

Lentex

kupuj

przemysł chemiczny

Cena: 8.30
Cena docelowa: 13.26

Synergie dzięki Novicie

Utrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki i wydajemy rekomendację kupuj z ceną docelową 13.26 PLN. Grupa z kwartału na kwartał poprawia wyniki, a przejęcie Novity oraz Plast-Dachu, jak również ewentualne inwestycje w moce produkcyjne będą bodźcami dalszego wzrostu wyników. Prognozujemy skokowy wzrost wyników, który został zapoczątkowany w III kw. 2014 r., w związku z początkiem konsolidacji metodą pełną Novity po przekroczeniu przez grupę Lentex 50% w akcjonariacie spółki.

Konsolidacja wyników Novity

Motorem wzrostu dla spółki w najbliższym okresie będzie konsolidacja w wynikach Novity. Oprócz oczywistych synergii kosztowych, korzyści będą wynikać z komplementarnych szerokości linii produkcyjnych, jakie posiadają oba zakłady, dzięki czemu będą mogły wspólnie startować w przetargach. Novita przypomina Lentex sprzed kilku lat, co oznacza, że spółka potrzebuje inwestycji w park maszynowy, które poprawią rentowność produkcji. Według zarządu grupy Lentex efekty przeprowadzanej restrukturyzacji mogą pojawić się szybko.

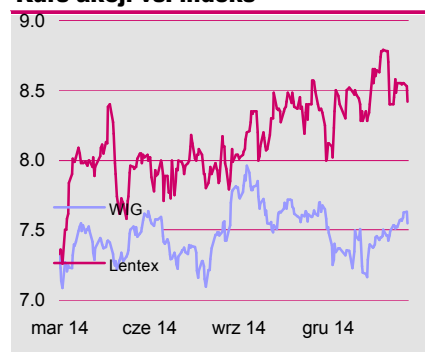
Inwestycje w nowe moce

Moce produkcyjne w segmencie włóknin i hydronin są obecnie w Lentexie wykorzystane w pełni, natomiast istnieje jeszcze potencjał do ich zwiększenia w Novicie, który szacujemy na ok. 10%. Lentex będzie w tym roku podejmował strategiczną decyzję, dotyczącą zwiększenia mocy produkcyjnych w najlepiej marżowym oraz najbardziej perspektywicznym segmencie włóknin i hydronin, którego głównym odbiorcą jest segment automotive.

Przejęcie przez Gamrat spółki Plast-Dach

Pierwsze 3 kwartały segment profili zakończył z delikatnie ujemną dynamiką przychodów, jednak przejęcie przez Gamrat spółki Plast-Dach przyczyni się do poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Plast-Dach jest producentem rynien głębokich metalowych, które razem z rynnami z tworzyw sztucznych Gamratu stworzą pełną ofertę rynien dostępnych na rynku.

Kurs akcji vs. indeks



Max/min 52 tygodnie (PLN)	6.8/8.81
Liczba akcji (mln)	59.9
Kapitalizacja (mln PLN)	497
EV (mln PLN)	520
Free float (mln PLN)	253
Średni obrót (tys. PLN, 3m)	357.5
Główny akcjonar.:	Leszek Sobik
% akcji, % głosów	25.28%, 25.28%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	-4.6% 2.2% 13.2%
Zmiana rel. WIG (%)	-6.6% 1.5% 9.9%

Wojciech Woźniak

22 598 26 58

wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2012	487.3	44.0	61.6	43.7	26.2	0.4	1.3	6.8	19.0	1.2	0.0%	13.2	9.4	7.7
2013	477.0	51.1	73.6	52.3	40.3	0.7	1.4	7.2	12.3	1.1	1.7%	10.2	7.1	9.6
2014p	374.5	48.1	65.3	48.2	34.4	0.6	1.3	7.4	14.4	1.1	4.2%	9.3	6.8	7.8
2015p	443.0	62.4	79.1	63.5	46.3	0.8	1.6	7.9	10.7	1.0	3.8%	7.3	5.8	10.1
2016p	476.0	69.8	87.5	71.0	51.8	0.9	1.8	8.3	9.6	1.0	5.1%	6.4	5.1	10.6

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN.

Transakcja nabycia udziałów w Novicie

Lenteksowi, w wyniku wezwania na 33% akcji Novity, udało się nabyć pakiet 29.59% akcji spółki, wobec czego jego zaangażowanie zwiększyło się do 63.17%. Wskutek przyjęcia kontroli nad Spółką, począwszy od II kwartału 2014 roku Novita jest konsolidowana przez Lentex metodą pełną. Rozliczenie transakcji przejęcia nastąpi w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Celem Grupy Lentex jest zbudowanie silnej pozycji na rynku w segmencie włóknin i profili oraz równocześnie poprawa wyników w pozostałych segmentach operacyjnych, poprzez inwestycje w majątek trwały, zmiany w strukturze Grupy oraz restrukturyzację procesów.

Lentex jest zainteresowany przejęciem pozostałych udziałów w Novicie. Według wyceny niezależnego Doradcy Inwestycyjnego parytet wymiany akcji Lenteksu za jedną akcję Novity powinien wynosić 6.88 akcji. Zarząd Lentexu podał w komunikacie, że dokona oceny zasadności dalszej realizacji procesu połączenia ze spółką Novitą. Parytet wymiany może być zdaniem zarządu nieuzasadniony ze względów ekonomiczno-biznesowych. Brak wykupu pozostałej części akcji nie będzie stanowił przeszkody do inwestycji w zakład, a także do uzyskania efektów synergii poprzez połączenie z Novitą. Decyzja Zarządu wynika z faktu, iż przy wezwaniu na akcje Novity w 2014 r. po cenie 35 PLN za akcję, realizacja wezwania wyniosła prawie 90%. Według parytetu, cena za jedną akcję Novity to 63.34 PLN.

