



Przemysł

Polska

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

BSC Drukarnia

BSC PW; BSCP.WA

Poprawa wyników gwarantowana

Obecna cena 18,90 PLN

BSC Drukarnia jako jedna z niewielu spółek branży przemysłowej ma szanse na wzrost przychodów i wyników operacyjnych w 2013 roku. Spółka systematycznie zwiększa wielkość obrotów z klientami wysoko-wolumenowymi (P&G, Danone, McDonald's), co wynika z faktu, że ci coraz chętniej lokują swoją produkcję w Polsce. BSC na początku 2013 roku udało się zakontraktować papier po cenach o około 4% niższych niż w analogicznym okresie rok wcześniej, a zważając, że papier stanowi około 52% kosztów wytworzenia, można będzie liczyć na wzrost wyników operacyjnych w perspektywie 1H'13. Bariery wejścia do branży są w miarę wysokie (kompetencje, urządzenia, relacje z dużymi koncernami i umiejętność szybkiej dostawy dużych wolumenów). Spółka posiada gotówkę netto (25 mln PLN; 0,9x EBITDA'12), którą zamierza przeznaczyć na akwizycję na rynku rosyjskim. Planuje również wypłacać stałą dywidendę akcjonariuszom (DY'13 2,9%). Według naszych prognoz, BSC Drukarnia notowana jest ze wskaźnikami 10,7x P/E'13 i 5,5x EV/EBITDA'13, co wraz z faktem poprawy wyników w 1H'13 powinno przełożyć się na wzrost kursu akcji w niedalekiej przyszłości.

Profil działalności

BSC Drukarnia to producent opakowań kartonowych i papierowych dla klientów biznesowych: opakowania kanapek i tortilli (McDonald's), pudełka słodczy (np. Jutrenka), opakowania dla P&G (Nivea, Colgate), opakowania alkoholi (np. Luksusowa), opakowania leków, kosmetyków.

Rynek opakowań kartonowych w Polsce jest bardzo rozdrobniony. W sumie działa około 8 tys. podmiotów, z czego mniej jak 10% zatrudnia ponad 50 osób (BSC około 300 osób) i te 10% odpowiada za 70% obrotów całej branży. Duże przedsiębiorstwa są bardzo efektywne (mały odpad, duże wolumeny, systemowa organizacja produkcji), a małe, jako mało efektywne, nie mogą konkurować o wysoko-wolumenowych klientów (McDonald's, P&G, Danone).

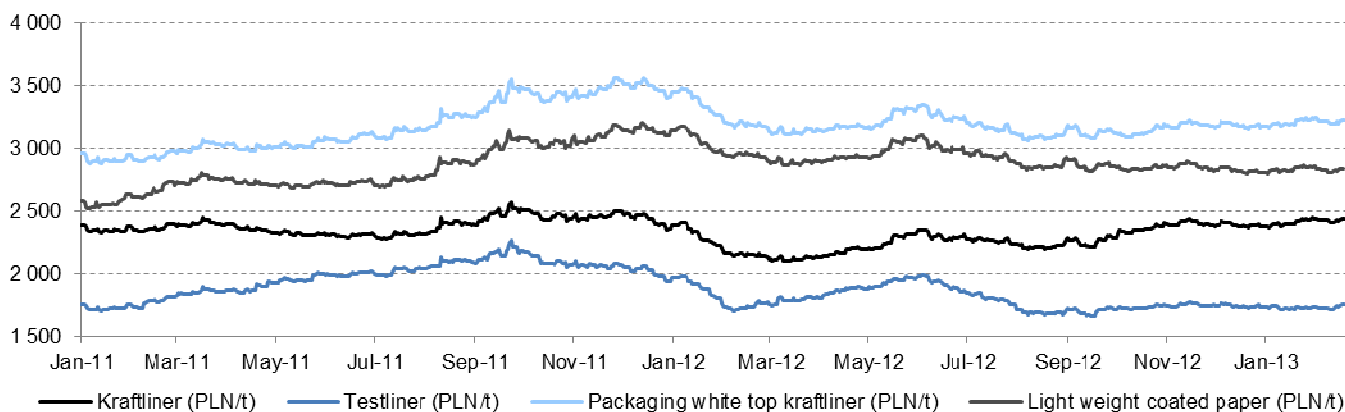
BSC Drukarnia jest producentem opakowań wyłącznie kartonowych i papierowych. Grupa Kęty w segmencie opakowań giętkich nie jest bezpośrednim konkurentem BSC ze względu na duży udział alternatywnych dla papieru substancji w produkcie (folie poliuretanowe, aluminium). Na rynku klienci poszukują opakowań o coraz wyższej wartości dodanej (premium), co jest efektem tego, że konsument kupuje produkt ładniej zapakowany i kolorowy.

Koszty produkcji

Największym kosztem produkcji jest papier i tektura (około 52%). Surowiec w 80% kupowany jest bezpośrednio od koncernów papierniczych, zaś pozostałe 20% pochodzi od hurtowni (zwykle gdy koncerny nie mają na stanie odpowiedniego asortymentu). Ceny papieru z koncernami ustalane są raz na kwartał. Wykorzystywane są dwa rodzaje papieru – celulozowy biały (dla kosmetyków, alkoholi i farmaceutyków) i szary makulaturowy (żywność). Oba w BSC używane są w proporcji 50:50. Papier makulaturowy kupowany jest za granicą (głównie za EUR), natomiast biały w IP Kwidzyn (za PLN, ale zwykle ceny PLN naśladują EUR). Na początku 2013 roku udało się zakontraktować papier z ceną o 4% niższą niż w 2012 roku (w 2012 roku ceny były stabilne), co powinno przełożyć się na marżę brutto ze sprzedaży wyższą o około 2% (ceteris paribus).

