i Sasol (największy światowy producent parafiny, która jednak ma niewielki udział w całkowitej sprzedaży koncernu) czy Fuchs Petrolub (producent specjalistycznych olejów i lubrykantów, głównie do segmentu motoryzacyjnego i przemysłowego). Uwzględniliśmy również dwie polskie spółki chemiczne (Ciech, Synthos), aby pojawił się lokalny punkt odniesienia z szeroko rozumianej branży chemicznej. Na podstawie naszych szacunków implikowana wycena wskaźnikowa Polwax wynosi 23,4 PLN na akcję.

Analiza porównawcza

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2013	2014P	2015P	2016P	2013	2014P	2015P	2016P
ALEXANDRIA MINERAL OILS	70,0	8,0	8,1	8,5	8,8	4,5	4,8	5,2	5,4
CALUMET SPECIALTY PRODUCTS	26,6	-	-	20,8	9,1	14,2	11,8	8,3	6,4
CIECH	41,0	43,7	19,4	16,8	13,5	9,4	6,9	6,6	6,0
FUCHS PETROLUB	29,8	19,4	19,2	18,0	17,2	12,4	12,5	11,9	11,3
H&R AG	6,9	-	-	28,9	18,2	10,8	10,0	8,4	7,2
MORESCO	1 778,0	23,7	13,9	12,3	10,7	-	-	6,7	6,0
SASOL	56 301	12,1	9,2	9,6	9,3	6,9	5,9	5,5	5,5
SYNTHOS	4,3	13,9	12,4	10,6	9,5	10,9	9,8	8,7	7,5
Maksimum		43,7	19,4	28,9	18,2	14,2	12,5	11,9	11,3
Minimum		8,0	8,1	8,5	8,8	4,5	4,8	5,2	5,4
Mediana		16,7	13,2	14,5	10,1	10,8	9,8	7,5	6,2
POLWAX	15,05	7,8	7,0	6,6	6,4	8,0	6,7	6,0	5,5
(premia / dyskonto)		-	-47%	-55%	-37%	-	-31%	-20%	-12%
Implikowana wycena									
Mediana		16,7	13,2	14,5	10,1	10,8	9,8	7,5	6,2
Waga wskaźnika		50,0%				50,0%			
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)		23,4							

Rachunek wyników

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	273,3	260,5	241,1	252,9	257,2	260,0	260,4
zmiana	-	-4,7%	-7,4%	4,9%	1,7%	1,1%	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	44,7	46,6	45,7	48,0	50,7	52,0	52,4
marża	16,4%	17,9%	19,0%	19,0%	19,7%	20,0%	20,1%
Koszty sprzedaży	9,0	7,2	7,7	8,0	8,2	8,3	8,3
Koszty ogólnego zarządu	12,9	13,4	12,0	12,3	12,6	12,9	13,2
Pozostała działalność operacyjna	-0,7	1,2	-1,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
EBIT	22,2	27,2	24,9	27,3	29,9	30,8	30,9
zmiana	-	22,9%	-8,7%	10,0%	9,4%	3,1%	0,2%
marża EBIT	8,1%	10,5%	10,3%	10,8%	11,6%	11,9%	11,9%
Wynik na działalności finansowej	0,3	-2,7	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	22,5	24,5	24,3	26,5	29,1	30,0	30,0
Podatek dochodowy	4,5	5,1	4,3	5,0	5,5	5,7	5,7
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	17,9	19,4	20,0	21,5	23,6	24,3	24,3
zmiana	-	8,2%	2,9%	7,6%	9,7%	3,1%	0,1%
marża	6,6%	7,5%	8,3%	8,5%	9,2%	9,3%	9,3%
Amortyzacja	3,1	3,0	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0
EBITDA	25,2	30,2	27,5	30,0	32,7	33,7	33,9
zmiana	-	19,8%	-8,8%	8,9%	9,0%	3,2%	0,6%
marża EBITDA	9,2%	11,6%	11,4%	11,9%	12,7%	13,0%	13,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,2	10,3	10,3
EPS	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4	2,4
CEPS	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7
ROAE	38,0%	43,1%	34,0%	30,3%	28,2%	25,3%	23,2%
ROAA	16,0%	15,1%	14,1%	15,1%	16,3%	16,6%	16,4%