Efekty synergii

Jedną z największych synergii wynikających z połączenia spółek będzie kwestia alokacji zleceń produkcyjnych. Lentex i Novita działają w różnych segmentach rynku, jednak produkcja włóknin jest podobna. Obie spółki posiadają komplementarne szerokości linii produkcyjnych. W przeszłości wielokrotnie jedna lub druga spółka rezygnowały z kontraktów, ponieważ nie posiadały odpowiedniej szerokości taśmy produkcyjnej, lub realizacja zleceń na posiadanych maszynach ze względu na konieczność dodatkowych czynności (np. cięcia) w sposób znaczący wpływałaby na rentowność. Obecnie sytuacje takie uda się wyeliminować. Z połączenia będą wynikać również oczywiste korzyści, jakimi jest m. in. wspólna polityka zakupowa, która przy zwiększonej skali zamówień, pozwoli wynegocjować lepsze ceny zakupu surowców. Według zarządu grupy Lentex efekty przeprowadzanej restrukturyzacji w przypadku pozytywnego zakończenia procesu połączenia spółek mogą pojawić się już w 2015 roku.

Novita

Konsolidacja wyników w grupie w 2014 roku nie będzie wymagała konieczności dokonania korekt ze względu na handel wewnątrz grupy, ponieważ dotychczas Novita nie generuje obrotów handlowych z Lentexem. Strategią dla Novity w najbliższym okresie jest budowanie silnej pozycji na rynkach zagranicznych, w tym amerykańskim, na którym była do tej pory obecna w niewielkim stopniu. Głównymi odbiorcami produktów spółki są segmenty higieniczny i obuwniczy.

Roczne wyniki finansowe Novity w mln PLN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Przychody ze sprzedaży	85.1	82.8	86.6	97.4	88.1	82.0	88.9
Zmiana r/r	-0.2%	-2.7%	4.6%	12.5%	-9.6%	-6.9%	8.4%
EBITDA	17.0	14.8	12.8	13.4	13.4	14.6	19.3
marża EBITDA	20.0%	17.8%	14.8%	13.8%	15.2%	17.8%	21.7%
EBIT	10.3	8.2	6.6	7.2	7.7	8.5	13.3
marża EBIT	12.1%	9.8%	7.6%	7.4%	8.7%	10.4%	15.0%
Zysk netto	6.2	5.8	5.2	5.2	6.0	6.6	10.4
marża zysku netto	7.3%	7.1%	6.0%	5.4%	6.9%	8.0%	11.6%

Źródło: Notoria, Prognozy Millennium DM

Kwartalne wyniki finansowe Novity w mln PLN

	IVQ'12	IQ'13	IIQ'13	IIIQ'13	IVQ'13	IQ'14	IIQ'14	IIIQ'14	IVQ'14 P
Przychody ze sprzedaży	21.1	16.8	19.7	23.5	22.1	21.6	22.0	23.0	22.4
Zmiana r/r	-17.2%	-19.4%	-16.9%	4.8%	4.4%	28.1%	11.8%	-2.0%	1.4%
EBITDA	3.7	2.6	3.6	4.3	3.9	4.6	5.8	4.6	4.3
marża EBITDA	17.4%	15.6%	18.1%	18.4%	17.6%	21.5%	26.4%	19.8%	19.3%
EBIT	2.2	1.1	2.0	3.0	2.4	3.1	4.2	3.2	2.8
marża EBIT	10.5%	6.6%	10.4%	12.8%	10.7%	14.2%	19.3%	14.0%	12.4%
Zysk netto	1.8	0.9	1.5	2.5	1.8	2.5	3.3	2.5	2.1
marża zysku netto	8.4%	5.3%	7.4%	10.6%	8.0%	11.5%	15.0%	10.8%	9.3%

Źródło: Notoria, Prognozy Millennium DM

Waluty i surowce

Sprzedaż eksportowa rozliczana w euro oraz w dolarze przez grupę Lentex znajdują się na podobnych poziomach. Spółka nie stosuje polityki zabezpieczeń przed zmianą kursów walut, ze względu na hedging naturalny. Kwota za jaką kupowane są surowce jest zbliżona do tej jaką spółka uzyskuje ze sprzedaży swoich produktów, dlatego ostatecznie umocnienie dolara względem euro oraz złotówki będzie miało neutralny wpływ na wyniki.

Głównymi surowcami ropopochodnymi wykorzystywanymi przez Lentex są polichlorki, plastyfikatory, włókna polipropylenowe, proszki termoplastyczne LDPE, jak również folie polietylenowe. W ocenie zarządu Lentexu zmniejszająca się cena ropy nie wpłynie w sposób znaczący na poprawę marży w grupie.

Moce produkcyjne i inwestycje

Moce produkcyjne w segmencie włóknin hydronin są obecnie w Lentexie wykorzystane w pełni, natomiast istnieje jeszcze potencjał do ich zwiększenia w Novicie, który szacujemy na ok. 10%. W zakładach ciągle są prowadzone niewielkie inwestycje służące poprawie efektywności produkcji, jednak potrzebne jest znaczące zwiększenie mocy produkcyjnych, by segment dalej mógł rosnąć wynikowo. Grupa myśli nad inwestycją w nową linię produkcyjną, jednak jest to również uzależnione od efektów włączenia Novity w struktury grupy. Koszt takiej inwestycji wyniósłby ponad 30 mln PLN, a sfinansowana zostałaby ona kredytem lub poprzez leasing. Inwestycja nie zmieniłaby dotychczasowej polityki dywidendowej grupy, dlatego zakładamy, że Lentex w kolejnych latach będzie dzielił się z akcjonariuszami ponad połową wypracowanych zysków.