Cenniki są rewidowane z klientami w związku ze zmieniającymi się cenami papieru (opóźnienie zmiany trwa od kilku miesięcy do pół roku).

Koszt papieru makulaturowego (Kraftliner i Testliner) i papieru białego (Coated paper) na rynku europejskim (PLN/t)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Ekspozycja walutowa

Spółka posiada cenniki z klientami w EUR (głównie wielcy klienci jak P&G lub McDonald's) i PLN. Miesięcznie nadwyżka EUR wynosi równowartość około 700 tys. EUR (Spółka korzysta na osłabieniu się PLN do EUR). Z kolei na poziomie finansowym, BSC posiada kredyt w CHF i EUR (odpowiednio o równowartościach 8,5 mln PLN i 2,5 mln PLN), co równoważy efekt na kursach. Ekspozycja walutowa BSC jest w miarę neutralna, ale operacyjnie sprzyja jej osłabianie się PLN do EUR.

Stały rozwój produkcji

Spółka w 2012 roku dołożyła piątą linię do druku oraz szóstą sztancę. Dzięki temu przychody gwałtownie poszły w górę (+17,5% R/R). BSC poszerzyła współpracę z McDonald's (na Europę Południowo-Wschodnią) oraz P&G.

W 2013 roku do procesu produkcyjnego dojdzie nowa linia dla farmacji (w sumie potencjał około 25-30 mln PLN, w 2014 roku ma być wykorzystana w 80%). Produkcja linii rozpocznie się od 2Q'13, ale na większe efekty trzeba będzie poczekać do 3Q'13. Nowa linia dla farmacji wydaje się być bardzo trafioną inwestycją, gdyż koncerny farmaceutyczne muszą kupować opakowania od producentów spełniających wysokie normy sanitarne, a w Polsce wielu takich nie ma.

Naszym zdaniem, przychody w 2013 roku mają szansę na wzrost rzędu 8-10% w segmentach kosmetyków i farmacji oraz 5-6% dla opakowań spożywczych.

BSC zakłada, że CAPEX w 2013 roku wyniesie około 9 mln PLN. Oprócz tego, Spółka planuje przeprowadzić akwizycję na rynku rosyjskim (obecnie gotówka netto BSC to około 25,2 mln PLN). BSC rozważa dokapitalizowanie przedmiotu akwizycji o środki potrzebne na zakup nowych urządzeń i zwiększenie efektywności produkcji. W zamian BSC uzyska większościowy udział w biznesie. Zważając na fakt, że BSC jest elementem dużej Grupy Kapitałowej, ryzyko braku świadomości zagrożeń z przejęcia oceniamy na stosunkowo małe. Naszym zdaniem, BSC posiada dobre rozpoznanie konkurencyjnych spółek w regionie pod względem akwizycji.

W przyszłości Spółka rozważa wejście na rynek opakowań miękkich, gdzie większy udział mają substancje poza papierem. Byłoby to pewnym zbliżeniem do przedmiotu produkcji w którym działa Grupa Kęty, ale Spółka zapewnia że nie będzie konkurować w zakresie analogicznych opakowań giętkich.

Stała pomoc głównego akcjonariusza

Głównym udziałowcem BSC Drukarnia jest Colorpack (37%), który jest dużą firmą poligraficzną i opakowaniową w Europie Zachodniej. Właścicielami Colorpack są dwie rodziny, a Grupa nie jest notowana na rynku regulowanym. Główny właściciel nie ma nic przeciwko, aby BSC wypłacała dywidendy w przyszłości. BSC dzięki współpracy z Colorpack posiada dostęp do tańszego surowca (wspólna grupa zakupowa), tańszych urządzeń (rabaty od producentów) oraz dużych klientów (ugruntowana pozycja).

Wysoka jakość aktywów

BSC posiada bardzo nowoczesny zakład w Poznaniu, gdzie prowadzona jest cała produkcja. Cały cykl nadzorowany jest przez wyspecjalizowane systemy ERP, a zakład jest zintegrowany z oddzielnymi liniami dla opakowań spożywczych i farmaceutyków. Na końcu procesu znajduje się zautomatyzowany przesuwany magazyn wyrobów gotowych. Dostawcy usług transportowych dobierani są w cyklicznych przetargach, w celu uzyskania najlepszej ceny do jakości świadczonych usług.

Prognoza DI BRE Banku dla BSC Drukarnia na lata 2012-2013 (mln PLN)

	2011	2012P	2013P
Cena	18,90	18,90	18,90
P/E	11,4	10,2	10,7
EV/EBITDA	6,5	5,9	5,5
DY	0,0%	2,6%	2,9%
Dług netto / EBITDA	-0,8	-0,9	-0,7
Przychody	116,7	135,9	143,8
zmiana (%)	18,1%	16,5%	5,8%
EBITDA	25,5	27,3	29,9
marża (%)	21,8%	20,1%	20,8%
EBIT	19,4	19,9	21,1
marża (%)	16,7%	14,7%	14,7%
Działalność finansowa	0,2	2,5	0,4
Zysk netto	16,2	17,4	17,4
Dług netto	-19,7	-25,2	-20,7

Źródło: DI BRE Banku



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Developerzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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

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 ekwiwalenty

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

DI BRE Banku 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.

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

Komentarz został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, 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.