Bilans

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
AKTYWA	108,3	115,4	142,1	140,9	143,4	145,8	147,5
Majątek trwały	24,7	26,8	34,9	38,4	40,6	42,9	45,1
Rzeczowe aktywa trwałe	22,3	25,0	32,8	36,2	38,4	40,7	42,8
Wartości niematerialne i prawne	0,3	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	2,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Majątek obrotowy	83,6	88,6	107,2	102,5	102,8	102,9	102,4
Zapasy	24,7	29,9	24,0	25,8	26,2	26,5	26,6
Należności krótkoterminowe	58,6	56,9	80,5	74,1	74,0	73,7	73,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	0,2	1,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
PASYWA	108,3	115,4	142,1	140,9	143,4	145,8	147,5
Kapitał własny	57,4	37,0	53,0	64,5	77,3	89,8	102,0
Kapitał akcyjny	28,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe kapitały własne	28,5	36,5	52,5	64,0	76,8	89,3	101,5
Zobowiązania długoterminowe	3,1	22,1	12,9	10,9	9,3	7,7	6,1
Pożyczki i kredyty	0,0	19,3	10,2	8,2	6,6	5,0	3,4
Pozostałe	3,1	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania krótkoterminowe	47,8	56,3	76,2	65,5	56,9	48,3	39,4
Pożyczki i kredyty	20,9	34,2	57,0	45,6	36,7	28,0	19,1
Zobowiązania handlowe	20,4	14,5	12,8	13,4	13,6	13,8	13,8
Pozostałe	6,6	7,7	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Dług	20,9	53,4	67,2	53,8	43,3	33,0	22,6
Dług netto	20,7	51,8	64,8	51,5	40,9	30,6	20,1
(Dług netto / Kapitał własny)	36,0%	140,0%	122,2%	79,8%	53,0%	34,1%	19,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	1,7	2,4	1,7	1,3	0,9	0,6
BVPS	5,7	3,7	5,3	6,4	7,6	8,7	9,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy operacyjne	9,8	15,3	4,0	29,4	26,3	27,3	27,8
Zysk netto	17,9	19,4	20,0	21,5	23,6	24,3	24,3
Amortyzacja	3,1	3,0	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0
Kapitał obrotowy	-14,9	-9,0	-19,7	5,3	-0,1	0,1	0,5
Pozostałe	3,7	2,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-1,2	-3,2	-10,7	-6,1	-5,0	-5,2	-5,2
CAPEX	-1,3	-3,0	-10,9	-6,1	-5,0	-5,2	-5,2
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-9,8	-10,8	7,5	-23,4	-21,2	-22,1	-22,6
Emisja akcji	0,4	-39,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	5,6	32,9	13,8	-13,4	-10,5	-10,3	-10,5
Dywidenda (buy-back)	-14,3	0,0	-4,0	-10,0	-10,7	-11,8	-12,1
Pozostałe	-1,4	-3,9	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1,2	1,4	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu	0,2	1,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4
DPS (PLN)	1,43	0,00	0,40	1,00	1,05	1,14	1,18
FCF	4,5	13,1	-7,3	24,1	22,1	23,0	23,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	1,1%	4,5%	2,4%	1,9%	2,0%	2,0%

Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
P/E	8,4	7,8	7,5	7,0	6,5	6,4	6,4
P/CE	7,2	6,7	6,6	6,2	5,8	5,7	5,7
P/BV	2,6	4,1	2,8	2,3	2,0	1,7	1,5
P/S	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
FCF/EV	2,6%	6,5%	-3,4%	11,9%	11,4%	12,4%	13,4%
EV/EBITDA	6,8	6,7	7,8	6,7	5,9	5,5	5,2
EV/EBIT	7,7	7,4	8,7	7,4	6,5	6,0	5,7
EV/S	0,6	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
DYield	9,5%	0,0%	2,7%	6,6%	7,0%	7,6%	7,8%
Cena (PLN)	15,05						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,2	10,3	10,3
MC (mln PLN)	150,5	150,5	150,5	150,5	153,5	155,0	155,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	171,2	202,3	215,3	202,0	194,5	185,6	175,2

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

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 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

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:

KUPUJ - 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.kliscz@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 Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybała
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