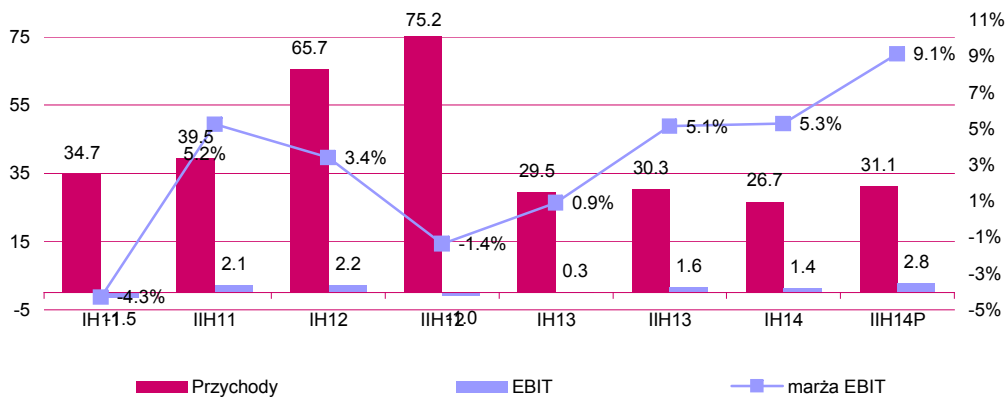
Struktura sprzedaży

Struktura wg rynków sprzedaży charakteryzuje się kilkuprocentową przewagą rynków zagranicznych (ok. 52% sprzedaż eksportowa, ok. 48% sprzedaż krajowa). Sprzedaż eksportowa obejmuje głównie rynki: amerykański, europejski i kraje Bliskiego Wschodu. Coraz mniejszy udział w strukturze sprzedaży stanowi Rosja.

Segment wykładzin

Segment wykładzin charakteryzuje się sezonowością wyników, przy czym drugie półrocze jest zdecydowanie lepsze. Po słabszym pierwszym półroczu, trzeci kwartał przyniósł poprawę rezultatów. W okresie pierwszych 9 miesięcy 2014 r. znacząco poprawiła się marża EBITDA z 4.5% do 9.5%. Zakładamy, że czwarty kwartał będzie zbliżony wynikowo do drugiego.

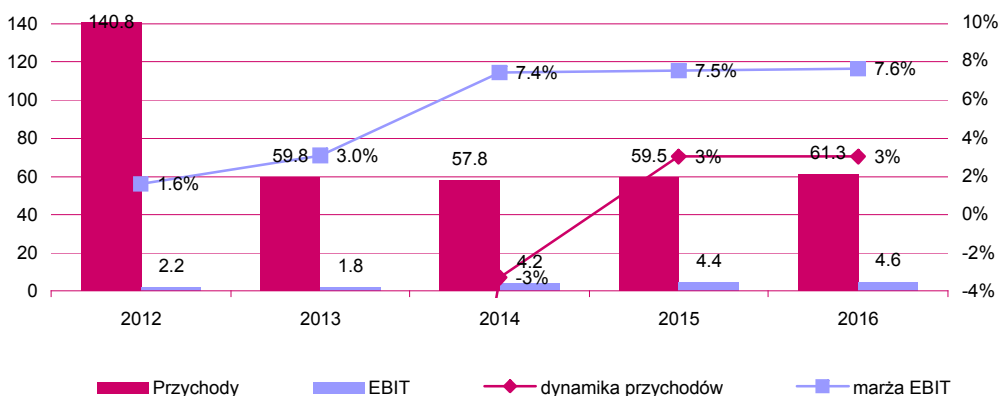
Półroczne wyniki segmentu wykładzin



Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Na przestrzeni ostatnich lat zmieniła się znacząco struktura sprzedaży segmentu. W latach 2007-2008 eksport na Wschód odgrywał znaczącą rolę, która jednak stopniowo słabła i obecnie wynosi mniej niż 5%. Lentex podchodzi rygorystycznie do kwestii płatności na rynkach o znacznym ryzyku windykacyjnym (np. kraje Bliskiego Wschodu), a współpraca z klientami, którzy nie są objęci ubezpieczeniem najczęściej oparta jest na przedpłatach. Najlepiej marżowa w segmencie jest sprzedaż krajowa, która stanowi obecnie ok. 67-68% ogółu przychodów. Rozwijającymi się kierunkami sprzedaży jest Bliski Wschód oraz Europa Zachodnia. Prognozujemy delikatne wzrosty przychodów w kolejnych latach przy utrzymaniu rentowności, która uległa poprawie w porównaniu z poprzednimi latami dzięki procesom restrukturyzacji w Lenteksie.

Prognozy wyników segmentu wykładzin

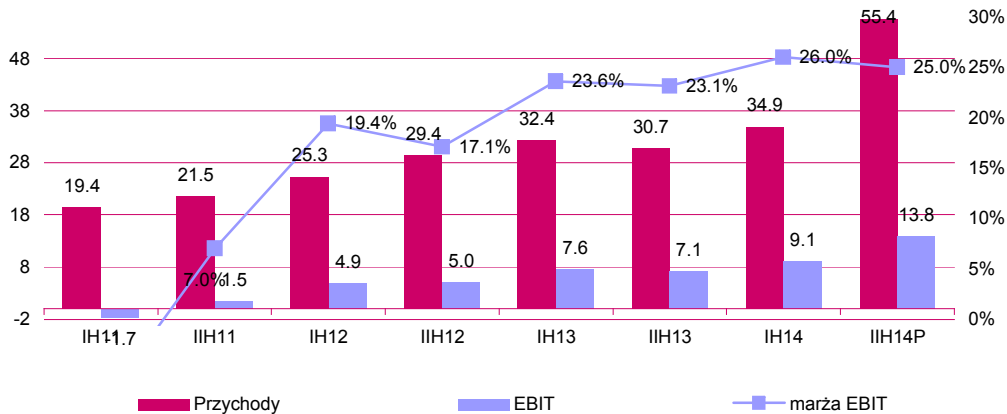


Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Segment włóknin i hydronin

Segment w pierwszym półroczu 2014 r. zanotował niewielki wzrost sprzedaży. W trzecim kwartale w wynikach można już zaobserwować skokowy wzrost, co jest efektem włączenia do konsolidacji metodą pełną Novity. Marża EBITDA segmentu wzrosła w okresie pierwszych 9 miesięcy 2014r. o 3 p. p. i wyniosła 28.7%.

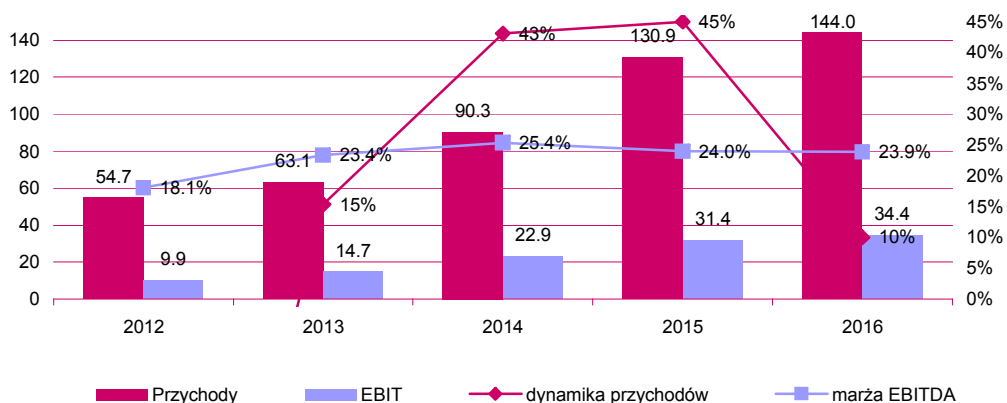
Półroczne wyniki segmentu włóknin i hydronin



Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Główne kierunki dystrybucji segmentu włóknin i hydronin to przede wszystkim segment motoryzacyjny i higieniczny. W segmencie systematycznie poprawiała się marża EBIT co jest spowodowane wyższym wolumenem sprzedaży, który udało się osiągnąć dzięki drobnym inwestycjom (moce są wykorzystane w segmencie praktycznie w 100%), optymalizacji produkcji oraz wyższymi marżami. W ostatnim czasie spadły również znacząco ceny surowców ropopochodnych, wykorzystywanych przez spółkę w procesie produkcji. Bez większych inwestycji potencjał do wzrostów w segmencie jest już jednak ograniczony. Wyniki skokowo wzrosną po włączeniu do konsolidacji od trzeciego kwartału ubiegłego roku Novity, jednak uciერი na tym rentowność (marże), która jest nieco niższa w Novicie. Stopniowo ma się jednak ona poprawiać wraz z inwestycjami w tej spółce oraz coraz wyższemu udziałowi sprzedaży na rynki zagraniczne (w tym amerykański).

Prognozy wyników segmentu włóknin i hydronin

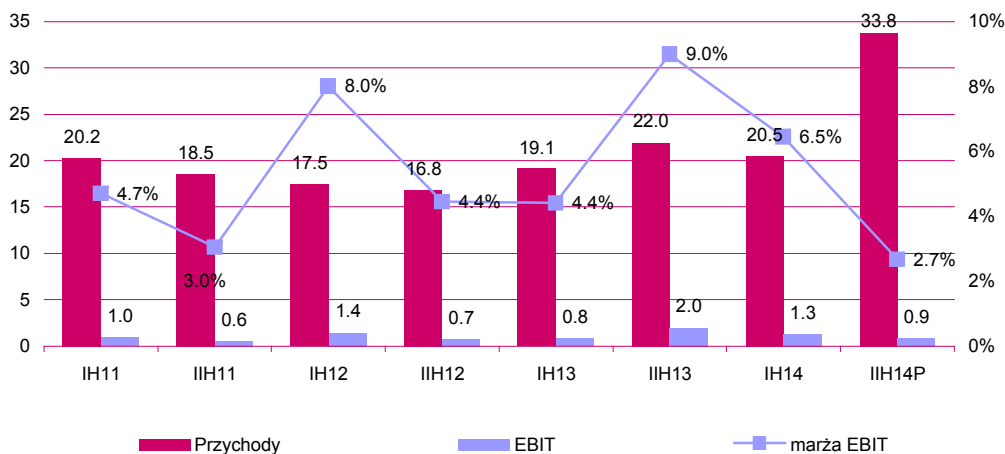


Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Segment włóknin pozostałych

Główne kierunki dystrybucji segmentu włóknin pozostałych to: przemysł meblarski, odzieżowy, oraz budownictwo. Podobnie jak w segmencie włóknin hydronin od trzeciego kwartału br. notowany jest znaczący wzrost przychodów po włączeniu Novity do konsolidacji grupy. Po słabszym wyniku EBIT uzyskanym w drugim i trzecim kwartale spodziewamy się lepszego czwartego kwartału dla segmentu.

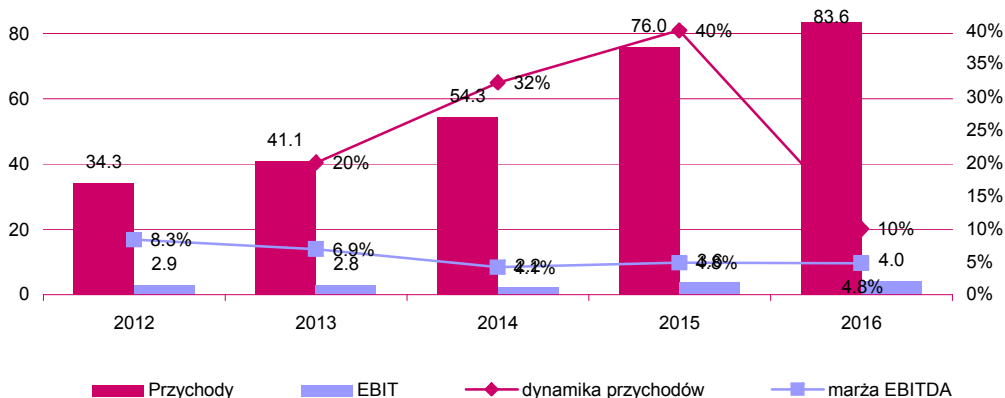
Półroczne wyniki segmentu włóknin pozostałych



Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Prognozujemy znaczący wzrost przychodów segmentu w 2014 oraz 2015 r. wraz z włączeniem do konsolidacji Novity od drugiego kwartału br. Zakładamy stabilną marżę EBIT w kolejnych kwartałach w okolicach 5%.

Prognozy wyników segmentu włóknin pozostałych

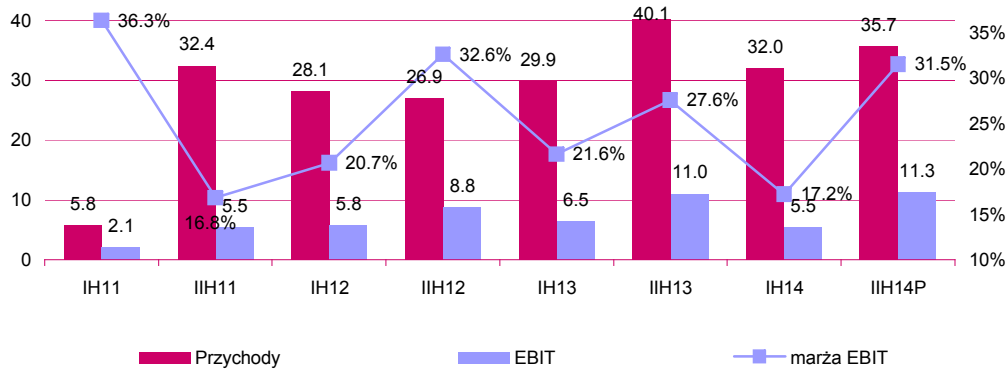


Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Segment profili

Pierwsze półrocze 2014 r. segment profili zakończył na delikatnym spadku obrotów w stosunku do I półrocza 2013, jednak przejęcie przez Gamrat spółki Plast-Dach przyczyni się do poprawy wyników w kolejnych kwartałach. Plast-Dach jest jednym z najnowocześniejszych producentów rynien głębokich metalowych. Razem z rynnami z tworzyw sztucznych Gamratu tworzą pełną ofertę rynien dostępnych na rynku. O rynny metalowe zostanie też wzbogacona oferta Devorexu.

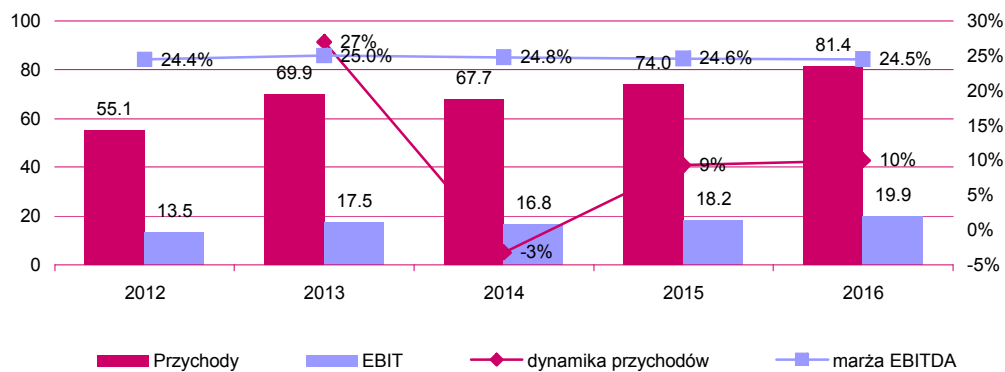
Półroczne wyniki segmentu profili



Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Prognozujemy poprawę przychodów w kolejnych latach w związku z przejęciem udziałów w spółce Plast Dach.

Prognozy wyników segmentu profile

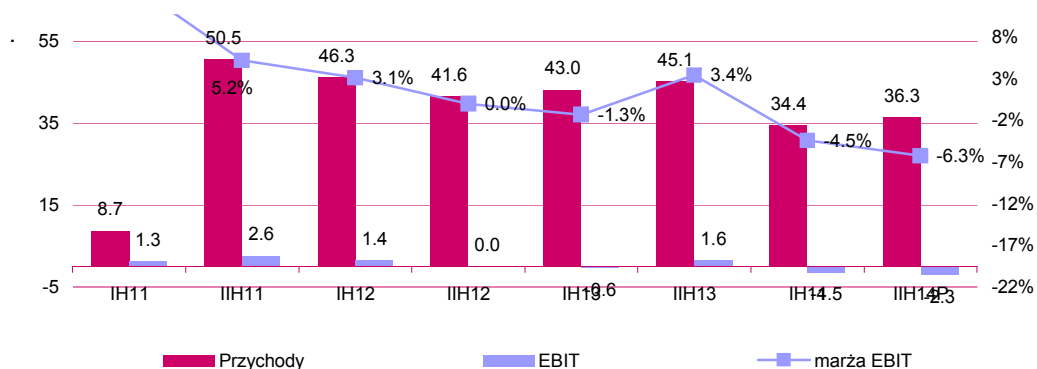


Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Segment rur

W segmencie rur Gamrat zanotował spadek obrotów o 20.3% r/r. Jest to wynik zaszłości sprzed kilku lat, kiedy Gamrat nie był jeszcze w grupie kapitałowej Lentex. Obecnie Gamrat odbudowuje swoją renomę.

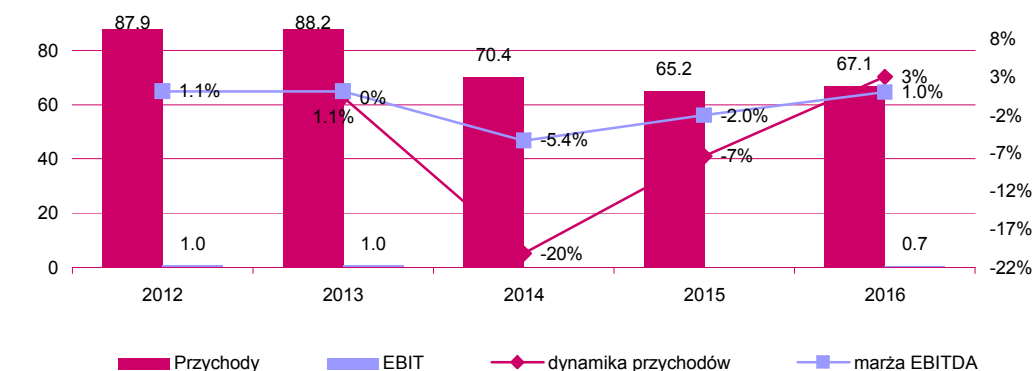
Półroczne wyniki segmentu rur



Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Planowane inwestycje, wraz z coraz większym wykorzystaniem środków unijnych, powinny jednak poprawić sytuację na rynku rur. Gamrat działa głównie w 4 obszarach. Są to : infrastruktura gazowa, kanalizacja, woda ciśnieniowa, a także składy budowlane. W ostatni segment Gamrat dopiero wchodzi, co może być bodźcem poprawy wyników w segmencie, a także zwiększy dywersyfikację branżową spółki. Prognozujemy poprawę w segmencie rur w przyszłym roku oraz w kolejnych okresach.

Prognozy wyników segmentu rur



Źródło: Lentex, Prognozy Millennium DM

Nowe produkty

Gamrat planuje inwestycje, mającą na celu produkcję WPC. W marcu uruchomiona ma zostać produkcja na nowej maszynie. Całość inwestycji spółka szacuje na ok. 5 mln PLN. W Polsce obecnie nie ma silnego konkurenta w tym segmencie rynku, stąd też Gamrat wiąże nadzieję na zdobycie dużej części rynku.

Devorex

W Devorexie rok 2014 będzie podobny do 2013 pod względem wynikowym. Zdecydowanie spadła sprzedaż na rynek rosyjski i ukraiński, jednak ubytki te udało się wypełnić dzięki większej sprzedaży na nowe rynki, takie jak Brazylia, Hiszpania, Rumunia, a także umocnieniu pozycji na rynku bułgarskim.

Wyniki czwartego kwartału

Po bardzo dobrym trzecim kwartale w segmencie wykładzin, kwartał czwarty był podobny do drugiego. Podobnie sytuacja przedstawiała się w segmencie wykładzin hydronin, a w segmencie pozostałych włókien, który notował słabsze wyniki, czwarty kwartał przyniósł poprawę. Wyniki za styczeń były bardzo dobre i wskazują na możliwą kontynuację pozytywnych tendencji w dalszej części roku.

Wyniki w podziale na segmenty

	Przychody ze sprzedaży w mln PLN		Dynamika przychodów r/r	Wynik segmentu w mln PLN		Marża EBITDA	
	I-III kw. 2013	I-III kw. 2014		I-III kw. 2013	I-III kw. 2014	I-III kw. 2013	I-III kw. 2014
	Wykładziny	45.7		43.5	-5.0%	2.1	4.1
Włókniiny Hydroniny	48.4	65.3	34.9%	12.4	18.7	25.7%	28.7%
Włókniiny pozostałe	30.2	37.8	25.5%	2.7	2.6	8.9%	6.8%
Profile	56.3	55.4	-1.6%	17.9	17.5	31.7%	31.5%
Rury	67.8	54.1	-20.3%	2.6	-0.4	3.9%	-0.8%
Pozostałe	5.6	23.2	314.2%	4.2	5.4	74.6%	23.4%
Ogółem	254.0	279.2	9.9%	41.9	47.9	16.5%	17.1%

Źródło: Lentex

Wyniki w podziale na segmenty

	Przychody ze sprzedaży w mln PLN		Dynamika przychodów r/r	Wynik segmentu w mln PLN		Marża EBITDA	
	2012	2013		2012	2013	2012	2013
Wykładziny	140.8	59.8	-57.6%	5.9	2.9	4.2%	4.8%
Włókniiny Hydroniny	54.7	63.1	15.4%	11.3	16.0	20.7%	25.3%
Włókniiny pozostałe	34.3	41.1	20.0%	4.1	3.6	12.1%	8.9%
Profile	55.1	69.9	27.0%	15.4	22.3	28.0%	31.9%
Rury	87.9	88.2	0.3%	3.0	3.3	3.4%	3.7%
Wiadra	73.0	106.7	46.2%	8.0	11.1	10.9%	10.4%
Skrzynie	10.6	12.4	17.2%	0.9	0.7	8.3%	5.7%
Curver	7.5	13.8	84.3%	0.8	2.0	10.9%	14.8%
Pozostałe	23.5	21.9	-6.6%	12.3	9.4	52.3%	43.0%
Ogółem	487.3	476.9	-2.1%	61.6	71.4	12.6%	15.0%

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniędzy.) i metodę porównawczą. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 916.2 mln PLN, czyli 15.29 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 673.1 mln PLN (11.23 PLN na akcję). Przypisując obu metodom równe wagi wyceniamy spółkę na 794.6 mln PLN, co daje 13.26 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	916.2	15.29
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	673.1	11.23
Wycena spółki	794.6	13.26

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2014-2023,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2023 roku na poziomie 4%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2023 na 2.0%,
- ❑ Przyjęliśmy założenie o wypłacaniu w kolejnych latach 55% zysku netto grupy w postaci dywidendy.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	>2023
sprzedaż	375	443	476	504	530	553	574	594	611	627	
EBIT (1-T)	39	51	57	60	63	65	67	69	71	72	
amortyzacja	17	17	18	18	19	19	20	20	21	21	
inwestycje	50	-30	-25	-20	-21	-21	-22	-23	-23	-24	
zmiana kap.obrotowego	-8	-23	-11	-10	-9	-8	-7	-7	-6	-5	
FCF	98	14	38	49	52	55	58	60	62	64	893
zmiana FCF		-86%	172%	27.9%	7.0%	6.2%	4.3%	4.0%	3.6%	3.2%	2.0%
dług/kapitał	-13%	-12%	-11%	-11%	-10%	-9.5%	-9.0%	-8.6%	-8.2%	-7.8%	-7.8%
stopa wolna od ryzyka	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	4.0%
premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	6.0%
koszt kapitału	6.6%	6.7%	6.9%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%	7.5%	9.0%
WACC	7.0%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.6%	7.7%	7.7%	7.8%	9.3%
PV (FCF)	107	14	36	43	43	42	41	39	38	36	500
wartość DCF (mln PLN)	939	w tym wartość rezydualna				500					
(dług) gotówka netto	-22										
wycena DCF (mln PLN)	916										
Liczba akcji (mln)	59.9										
wycena 1 akcji (PLN)	15.3										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
stopa R_r rezydualna	3.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	3.0%	15.3	15.2	15.9	16.6	17.5	18.6	19.8
	3.5%	14.2	14.7	15.3	15.9	16.7	17.6	18.6
	4.0%	13.8	14.2	14.7	15.3	15.9	16.7	17.6
	4.5%	13.4	13.8	14.2	14.7	15.3	16.0	16.7
	5.0%	13.1	13.4	13.8	14.3	14.8	15.4	16.0

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą

Do analizy porównawczej użyliśmy spółki działające w segmencie włóknin, hydronin oraz profili. Ze względu na niższą płynność akcji spółki w porównaniu ze światowymi koncernami przyjęliśmy 10% dyskonta w wycenie. Do określenia wartości analizowanej spółki użyliśmy trzech najczęściej stosowanych wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E, którym przypisaliśmy równe wagi.

Wycena porównawcza do spółek z segmentu włóknin, hydronin oraz profili

Spółka	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2014p	2015p	2016p	2014p	2015p	2016p	2014p	2015p	2016p
CAVALIER CORP LTD	NEW ZEALAND	8.5	7.1	6.2	18.2	12.6	9.9	20.2	8.4	6.1
FORBO HOLDING AG-REG	SWITZERLAND	9.5	10.3	9.6	11.9	12.9	12.0	17.1	18.8	17.7
DIXIE GROUP INC	UNITED STATES	9.2	6.2	-	30.2	11.2	9.0	-	11.5	9.7
MOHAWK INDUSTRIES INC	UNITED STATES	11.3	9.9	9.2	15.6	13.4	12.0	18.9	15.9	14.2
CROWN CRAFTS INC	UNITED STATES	7.1	6.9	-	8.0	7.7	-	13.5	12.3	-
LUOLAI HOME TEXTILE CO - A	CHINA	15.5	13.0	11.2	17.0	14.7	13.0	20.9	17.9	15.6
SHENZHEN FUANNA BEDDING-A	CHINA	12.0	10.2	8.9	12.6	11.0	9.6	18.2	15.8	13.9
U10	FRANCE	7.2	7.1	6.9	8.0	7.9	7.6	10.5	9.9	8.8
INTERFACE INC	UNITED STATES	11.0	10.0	-	14.8	12.6	10.7	20.6	17.6	14.9
FORBO HOLDING AG-REG	SWITZERLAND	9.5	10.3	9.6	11.9	12.9	12.0	17.1	18.8	17.7
ARMSTRONG WORLD INDUSTRIES	UNITED STATES	10.5	9.2	8.1	16.2	13.1	11.4	24.4	19.7	15.4
COMPANHIA PROVIDENCIA	BRAZIL	-	9.6	7.7	-	16.0	11.1	-	-	16.9
SUOMINEN OYJ	FINLAND	5.9	5.2	4.7	8.7	7.8	7.1	13.8	11.5	10.1
Mediana		9.5	9.6	8.5	13.7	12.6	10.9	18.2	15.9	14.5
Wyniki spółki (mln PLN)		65	79	87	48	62	70	34	46	52
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)		672	801	794	710	829	811	627	734	753
Dyskonto płynnościowe										
Wycena (mln PLN)										
Wycena 1 akcji (PLN)										

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
przychody netto	487.3	477.0	374.5	443.0	476.0	504.1
koszty wytworzenia	373.8	351.4	265.4	317.4	340.5	361.7
zysk brutto na sprzedaży	113.5	125.6	109.1	125.7	135.5	142.4
koszty sprzedaży	27.5	31.6	23.2	24.0	24.9	26.0
koszty ogólnego zarządu	45.2	43.2	37.6	38.9	40.5	42.1
zysk (strata) na sprzedaży	40.8	50.8	48.4	62.8	70.1	74.3
pozostała działalność operacyjna	3.2	0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
EBITDA	61.6	73.6	65.3	79.1	87.5	92.2
EBIT	44.0	51.1	48.1	62.4	69.8	73.9
saldo finansowe	-2.3	-1.0	0.1	0.1	0.1	0.1
zysk przed opodatkowaniem	43.7	52.3	48.2	63.5	71.0	75.3
podatek dochodowy	6.1	9.9	9.2	12.1	13.5	14.3
zyski mniejszości	11.2	9.2	4.6	5.1	5.8	6.1
zysk netto	26.2	40.3	34.4	46.3	51.8	54.9
EPS	0.4	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9

Bilans (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
aktywa trwałe	383.9	393.0	325.8	339.0	346.3	348.0
wartości niematerialne i prawne	40.4	49.6	47.6	45.7	43.9	42.2
rzeczowe aktywa trwałe	276.5	278.3	213.1	228.3	237.4	240.8
inwestycje długoterminowe	57.8	47.4	47.4	47.4	47.4	47.4
aktywa obrotowe	238.3	278.0	296.8	317.8	340.1	367.6
zapasy	110.1	92.2	80.5	95.3	102.3	108.4
należności	102.2	84.7	84.3	99.7	107.1	113.4
inwestycje krótkoterminowe	14.2	93.1	124.2	114.9	122.8	137.9
rozliczenia międzyokresowe	11.8	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
aktywa razem	622.2	671.0	622.6	656.8	686.4	715.6
kapitał własny	410.3	433.0	446.5	473.9	500.2	526.6
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	211.8	238.0	176.1	183.0	186.3	189.1
zobowiązania długoterminowe	83.8	107.7	106.7	106.7	106.7	106.7
zobowiązania krótkoterminowe	128.0	130.2	69.5	76.3	79.6	82.4
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	622.2	671.0	622.6	656.8	686.4	715.6
BVPS	6.8	7.2	7.4	7.9	8.3	8.8

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
wynik netto	26.2	40.3	34.4	46.3	51.8	54.9
amortyzacja	0.1	0.3	17.2	16.7	17.7	18.3
zmiana kapitału obrotowego	4.7	35.7	-7.6	-23.3	-11.2	-9.5
gotówka z działalności operacyjnej	46.9	150.4	44.0	39.7	58.3	63.6
inwestycje (capex)	-14.4	-21.2	50.0	-30.0	-25.0	-20.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-10.2	-99.3	50.0	-30.0	-25.0	-20.0
wypłata dywidendy	0.0	-8.8	-21.0	-18.9	-25.5	-28.5
emisja akcji	13.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	54.8	17.7	-42.1	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-33.4	-35.5	-63.0	-18.9	-25.5	-28.5
FCF	16.6	55.1	94.0	9.7	33.3	43.6
DPS	0.0	0.1	0.4	0.3	0.4	0.5
CEPS	0.4	0.7	0.9	1.1	1.2	1.2
FCFPS	0.3	0.9	1.6	0.2	0.6	0.7

Wskaźniki (%)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
zmiana sprzedaży	49.8	-2.1	-21.5	18.3	7.4	5.9
zmiana EBITDA	1.4	19.4	-11.3	21.3	10.6	5.4
zmiana EBIT	-1.8	16.2	-6.0	29.8	11.8	5.9
zmiana zysku netto	-29.6	53.7	-14.6	34.5	11.8	6.0
marża EBITDA	12.6	15.4	17.4	17.9	18.4	18.3
marża EBIT	9.0	10.7	12.8	14.1	14.7	14.7
marża netto	5.4	8.5	9.2	10.4	10.9	10.9
sprzedaż/aktywa (x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
dług / kapitał własny	23.9	26.7	16.5	15.5	14.7	14.0
odsetki / EBIT	-5.1	-2.0	0.2	0.2	0.2	0.2
stopa podatkowa	13.9	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	7.7	9.6	7.8	10.1	10.6	10.7
ROA	5.5	6.5	5.1	7.4	7.9	8.0
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-83.7	-22.4	50.7	41.4	49.3	64.4

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	Dyrektor banki, ubezpieczenia
Marcin Palenik, CFA +22 598 26 59 marcin.palenik@millenniumdm.pl	Analityk branża spożywcza, handel
Maciej Krefta +22 598 26 88 maciej.krefta@millenniumdm.pl	Analityk budownictwo i developerzy
Wojciech Woźniak +22 598 26 58 wojciech.wozniak@millenniumdm.pl	Analityk przemysł elektromaszynowy, przemysł metalowy
Sebastian Siemiątkowski +48 22 598 26 sebastain.siemiatkowski@millenniumdm.pl	Analityk fundusze inwestycyjne
Artur Topczewski +48 22 598 59 artur.topczewski@millenniumdm.pl	Analityk fundusze inwestycyjne

Sprzedaż

Radosław Zawadzki +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	Dyrektor
Arkadiusz Szumilak +22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
Marek Przytuła +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	
Jarosław Oldakowski +22 598 26 11 jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl	
Leszek Iwaniec +22 598 26 90 leszek.iwaniec@millenniumdm.pl	
Grażyna Mendrych +22 598 26 26 grazyna.mendrych@millenniumdm.pl	

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity oraz KGHM, PZU, Kompap. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: MFO S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, na podstawie których mogą okazać się nie trafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu, dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Lentex	kupuj	14 sie 13	5.00	8.30
Lentex	kupuj	20 sty 14	7.50	10.10

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2014 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	33%
Akumuluj	3	50%
Neutralnie	1	17%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

		% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	2	100%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora