



Dom Maklerski BDM S.A.

KĘTY

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka zaprezentowała już wstępne szacunki wyników za 4Q'18. EBITDA wyniosła 89 mln PLN (+7 mln PLN r/r), minimalnie poniżej naszych założeń (w rekomendacji z listopada zakładaliśmy 91 mln PLN). Finalnie spółka w 2018 roku wypracowała więc ok. 461 mln PLN EBITDA (vs 448 mln PLN oczekiwane na początku roku). Na początku lutego zarząd zaprezentuje prognozy na 2019 rok. Spodziewamy się umiarkowanie optymistycznego podejścia. Spółka jest w trakcie finalizacji większego programu inwestycyjnego, jednocześnie jednak mogą zwiększyć się obawy o słabszą koniunkturę na rynkach eksportowych (ok. 45% sprzedaży). W naszej prognozie zakładamy obecnie EBITDA na poziomie 487 mln PLN w 2019 roku, czyli nieco poniżej konsensusu Bloomberga. Kurs od wydania naszej ostatniej rekomendacji przekraczał już ustalony wtedy poziom docelowy (343,8 PLN). Obecnie znajduje się ok. 2-3% poniżej niego. Spółka według nas jest nadal dość racjonalnie wyceniana na wskaźnikach na 2019-20: P/E=12x, EV/EBITDA=8x (przy wypłacie 80% zysku netto z 2018 roku dividend yield wynosi blisko 7%). Obecne otoczenie makro każe jednak nieco ostrożniej podejść do założeń wynikowych na 2019 rok, spadły także wyceny spółek z grupy porównawczej. Zmieniamy nasze zalecenie z Akumuluj na Trzymaj. Obecną cenę docelową ustalamy na poziomie 334,3 PLN.

Tak jak wskazywaliśmy w naszych poprzednich rekomendacjach podniesienie prognozy EBITDA na 2018 rok (pod które chwilowo mógł grać rynek, a do którego byłoby potrzebne przekroczenie celu o >10%) było mało realistycznym założeniem. Ostatecznie EBITDA w całym 2018 roku okazała się o ok. 3% wyższa niż oczekiwania spółki z początku roku. Sam 4Q'18 wypadł naszym zdaniem przeciętnie, poprawa wyników r/r jest odczuwalna, jednak jeżeli cofniemy się dwa lata do tyłu, to zmiana jest jednak niewielka (w 4Q'16 spółka miała 84 mln PLN EBITDA). Zakładamy jednocześnie, że mimo spowalniającej koniunktury, spółka powinna utrzymać dodatnią dynamikę EBITDA w kolejnych kwartałach (m.in. dzięki stopniowemu zwiększaniu mocy produkcyjnych – najpierw w SWW, później także SOG i SSA).

Konsensus EBITDA na 2019 rok wynosi obecnie ok. 490 mln PLN (widełki 448-508 mln PLN) i powoli się obniżał w ostatnich tygodniach (w końcówce listopada było to 496 mln PLN). W naszej prognozie zakładamy wypracowanie 487 mln PLN. Zarząd swoje prognozy zaprezentuje 6 lutego. Obecnie trudno nam oczekiwać, by zarząd celował w założenia z programu motywacyjnego (uruchomienie jednej z transz programu, przyjętego w kwietniu 2015, byłoby możliwe przy wypracowaniu minimum 507 mln PLN EBITDA w 2019 roku). Ścieżka poprawy wyników r/r powinna być naszym zdaniem zachowana w 2020 roku, m.in. ze względu na dalsze efekty prowadzonych inwestycji. Według założeń obecnej strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 514 mln PLN EBITDA. Z bieżącej perspektywy cele wydają się realistyczne do wykonania (wzrost EBITDA o ok. 50-55 mln PLN na przestrzeni dwóch lat vs 2018 rok).

Spółka w ostatnich latach hojnie dzieli się zyskami z akcjonariuszami. W 2018 roku dywidenda (blisko 24 PLN/akcję) była jednak niższa r/r po raz pierwszy od 2009 roku (wtedy jej nie wypłacono). Dług netto/EBITDA na koniec 2018 roku wyniósł ok. 1,7x. Zakładamy, że przy ostrożnym podejściu akcjonariuszy i zarządu do kwestii akwizycji (aczkolwiek w ostatnim czasie pojawiły się spekulacje prasowane o zainteresowaniu Mercorem), spółka nadal będzie w stanie wypłacać wysokie dywidendy. Przy założeniu, że zarząd w 2019 roku będzie rekomendował przeznaczenie 80% zysku netto na dywidendę, powinna ona wynieść ok. 22 PLN/akcję (div yield blisko 7% przy obecnej cenie rynkowej). Nie wykluczamy jednak, że ostateczny poziom okaże się nieco wyższy (argumentem może być m.in. niższy poziom CAPEX r/r w 2019 roku oraz brak akwizycji).

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	2 267	2 643	2 970	3 060	3 314	3 465
EBITDA [mln PLN]	394,2	421,2	460,8	486,8	514,2	527,1
EBIT [mln PLN]	282,3	301,2	336,2	346,7	359,3	370,5
Zysk netto [mln PLN]	277,9	236,9	264,1	265,8	266,9	275,4
Zysk netto skoryg. [mln PLN]*	216,7	238,4	254,7	258,8	266,9	275,4
DPS [PLN]	18,0	29,9	23,9	22,1	22,2	22,2
Payout ratio**	81%	102%	96%	80%	80%	80%
P/BV	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0
P/E	11,4	13,5	12,1	12,1	12,0	11,6
P/E skoryg.*	14,6	13,4	12,6	12,4	12,0	11,6
EV/EBITDA	9,0	9,0	8,7	8,4	8,0	7,8
EV/EBIT	12,6	12,5	11,9	11,7	11,4	11,0

*przy założeniu stawki podatku 19%, ** do skonsolidowanego zysku netto

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 334,3 PLN

07 STYCZEŃ 2019, 15:11 CEST

Wycena DCF [PLN]	343,5
Wycena porównawcza [PLN]	312,8
Wycena końcowa [PLN]	334,3
Potencjał do wzrostu / spadku	0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	335,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 207,1
Ilość akcji [mln. szt.]*	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	390,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	314,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-11,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	5,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	2,1%
Struktura akcjonariatu:	
OFE Aviva BZ WBK	18,3%
N-N OFE	18,1%
OFE PZU	9,1%
Aegon OFE	6,2%
Allianz OFE	5,2%
MetLife OFE	5,1%
Pozostali	37,9%

stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

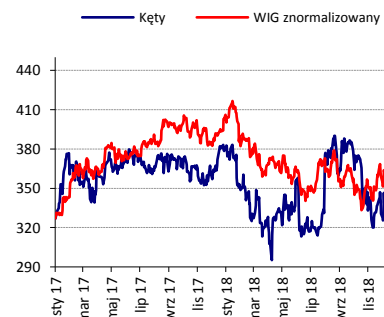
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2020.....	9
WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY ORAZ PROGNOZY	11
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Kęty opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 312,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 343,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 334,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	343,5
Wycena metodą porównawczą	30%	312,8
Wycena 1 akcji Kęt [PLN]		334,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W modelu przyjmujemy obecnie założenia nieco lepsze od zaprezentowanych przez zarząd prognozie na 2018 rok, ale równocześnie zgodne z celami na 2020 przedstawionymi w strategii na lata 2017-20 (po aktualizacji o nowe inwestycje). Poniżej przedstawiamy główne elementy, które można porównać:

	2017	2018P	2019P	2020P****
Przychody				
zarząd	2 500	2 893	b.d.	3 357
BDM/wykonanie	2 646	2 970	3 060	3 314
EBITDA				
zarząd	448	448	b.d.	514
BDM/wykonanie	421	461	487	514
CAPEX				
zarząd	288	335	b.d.	b.d.
			suma 2018-20:	692
BDM/wykonanie	190	280	242	171
			suma 2018-20:	692
dług netto				
zarząd*	599	746	b.d.	b.d.
BDM/wykonanie**	591	800	864	882

Źródło: BDM S.A., spółka,

* 2018 wg prezentacji po 3Q'18, **payout ratio 86%/83% w 2019-20, *** wg aktualizacji strategii z 10/2017

- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Wycena nie uwzględnia potencjalnych, nowych akwizycji. CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,57 mln akcji (9,545 mln akcji po 3Q'18 + 28 tys wyemitowanych opcji na akcje)
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 7 stycznia 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,29 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 343,5 PLN.

Podstawowe założenia makroekonomiczne*

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,34	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,42
USD/PLN	3,77	3,94	3,61	3,75	3,68	3,59	3,51	3,46	3,46	3,46	3,46	3,46	3,43
EUR/USD	1,11	1,11	1,18	1,16	1,19	1,22	1,25	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,29
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 683	1 610	2 114	1 893	2 012	2 098	2 185	2 272	2 320	2 368	2 416	2 464	2 512

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, * na bazie notowań kontraktów forward

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 060,0	3 313,6	3 464,9	3 588,3	3 699,5	3 794,8	3 884,1	3 975,0	4 067,6	4 146,9
EBIT [mln PLN]	346,7	359,3	370,5	378,1	383,1	387,3	390,8	394,8	399,0	404,8
Stopa podatkowa*	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	58,2	60,4	62,3	63,6	64,5	65,2	65,8	66,5	75,8	76,9
NOPLAT [mln PLN]	288,5	299,0	308,2	314,5	318,6	322,1	325,1	328,3	323,2	327,9
Amortyzacja [mln PLN]	140,1	154,8	156,6	160,0	163,2	166,0	168,6	170,9	173,0	174,8
CAPEX [mln PLN]	-241,5	-170,5	-190,8	-191,0	-191,1	-191,3	-191,4	-191,6	-191,8	-191,9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-19,0	-66,2	-39,2	-32,2	-29,9	-25,6	-24,1	-24,5	-25,0	-20,8
FCF [mln PLN]	168,0	217,1	234,9	251,3	260,7	271,3	278,2	283,1	279,4	290,0
DFCF [mln PLN]	156,4	187,8	188,7	187,5	180,5	174,2	165,5	156,0	142,5	136,8
Suma DFCF [mln PLN]	1 676,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 113,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 412,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 088,6									
Dług netto 2018P [mln PLN]	800,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 288,6									
Ilość akcji [mln szt.]	9,57									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	343,5									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	3,0%	8,3%	4,6%	3,6%	3,1%	2,6%	2,4%	2,3%	2,3%	1,9%
EBIT zmiana r/r	3,1%	3,6%	3,1%	2,1%	1,3%	1,1%	0,9%	1,0%	1,1%	1,5%
FCF zmiana r/r	402,7%	29,2%	8,2%	7,0%	3,8%	4,1%	2,5%	1,8%	-1,3%	3,8%
Marża EBITDA	15,9%	15,5%	15,2%	15,0%	14,8%	14,6%	14,4%	14,2%	14,1%	14,0%
Marża EBIT	11,3%	10,8%	10,7%	10,5%	10,4%	10,2%	10,1%	9,9%	9,8%	9,8%
Marża NOPLAT	9,4%	9,0%	8,9%	8,8%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	7,9%	7,9%
CAPEX / Przychody	7,9%	5,1%	5,5%	5,3%	5,2%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%
CAPEX / Amortyzacja	172,4%	110,1%	121,8%	119,4%	117,1%	115,2%	113,5%	112,1%	110,9%	109,8%
Zmiana KO / Przychody	0,6%	2,0%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	21,1%	26,1%	25,9%	26,1%	26,9%	26,8%	27,0%	27,0%	27,0%	26,3%

Źródło: BDM S.A., *w okresie rezydualnym 19%

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	67,9%	68,4%	69,3%	70,2%	71,9%	73,5%	75,3%	77,1%	79,0%	80,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	32,1%	31,6%	30,7%	29,8%	28,1%	26,5%	24,7%	22,9%	21,0%	19,3%
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	265,0	285,3	310,7	343,5	387,3	449,0	542,2	699,3	1020,8
	0,8	250,0	268,1	290,6	319,1	356,7	408,5	484,2	605,6	831,7
	0,9	236,2	252,4	272,3	297,4	329,8	373,7	436,1	532,1	698,7
	1,0	223,5	238,0	255,7	277,8	306,0	343,5	395,6	473,0	600,0
	1,1	211,6	224,7	240,5	260,0	284,8	317,1	361,0	424,4	523,8
	1,2	200,6	212,4	226,6	243,9	265,7	293,7	331,1	383,8	463,2
	1,3	190,3	201,0	213,7	229,2	248,4	272,9	305,0	349,2	413,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	281,3	304,1	333,0	370,8	422,3	496,7	613,4	823,2	1310,8
	4%	250,0	268,1	290,6	319,1	356,7	408,5	484,2	605,6	831,7
	5%	223,5	238,0	255,7	277,8	306,0	343,5	395,6	473,0	600,0
	6%	200,6	212,4	226,6	243,9	265,7	293,7	331,1	383,8	463,2
	7%	180,6	190,3	201,9	215,7	232,8	254,2	282,0	319,6	372,9
	8%	163,2	171,2	180,7	191,9	205,5	222,2	243,4	271,1	308,7
	9%	147,8	154,5	162,3	171,5	182,4	195,7	212,2	233,2	260,8

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	608,3	566,6	529,7	496,7	467,1	440,3	416,1	394,0	373,7
	4%	518,3	476,6	440,3	408,5	380,3	355,1	332,5	312,1	293,7
	5%	449,0	408,5	373,7	343,5	317,1	293,7	272,9	254,2	237,4
	6%	394,0	355,1	322,1	293,7	269,0	247,3	228,1	211,1	195,7
	7%	349,2	312,1	280,9	254,2	231,2	211,1	193,3	177,6	163,6
	8%	312,1	276,8	247,3	222,2	200,7	181,9	165,5	151,0	138,1
	9%	280,9	247,3	219,4	195,7	175,5	158,0	142,7	129,3	117,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o wskaźniki producentów aluminium, wyrobów aluminiowych i opakowań giętkich. Analizę spółek oparto na dwóch wskaźnikach: P/E (do wyceny użyliśmy porównywalny zysk netto, czyli bez efektu rozpoznania aktywa podatkowego) oraz EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2019-21), dla każdego roku przypisaliśmy wagę 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Porównując wyniki Kęt ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,99 mld PLN, co odpowiada 312,8 PLN na jedną akcję. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 30%.

Przy wycenie porównawczej, warto zauważyć że działalność Kęt jest trochę inaczej profilowana (skupienie się na ostatecznym odbiorcy produktów, silna pozycja na lokalnym rynku, stosunkowo dobra dywersyfikacja pomiędzy słabo skorelowane branże, brak rozbudowanych struktur międzynarodowych) niż ma to miejsce w przypadku największych graczy z branży.

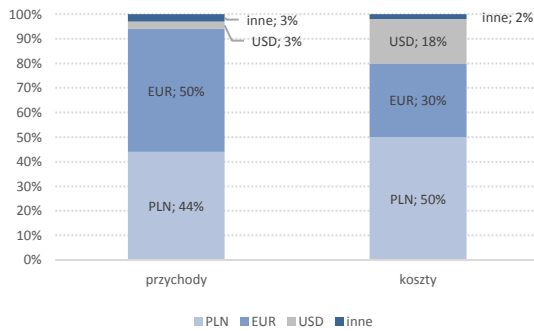
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Alcoa	7,7	7,4	7,2	2,0	1,9	1,5
Norsk Hydro	10,1	8,5	7,7	4,5	3,8	3,2
Kaiser Aluminium	12,4	12,1	12,0	7,7	7,3	6,4
Bemis	15,3	14,4	14,0	8,9	8,5	8,1
Amcor	17,2	15,6	13,7	11,2	10,3	10,7
Alumetal	7,8	7,5	7,7	6,2	5,8	5,7
Ball Corp	17,4	16,3	15,9	10,9	10,5	10,2
Wipak	24,3	23,4	22,7	12,5	11,6	11,2
Huhtamaki	14,9	13,4	12,9	9,1	8,2	7,4
Wielton	7,8	6,8	7,0	6,1	5,4	5,4
Lindab	10,8	10,1	10,1	7,2	6,5	6,3
Assa Abloy	17,2	16,0	15,2	11,9	10,9	10,3
Arconic	11,4	9,9	10,2	7,6	7,6	9,1
UACJ	8,4	7,5	5,9	8,0	7,3	7,2
Mediana	11,9	11,1	11,1	7,8	7,5	7,3
Kęty*	12,4	12,0	11,6	8,4	8,0	7,8
Premia/dyskonto do Kęt	3,8%	8,4%	4,8%	6,6%	6,4%	6,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	322,8	309,1	319,6	308,5	309,2	307,7
Waga roku	12,4	12,0	11,6	8,4	8,0	7,8
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		317,2			308,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		312,8				

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *zysk netto oczyszczony

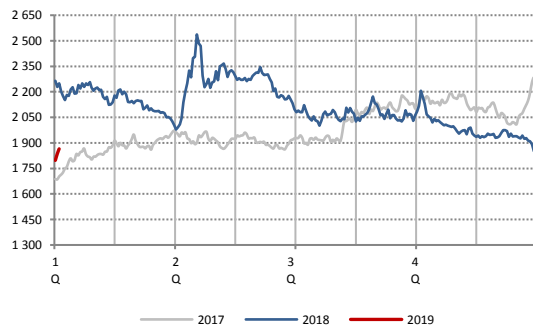
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura walutowa przychodów i kosztów Kęt w 2017 roku



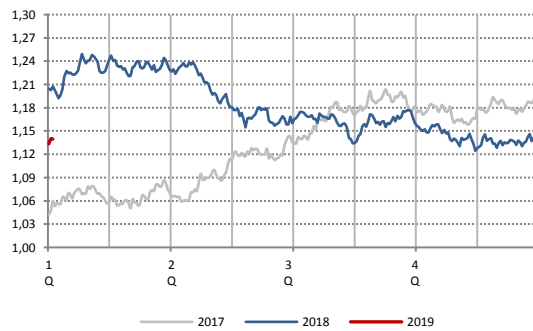
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



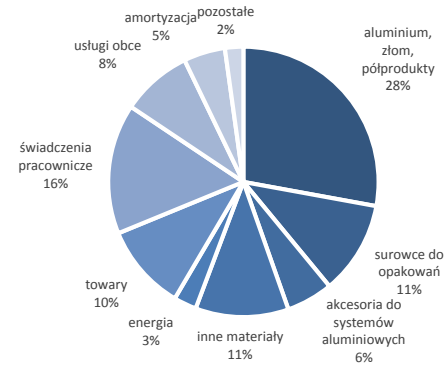
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



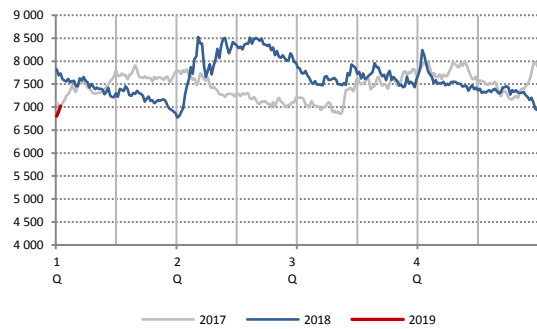
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów w 2017 roku



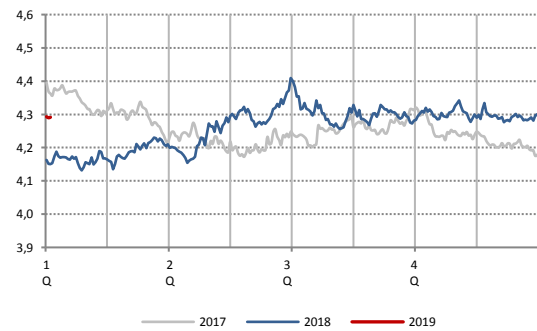
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [PLN/t]

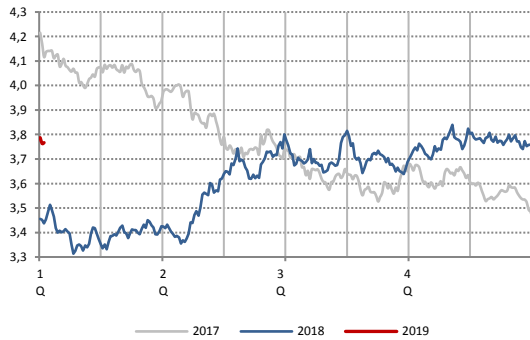


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

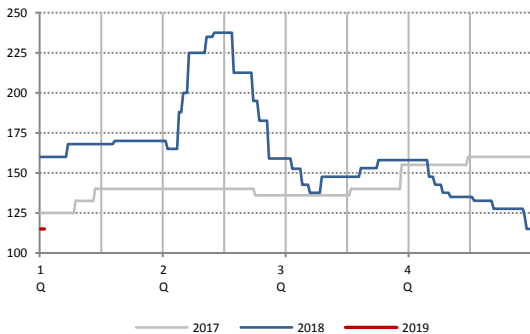
Kurs EUR/PLN



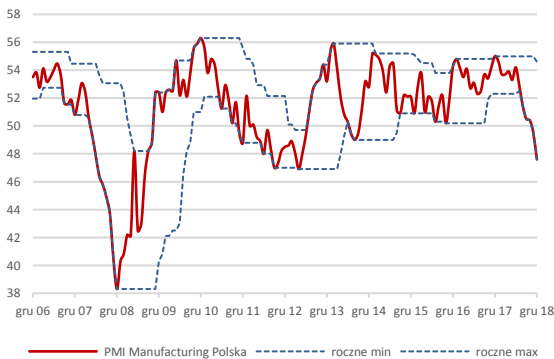
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs USD/PLN


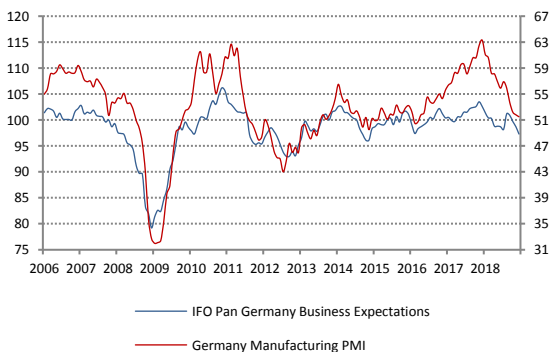
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ingot

PMI dla sektora przemysłu w Polsce


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

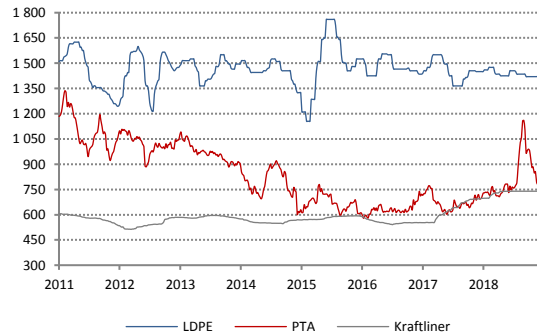
Wskaźnik oczekiwań Ifo


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Biorąc pod uwagę mix walutowy przychody/koszty dla spółki korzystne jest mocne EUR względem USD przy relatywnej słabości PLN vs EUR.

W 2017 roku wg szacunków zarządu 44% sprzedaży było realizowane w PLN, 50% w EUR a pozostałe 6% stanowiła sprzedaż rozliczana w USD, GBP oraz innych walutach. Po stronie kosztowej 50% stanowiły koszty ponoszone w PLN, 30% to koszty denominowane w EUR, 18% w USD i 2% w pozostałych walutach (GBP, UAH). W 3Q'18 relacje te były prawie identyczne po stronie przychodów (45%/50%/5%), natomiast po stronie kosztowej wzrosło znaczenie kosztów ponoszonych w EUR (do 40%), a spadło w PLN (do 43%) i USD (do 15%). Według naszych kalkulacji umocnienie PLN vs EUR o 10 groszy niesie za sobą ok. 10 mln PLN spadku EBIT/rok przy innych elementach stałych.

W USD kwotowane są ceny aluminium. Obecnie ceny są najniższe do 1Q'17 (presję na ceny powoduje m.in. niższe od oczekiwań zapotrzebowanie w Chinach oraz większy eksport metalu z tego kierunku). Także ceny w PLN są niższe r/r.

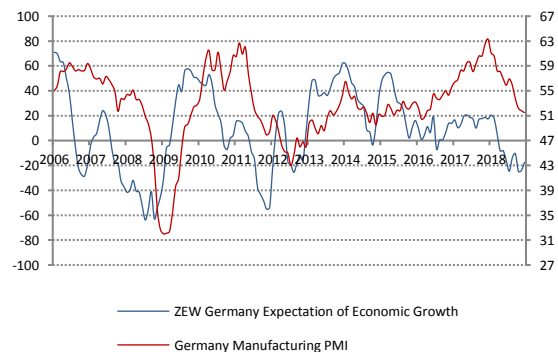
Cena polietylenu, PTA i Kraftliner [EUR/t]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE), PTA (Chiny, futures)

Po chwilowym wzroście w 2Q'18 (nałożenie sankcji na Rusal) premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME) w ostatnich miesiącach spadły już wyraźnie poniżej poziomów z 2017 roku.

Od 2016 roku w trendzie bocznym znajdowały się ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG. Ostatnia duża zmienność cen ropy wprowadziła tu jednak trochę zamieszania (m.in. na cenach PTA).

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu od początku 2018 roku znajduje się w trendzie spadkowym. Pod koniec 2018 roku wskaźnik zszedł poniżej poziom 50 pkt. Relatywnie mocniejszy spadek w tym czasie odnotowały wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec, ale znajdują się na wyższych poziomach niż w przypadku Polski. Podobne trendy pokazują obecnie wskaźniki wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki (Ifo, ZEW). Przy czym na wykresie ZEW widać próbę odbicia od wcześniejszych dołków.

Wskaźnik oczekiwań ZEW


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2020

Założenia ogólne aktualnej strategii zarządu do 2020 roku oraz prognozy na 2018 rok [mln PLN]

	2017	2018P zarząd	2018P BDM	różnica	2020P zarząd aktualnie*	2020P BDM	różnica
Przychody	2 643	2 893	2 970	3%	3 357	3 314	-1%
SWW	1 138	1 235	1 269	3%	1 458	1 435	-2%
SSA	1 131	1 235	1 282	4%	1 420	1 459	3%
SOG	625	658	705	7%	750	815	9%
inne/wyłączenia	-251	-235	-287		-271	-395	
EBIT	282	317	336	6%	360	359	0%
rentowność	10,7%	11,0%	11,3%		10,7%	10,8%	
EBITDA	421	448	461	3%	514	514	0%
SWW	150	-	168	-	169	182	8%
SSA	172	-	184	-	217	206	-5%
SOG	113	-	122	-	139	138	-1%
inne/wyłączenia	-13	-	-13	-	-11	-11	4%
rentowność	15,9%	15,5%	15,5%		15,3%	15,5%	1%
Zysk netto	237	253	264	4%	264	267	1%
rentowność	9,0%	8,7%	8,9%		7,9%	8,1%	
Dług netto	591	746	800		-	882	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *aktualizacja z października 2017 (dane wg sprawozdania zarządu za 2017 rok), ** wg prognozy zarządu z początku roku (wg szacunków na 4Q'18 dług netto ma wynieść ok 800 mln PLN – różnica wynika m.in. z wyższej dywidendy)

Obecne cele strategiczne do 2020 (z października 2017)

Na początku lutego 2017 spółka zaprezentowała aktualizację strategię do 2020 roku (pierwotną wersję prezentowano w lutym 2015 roku) – szczegółowo opisywaliśmy założenia w niej przedstawione w raporcie analitycznym z czerwca 2017 (<http://www.bdm.com.pl/file.php?id=53218>).

W październiku 2017 spółka zaktualizowała plan inwestycyjny na lata 2017-2020 oraz nieco podniosła docelowy poziom EBITDA na 2020 rok (do 514 mln PLN z 506 mln PLN). Do zakładanego wcześniej CAPEX-u dołożono: i) 35 mln PLN na budowę nowej linii do anodowania profili (projekt realizowany w 2018 roku, rozpoczęcie produkcji w 2019 roku), ii) 110 mln PLN na budowę II linii do produkcji folii BOPP (projekt realizowany w latach 2017-19 roku, rozpoczęcie produkcji w 2020 roku, pełne moce w 2022). Zrezygnowano natomiast z budowy nowej siedziby SSA (37 mln PLN).

Według założeń zaktualizowanej strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 3,36 mld PLN sprzedaży, 514 mln PLN EBITDA (15,3% marży) oraz 264 mln PLN zysku netto (założona podwyższona efektywna stopa podatku względem poprzednich lata ze względu na działalność zagraniczną oraz brak rozpoznawania aktywa podatkowego z tytułu działalności w SSE). Łączne nakłady inwestycyjne w okresie 2015-20 wyniosą po aktualizacji 1,35 mld PLN. Polityka dywidendowa zakłada przeznaczenie 60-100% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę – w prognozach zarządu założono średnio 80%, ostatnie lata wskazują jednak, że apetyty w tym zakresie ze strony akcjonariuszy są większe. Założenie makro przyjmowane przez spółkę na lata 2017-20 to EUR/PLN=4,30, USD/PLN=4,05, aluminium = 1 800 USD/t (nasze aktualne założenie przedstawiamy na stronie 3).

W naszych prognozach przyjmujemy, że spółka zrealizuje zakładane w strategii założenia EBITDA na 2020 rok. Zwracamy także uwagę, że EBITDA 2020 roku nie będzie w pełni uwzględniała inwestycji przeprowadzonych w ramach obecnej strategii – np. II linia do produkcji folii BOPP pełne moce ma uzyskać w 2022 roku. Można także spodziewać się, że CAPEX w 2020 roku będzie ostatecznie większy – zakładamy obecnie, że nowa strategia pojawi się na przestrzeni 2020 rok, więc może on już uwzględniać jakaś część nowych planów inwestycyjnych.

Nasze prognozy nie uwzględniają możliwych akwizycji, gdzie prawdopodobnie może istnieć duży potencjał do uzyskania synergii na możliwości wykorzystania istniejących struktur sprzedażowych spółki dla rozwoju komplementarnych biznesów. Ostatnio w prasie pojawiły się m.in. spekulacje o możliwości przejęcia biznesu Mercoru.

Potencjalne akwizycje

W prognozach do 2020 roku zarząd nie uwzględnia żadnych efektów z tytułu potencjalnych projektów akwizycyjnych, ale spółka rozważa dwa kierunki potencjalnych akwizycji w ramach istniejących segmentów oraz utworzenie nowego segmentu:

- SWW – akwizycje mogą dotyczyć rozwoju dotychczasowych lub nabycia nowych kompetencji w zakresie obróbki profili oraz produkcji komponentów na bazie profili aluminiowych. Potencjalne projekty mogą dotyczyć podmiotów o przychodach do 50 mln EUR,
- SSA – akwizycje mogą dotyczyć rozwoju geograficznego lub produktowego na nowych rynkach. Potencjalne projekty mogą dotyczyć podmiotów o przychodach do 20 mln EUR,
- Nowy segment – docelowo miałyby osiągnąć w 2020 roku przychody ze sprzedaży na poziomie min. 200 mln PLN.

Polityka dywidendowa

Przyjęta przez radę nadzorczą polityka dywidendowa zakłada wypłatę dywidendy na poziomie 60-100% skonsolidowanego zysku netto w okresie obowiązywania strategii. Zarząd przy ustalaniu wartości rekomendowanej dywidendy bierze pod uwagę m.in.:

- relację dług netto/EBITDA (na koniec poprzedniego roku obrotowego z maksymalnym poziomem 2,0x);
- przesunięcia czasowe otrzymywanych dywidend ze spółek zależnych
- wartość potencjalnych i możliwych do zrealizowania akwizycji,
- wartość rzeczywistych wydatków inwestycyjnych do poniesienia w roku wypłaty dywidendy.

Zarząd zakłada, że wypłata dywidendy tym w okresie obowiązywania strategii do 2020 roku ukształtuje się średnio na poziomie 80% skonsolidowanego zysku netto (w 2015, 2016 i 2017 wypłacono dywidendę na poziomie odpowiednio 80%, 81% i 102%; w 2018 przegłosowano ostatecznie 96% powyżej pierwotnie proponowanych przez zarząd 80%).

WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY ORAZ PROGNOZY

Kęty – wstępne szacunkowe wyniki 4Q'18 [mln PLN]

	4Q'17	4Q'18P BDM*	zmiana r/r	4Q'18P zarząd	4Q'18P BDM**	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	660,3	734,6	11,3%	740,0***	716,0	3,4%
EBITDA	82,1	89,0	8,4%	89,0	91,0	-2,2%
EBIT	51,3	58,0	13,0%	58,0	59,3	-2,1%
Zysk (strata) brutto	50,1	52,0	3,8%	52,0	54,5	-4,6%
Zysk (strata) netto	40,1	56,0	39,5%	56,0	57,9	-3,2%
Marża EBITDA	12,4%	12,1%		12,0%	12,7%	
Marża EBIT	7,8%	7,9%		7,8%	8,3%	
Marża netto	6,1%	7,6%		7,6%	8,1%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka, * aktualne założenia, ** założenie z 21/11/2018,

*** spółka prezentuje przychody ze sprzedaży łącznie z pozostałymi przychodami operacyjnymi

Spółka podała już szacunkowe wyniki za 4Q'18 w drugiej połowie grudnia. Przychody są wyższe o ok. 12% r/r (w SWW o 12%, SSA o 15%, SOG o 7% - są to dynamiki, które mieszczą się w widełkach podawanych przez spółkę w założeniach po prezentacji wyników za 3Q'18). EBITDA urosła z 82 mln PLN do 89 mln PLN. Wynik na tym poziomie jest minimalnie słabszy od naszych oczekiwań, które kształtowały się w okolicy 91 mln PLN (rekomendacja z 21/11/2018). Zakładamy, że głównie do poprawy r/r kontrybuował segment SSA, który miał relatywnie niską bazę z 4Q'17. Wynik netto został wsparty przez zapowiadane już wcześniej uwzględnienie aktywa podatkowego z SSE (ostatecznie w kwocie 13 mln PLN). Zwracamy uwagę, że podstawę do wypłaty dywidendy stanowi zysk raportowany. Dług netto po 2018 roku to ok. 800 mln PLN (+14 mln PLN q/q, spółce najprawdopodobniej nie udało się przekroczyć w takiej sytuacji 300 mln PLN CAPEX-u).

W całym roku zarząd spółki zakładał wzrost EBITDA z 421 mln PLN do 448 mln PLN. Przyjmując szacunki z 4Q'18 spółka wypracowałaby ok 461 mln PLN EBITDA w całym roku, czyli ok. 3% powyżej prognoz zarządu z początku roku. Jest to najwyższy wynik w historii spółki. Po bardzo udanym okresie 1H'18 wydaje się, że oczekiwania rynku były jednak nieco większe (zarząd z czasem zaczął tonować nastroje, w których przebiegały się spekulacja o podniesieniu prognoz przez spółkę).

Wykonanie prognoz na 2018 rok [mln PLN]

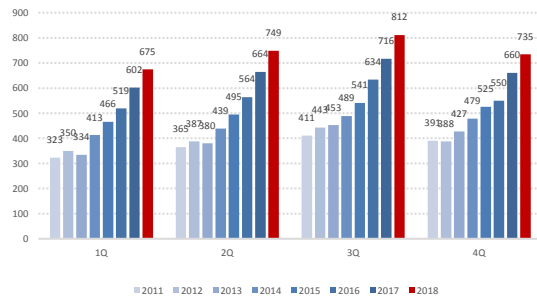
	2017	2018P		2018P prognoza zarządu*	odchylenie
		szacunki zarządu	zmiana r/r		
Przychody	2 642,6	2 975,1	12,6%	2 893,0	2,8%
EBITDA	421,2	460,9	9,4%	448,0	2,9%
EBIT	301,2	336,3	11,6%	317,0	6,1%
Zysk brutto	294,0	314,5	7,0%	295,0	6,6%
Zysk netto	236,9	264,1	11,5%	253,0	4,4%
Marża EBITDA	15,9%	15,5%		15,5%	
Marża EBIT	11,4%	11,3%		11,0%	
Marża zysku netto	9,0%	8,9%		8,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *oficjalna prognoza zarządu na 2018 rok

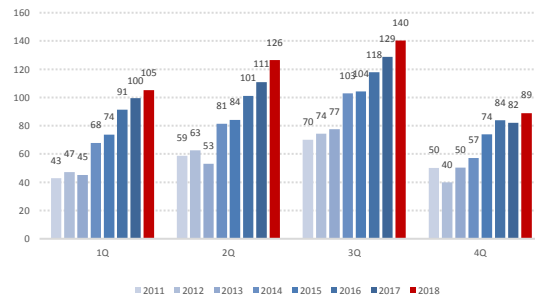
Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P**
Razem															
Sprzedaż	494,9	541,1	525,2	519,0	564,2	633,9	550,3	601,5	664,3	716,5	660,3	674,8	748,8	811,5	734,6
zmiana r/r	12,8%	10,7%	9,7%	11,4%	14,0%	17,2%	4,8%	15,9%	17,7%	13,0%	20,0%	12,2%	12,7%	13,3%	11,3%
EBITDA	84,2	104,4	73,9	91,4	101,1	117,8	83,8	99,5	110,9	128,7	82,1	105,1	126,4	140,3	89,0
marża	17,0%	19,3%	14,1%	17,6%	17,9%	18,6%	15,2%	16,5%	16,7%	18,0%	12,4%	15,6%	16,9%	17,3%	12,1%
SWW															
Sprzedaż ogółem	215,0	228,5	175,5	197,5	229,8	273,6	231,3	272,7	298,5	305,0	261,7	296,4	327,9	351,9	293,2
zmiana r/r	22%	14%	-9%	-2%	7%	20%	32%	38%	30%	11%	13%	9%	10%	15%	12%
Sprzedaż na zewn.	155,1	164,5	140,2	157,4	179,5	211,7	185,9	220,0	227,8	236,0	207,9	232,5	255,1	274,0	225,8
zmiana r/r	18%	14%	-6%	0%	16%	29%	33%	40%	27%	12%	12%	6%	12%	16%	9%
EBITDA	21,5	31,4	23,1	27,9	39,7	48,0	23,7	32,7	38,8	48,3	30,2	38,8	50,2	48,7	30,8
marża	10,0%	13,7%	13,2%	14,1%	17,3%	17,5%	10,2%	12,0%	13,0%	15,8%	11,5%	13,1%	15,3%	13,8%	10,5%
SOG															
Sprzedaż ogółem	103,9	109,2	114,7	122,1	117,0	130,7	128,8	147,5	150,2	161,6	165,6	178,4	170,0	178,7	177,9
zmiana r/r	13%	9%	11%	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%	7%
Sprzedaż na zewn.	103,9	109,1	114,6	122,1	116,9	130,6	128,7	147,5	150,2	161,6	165,5	178,4	170,0	178,7	177,9
zmiana r/r	13%	9%	11%	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%	7%
EBITDA	25,2	25,7	20,2	23,1	24,0	28,1	29,2	28,5	27,1	32,3	24,6	30,3	29,8	34,1	27,7
marża	24,2%	23,5%	17,6%	18,9%	20,6%	21,5%	22,7%	19,3%	18,0%	20,0%	14,9%	17,0%	17,5%	19,1%	15,6%
SSA+SUB+SAB*															
Sprzedaż ogółem	238,8	281,7	304,1	240,3	268,7	293,0	237,0	235,1	287,8	320,1	288,1	264,9	324,8	360,0	332,5
zmiana r/r	10%	13%	31%	18%	13%	4%	-22%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	12%	15%
Sprzedaż na zewn.	232,4	263,4	267,3	239,4	267,7	291,6	235,7	234,0	286,3	318,8	286,8	263,9	323,6	358,8	330,9
zmiana r/r	10%	10%	20%	22%	15%	11%	-12%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	13%	15%
EBITDA	37,5	50,2	40,6	42,9	39,4	47,8	30,2	40,2	49,6	54,6	27,7	38,8	52,7	58,9	33,1
marża	16,1%	19,1%	15,2%	17,9%	14,7%	16,4%	12,8%	17,2%	17,3%	17,1%	9,7%	14,7%	16,3%	16,4%	10,0%
Inne + wyłączenia															
Sprzedaż ogółem	6,0	6,8	6,0	3,0	3,0	3,5	4,3	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	3,8	3,8
zmiana r/r	-18%	-5%	-13%	-59%	-49%	-48%	-29%	17%	16%	4%	-14%	8%	10%	6%	2%
Sprzedaż na zewn.	3,5	4,0	3,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
zmiana r/r	-31%	-12%	-30%	-99%	-98%	-99%	-99%	-31%	-31%	60%	67%	66%	32%	5%	-46%
EBITDA	-0,1	-2,9	-10,0	-2,5	-2,0	-6,0	0,7	-1,9	-4,5	-6,5	-0,4	-2,8	-6,3	-1,3	-2,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, marża EBITDA liczona do sprzedaży ogółem, *od 2Q'16 spółka połączyła segmenty, przeliczyliśmy skonsolidowane wyniki wstecz dodając do siebie wyniki segmentów, **prognozy BDM na bazie szacunkowych prognoz spółki z 19.12.2018

Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'18 – dane szacunkowe

EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'18 – dane szacunkowe

Progniza wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P*	2018P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody ze sprzedaży	601,5	664,3	716,5	660,3	2 642,6	674,8	748,8	811,5	734,6	2 969,8	695,6	757,0	846,2	761,2	3 060,0
zmiana r/r	15,9%	17,7%	13,0%	20,0%	16,5%	12,2%	12,7%	13,3%	11,3%	12,4%	3,1%	1,1%	4,3%	3,6%	3,0%
EBITDA	99,5	110,9	128,7	82,1	421,2	105,1	126,4	140,3	89,0	460,8	109,8	134,4	146,2	96,4	486,8
zmiana r/r	8,9%	9,7%	9,2%	-2,1%	6,9%	5,6%	14,0%	9,0%	8,4%	9,4%	4,5%	6,3%	4,2%	8,4%	5,6%
EBIT	69,8	81,4	98,7	51,3	301,2	74,5	94,5	109,2	58,0	336,2	76,1	98,9	111,1	60,7	346,7
Saldo finansowe	-0,6	-1,6	-3,7	-1,3	-7,2	-5,2	-5,0	-5,5	-6,0	-21,7	-6,8	-6,8	-6,8	-6,8	-27,2
Zysk (strata) brutto	69,2	79,8	95,0	50,1	294,0	69,3	89,5	103,7	52,0	314,5	69,2	92,1	104,3	53,8	319,5
Zysk (strata) netto	54,7	64,8	77,3	40,1	236,9	53,3	71,7	83,2	56,0	264,1	56,1	74,6	84,5	50,6	265,8
Marża EBITDA	16,5%	16,7%	18,0%	12,4%	15,9%	15,6%	16,9%	17,3%	12,1%	15,5%	15,8%	17,7%	17,3%	12,7%	15,9%
Marża EBIT	11,6%	12,3%	13,8%	7,8%	11,4%	11,0%	12,6%	13,5%	7,9%	11,3%	10,9%	13,1%	13,1%	8,0%	11,3%
Marża zysku netto	9,1%	9,8%	10,8%	6,1%	9,0%	7,9%	9,6%	10,2%	7,6%	8,9%	8,1%	9,9%	10,0%	6,6%	8,7%

Źródło: BDM S.A., spółka, *na bazie szacunków zarządu za 4Q'18

2019

W 2018 roku spółka wypracowała wyniki lepsze niż w prognozie zarządu przedstawionej na początku tamtego roku. EBITDA wyniosła ok. 461 mln PLN vs zakładane 448 mln PLN (w 2017 roku Kęty miały 421 mln PLN EBITDA). Dobra koniunktura w 1H'18 mogła jednak budzić większe oczekiwania rynku. Zwracamy uwagę, że chociaż w 4Q'18 zanotowano poprawę EBITDA o 9% r/r, to 4Q'17 stanowił dość niską bazę. W 4Q'16 spółka miała 84 mln PLN wyniku, więc poprawa na przestrzeni 2 lat nie wygląda już tak imponująco.

W komunikacie dotyczącym szacunkowych wyników 4Q'18 spółka podała, że popyt na rynku utrzymuje się nadal na wysokim poziomie, ale np. w SWW średnia długość oczekiwania na zamówienia na europejskim rynku powróciła do standardowo notowanych poziomów (3-4 tygodnie). Szacowany wzrost zapotrzebowania na profile aluminiowe w Europie w 2019 roku ma wynieść co najmniej 2%. W SSA i SOG zdaniem spółki popyt utrzymuje się na wysokim poziomie, a prognozy na 2019 rok wskazują na stabilny kilkuprocentowy wzrost.

Naszym zdaniem zaprezentowanych komunikat stanowi punkt wyjścia do zaprezentowania raczej umiarkowane optymistycznych prognoz na 2019 rok. Obecny konsensus na poziomie EBITDA na 2019 rok wynosi 490 mln PLN, czyli ok. 6% r/r. Obecnie trudno nam oczekiwać, że w rocznej prognozie zarząd będzie celował w rezultaty z programu motywacyjnego. Jednym z elementów programu motywacyjnego z przyjęty w kwietniu 2015 roku jest 3-letni wzrost EBITDA o 33%, a dokładnie o 28,7%, ponieważ wystarczający jest 87% próg wykonania wzrostu. W 2016 roku EBITDA wyniosła 394 mln PLN, co oznaczałoby, w 2019 roku wynik powinien wynieść min. 507 mln PLN. Uważamy, że przy publikacji prognoz na 2019 rok zarząd podkreśli dobrą sytuację spółki, ale może też zwrócić większą uwagę na słabszą koniunkturę na rynkach eksportowych (spółka ma sporą ekspozycję na eksport - bezpośrednio ok. 45%, a pośrednio więcej, biorąc pod uwagę, że część krajowych odbiorców także kieruje swoje końcowe wyroby na rynki zagraniczne). W naszej prognozie zakładamy obecnie na 2019 rok EBITDA na poziomie 487 mln PLN, czyli nieco poniżej konsensusu.

Głównym motorem napędowym wzrostu wolumenów w 2019 roku powinny być uruchamianie inwestycji w SWW. Pytanie po jakiej rentowności uda się je uplasować na rynku. W SWW dotychczasowe moce produkcyjne były już na wyczerpaniu, ale jest to segment dość wrażliwy na koniunkturę gospodarczą (szczególnie w eksporcie). Na przestrzeni 4Q'18 doszła nowa prasa do stopów miękkich (max moce ok. 10 tys ton rocznie), która stopniowo powinna dodawać nowe wolumeny w kolejnych kwartałach. W połowie przyszłego roku powinna także zakończyć się inwestycja w nową prasę do stopów twardych (ok. 5 tys ton nowych mocy). Zakładamy, że dobrze będzie radzić sobie nadal SSA (w 2018 roku wprowadzono na rynek podwyżki cen, natomiast ostatnie miesiące przynoszą dość niskie ceny aluminium). W SSA spodziewamy się stabilnego rozwoju w Polsce. Rynki zagraniczne stanowią duży potencjał dla spółki (oferta znajduje coraz szersze uznanie), jednak obawy może rodzić słabsza koniunktura (m.in. w UK po Brexicie). W SOG do kolejnego wzrostu mocy powinno dojść na przełomie 2019/20, kiedy pojawi się II linia BOPP (I uruchomiono na przełomie 2016/17). Spółka ma relatywnie niską ekspozycję na koszty energii/gazu, obecnie ok. 17 mln PLN kwartalnie (z czego ok. 60% to energia elektryczna) – trudno powiedzieć jak finalnie zostanie rozstrzygnięta sprawa cen na 2019 rok, jednak nawet wcześniej zakładane podwyżki w 2019 roku powinny być do przeniesienia w końcowej cenie produktów na rynek.

2020

Ścieżka poprawy wyników powinna być zachowana w 2020 roku, m.in. ze względu na dalsze efekty wspomnianych wcześniej inwestycji. Według założeń obecnej strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 3,36 mld PLN sprzedaży, 514 mln PLN EBITDA (15,3% marży). Z bieżącej perspektywy cele wydają się realistyczne do wykonania (wzrost EBITDA o ok. 50-55 mln PLN na przestrzeni dwóch lat vs 2018 rok).

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2019		odchylenie	2019		odchylenie
	konsensus	BDM		konsensus	BDM	
Przychody	3 196,5	3 060,0	-4,3%	3 382,3	3 313,6	-2,0%
EBITDA	489,7	486,8	-0,6%	520,2	514,2	-1,2%
EBIT	357,0	346,7	-2,9%	364,0	359,3	-1,3%
Zysk (strata) netto	274,0	265,8	-3,0%	276,3	266,9	-3,4%
Dług netto	821,8	864,4	5,2%	825,2	881,5	6,8%
Marża EBITDA	15,3%	15,9%		15,4%	15,5%	
Marża EBIT	11,2%	11,3%		10,8%	10,8%	
Marża zysku netto	8,6%	8,7%		8,2%	8,1%	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

Skorygowane prognozy wyników na lata 2018-2020 rok [mln PLN]

	2018P		zmiana	2018P zarząd		2019P			2020P		
	poprzednio*	aktualnie		prognoza	odchylenie BDM	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	2 951,1	2 969,8	0,6%	2 893,0	2,7%	3 105,3	3 060,0	-1,5%	3 354,1	3 313,6	-1,2%
EBITDA	462,9	460,8	-0,4%	448,0	2,9%	493,0	486,8	-1,3%	516,5	514,2	-0,5%
EBIT	337,5	336,2	-0,4%	317,0	6,1%	353,7	346,7	-2,0%	362,3	359,3	-0,8%
Zysk (strata) netto	266,0	264,1	-0,7%	253,0	4,4%	273,6	265,8	-2,9%	269,5	266,9	-0,9%
Marża EBITDA	15,7%	15,5%		15,5%		15,9%	15,9%		15,4%	15,5%	
Marża EBIT	11,4%	11,3%		11,0%		11,4%	11,3%		10,8%	10,8%	
Marża zysku netto	9,0%	8,9%		8,7%		8,8%	8,7%		8,0%	8,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 21.11.2018

Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2018-2028

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	2 027,1	2 267,4	2 642,6	2 969,8	3 060,0	3 313,6	3 464,9	3 588,3	3 699,5	3 794,8	3 884,1	3 975,0	4 067,6	4 146,9
SOG	435,0	498,5	624,9	705,0	728,1	814,6	877,6	922,6	941,1	959,9	979,1	998,7	1 018,6	1 039,0
SWW	820,7	932,3	1 137,9	1 269,4	1 291,7	1 434,5	1 486,5	1 534,3	1 598,1	1 643,4	1 688,8	1 734,9	1 781,6	1 811,1
SSA	1 027,9	1 039,0	1 131,1	1 282,2	1 370,0	1 459,1	1 502,8	1 540,4	1 578,9	1 618,4	1 650,7	1 683,8	1 717,4	1 751,8
Inne	26,1	13,8	14,4	15,3	15,6	15,9	16,3	16,6	16,9	17,3	17,6	18,0	18,3	18,7
Korekty	-282,6	-216,2	-265,8	-302,1	-345,3	-410,5	-418,3	-425,6	-435,5	-444,1	-452,2	-460,3	-468,4	-473,7
zmiana r/r	11,4%	11,9%	16,5%	12,4%	3,0%	8,3%	4,6%	3,6%	3,1%	2,6%	2,4%	2,3%	2,3%	1,9%
SOG	9,4%	14,6%	25,4%	12,8%	3,3%	11,9%	7,7%	5,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SWW	12,3%	13,6%	22,1%	11,6%	1,8%	11,1%	3,6%	3,2%	4,2%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	1,7%
SSA	16,3%	1,1%	8,9%	13,4%	6,9%	6,5%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inne	-9,4%	-47,0%	4,3%	6,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA [mln PLN]	336,2	394,2	421,2	460,8	486,8	514,2	527,1	538,1	546,3	553,3	559,5	565,7	572,0	579,6
SOG	94,5	104,5	112,5	121,8	126,1	137,9	144,1	148,3	150,7	153,2	155,6	158,2	160,7	163,3
SWW	98,9	139,2	150,0	168,5	173,9	182,0	184,7	188,3	191,9	193,8	195,6	197,5	199,3	201,2
SSA	157,0	160,2	172,0	183,5	198,2	205,6	209,9	213,3	215,6	218,7	220,7	222,9	225,1	228,6
Inne	-14,2	-9,8	-13,4	-13,0	-11,4	-11,3	-11,5	-11,8	-12,0	-12,2	-12,5	-12,8	-13,1	-13,4
korekty	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	1 438,8	1 596,6	1 697,3	1 705,1	1 731,1	1 753,9	1 773,6	1 790,4	1 804,8	1 816,9	1 836,2	1 853,3
Wartości niematerialne i prawne	65,5	63,2	60,7	58,0	58,2	58,6	59,1	59,5	59,9	60,3	60,7	61,1
Rzeczowe aktywa trwałe	1 240,3	1 398,0	1 502,0	1 520,3	1 554,3	1 584,9	1 612,4	1 637,2	1 659,7	1 680,0	1 698,3	1 715,0
Pozostałe aktywa trwałe	133,0	135,3	134,6	126,7	118,6	110,4	102,1	93,7	85,2	76,7	77,2	77,2
Aktywa obrotowe	1 060,5	1 193,1	1 199,8	1 304,1	1 362,6	1 427,2	1 459,4	1 495,8	1 532,8	1 571,6	1 608,1	1 649,1
Zapasy	457,8	518,3	521,6	573,0	602,6	627,7	653,1	674,6	695,3	716,3	737,9	754,4
Należności krótkoterminowe	514,2	585,7	603,5	653,5	683,4	707,7	729,6	748,4	766,0	784,0	802,2	817,9
Inwestycje krótkoterminowe	88,5	89,0	74,7	77,5	76,6	91,8	76,7	72,8	71,6	71,3	68,0	76,9
- w tym środki pieniężne	78,9	79,5	65,1	67,9	67,0	82,3	67,2	63,2	62,0	61,7	58,4	67,3
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	2 499,4	2 789,6	2 897,1	3 009,2	3 093,8	3 181,1	3 233,0	3 286,3	3 337,6	3 388,5	3 444,3	3 502,4
Kapitał (fundusz) własny	1 362,8	1 398,4	1 452,9	1 507,2	1 570,0	1 639,0	1 712,3	1 789,8	1 871,1	1 956,7	2 046,7	2 142,7
Kapitał (fundusz) podstawowy	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7
Zysk z lat ubiegłych	1 266,4	1 037,9	1 090,7	1 143,9	1 198,2	1 261,0	1 330,0	1 403,3	1 480,8	1 562,1	1 647,6	1 737,7
Zysk (strata) netto	0,0	264,1	265,8	266,9	275,4	281,6	286,0	290,1	294,0	298,2	302,7	308,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 136,0	1 390,6	1 443,6	1 501,4	1 523,2	1 541,6	1 520,1	1 495,9	1 465,9	1 431,3	1 397,0	1 359,1
Rezerwy na zobowiązania	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3
Zobowiązania długoterminowe	181,0	181,0	181,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	179,4	179,4	179,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4
Zobowiązania krótkoterminowe	832,0	1 086,7	1 139,7	1 177,4	1 199,2	1 217,6	1 196,2	1 171,9	1 142,0	1 107,4	1 073,1	1 035,2
- w tym zobowiązania oprocentowane	490,1	700,1	750,1	750,1	750,1	750,1	710,1	670,1	625,1	575,1	525,1	475,1
Pasywa razem	2 499,4	2 789,6	2 897,1	3 009,2	3 093,8	3 181,1	3 233,0	3 286,3	3 337,6	3 388,5	3 444,3	3 502,4

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	2 642,6	2 969,8	3 060,0	3 313,6	3 464,9	3 588,3	3 699,5	3 794,8	3 884,1	3 975,0	4 067,6	4 146,9
EBITDA	421,2	460,8	486,8	514,2	527,1	538,1	546,3	553,3	559,5	565,7	572,0	579,6
EBIT	301,2	336,2	346,7	359,3	370,5	378,1	383,1	387,3	390,8	394,8	399,0	404,8
Saldo działalności finansowej	-7,2	-21,7	-27,2	-29,8	-30,4	-30,4	-30,0	-29,1	-27,9	-26,7	-25,3	-23,8
Zysk (strata) brutto	294,0	314,5	319,5	329,5	340,1	347,7	353,1	358,2	362,9	368,1	373,7	381,0
Zysk (strata) netto	236,9	264,1	265,8	266,9	275,4	281,6	286,0	290,1	294,0	298,2	302,7	308,6

CF [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	276,1	317,0	413,2	393,3	430,5	446,9	456,5	467,0	473,7	478,5	474,1	484,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-187,3	-279,5	-241,1	-170,2	-190,4	-190,6	-190,8	-191,0	-191,2	-191,4	-191,6	-191,7
Przepływy z działalności finansowej	-84,8	-37,0	-186,5	-220,3	-241,0	-241,1	-280,8	-279,9	-283,7	-287,3	-285,9	-284,4
Przepływy pieniężne netto	4,0	0,6	-14,4	2,8	-0,9	15,2	-15,1	-3,9	-1,2	-0,2	-3,3	8,9
Środki pieniężne na początek okresu	74,9	78,9	79,5	65,1	67,9	67,0	82,3	67,2	63,2	62,0	61,7	58,4
Środki pieniężne na koniec okresu	78,9	79,5	65,1	67,9	67,0	82,3	67,2	63,2	62,0	61,7	58,4	67,3

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	12,4%	3,0%	8,3%	4,6%	3,6%	3,1%	2,6%	2,4%	2,3%	2,3%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	9,4%	5,6%	5,6%	2,5%	2,1%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,3%
EBIT zmiana r/r	11,6%	3,1%	3,6%	3,1%	2,1%	1,3%	1,1%	0,9%	1,0%	1,1%	1,5%
Zysk netto zmiana r/r	11,5%	0,6%	0,4%	3,2%	2,2%	1,5%	1,5%	1,3%	1,4%	1,5%	1,9%
Marża EBITDA	15,5%	15,9%	15,5%	15,2%	15,0%	14,8%	14,6%	14,4%	14,2%	14,1%	14,0%
Marża EBIT	11,3%	11,3%	10,8%	10,7%	10,5%	10,4%	10,2%	10,1%	9,9%	9,8%	9,8%
Marża brutto	10,6%	10,4%	9,9%	9,8%	9,7%	9,5%	9,4%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%
Marża netto	8,9%	8,7%	8,1%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,4%	7,4%
ROE	19,1%	18,6%	18,0%	17,9%	17,6%	17,1%	16,6%	16,1%	15,6%	15,1%	14,7%
ROA	9,5%	9,2%	8,9%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Dług	879,4	929,4	949,4	949,4	949,4	909,4	869,4	824,4	774,4	724,4	674,4
D / (D+E)	31,5%	32,1%	31,6%	30,7%	29,8%	28,1%	26,5%	24,7%	22,9%	21,0%	19,3%
D / E	46,0%	47,2%	46,1%	44,3%	42,5%	39,1%	36,0%	32,8%	29,6%	26,6%	23,8%
Odsetki / EBIT	-6,5%	-7,8%	-8,3%	-8,2%	-8,0%	-7,8%	-7,5%	-7,1%	-6,8%	-6,3%	-5,9%
Dług / kapitał własny	62,9%	63,9%	63,0%	60,5%	57,9%	53,1%	48,6%	44,0%	39,6%	35,4%	31,5%
Dług netto	800,0	864,4	881,5	882,4	867,2	842,3	806,2	762,5	712,7	666,0	607,1
Dług netto / kapitał własny	57,2%	59,5%	58,5%	56,2%	52,9%	49,2%	45,0%	40,7%	36,4%	32,5%	28,3%
Dług netto / EBITDA	1,7	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,0
Dług netto / EBIT	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	1,8	1,7	1,5
EV	4 007,1	4 071,5	4 088,6	4 089,5	4 074,3	4 049,4	4 013,3	3 969,6	3 919,8	3 873,1	3 814,2
Dług / EV	21,9%	22,8%	23,2%	23,2%	23,3%	22,5%	21,7%	20,8%	19,8%	18,7%	17,7%
CAPEX / Przychody	9,4%	7,9%	5,1%	5,5%	5,3%	5,2%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%
CAPEX / Amortyzacja	224,7%	172,4%	110,1%	121,8%	119,4%	117,1%	115,2%	113,5%	112,1%	110,9%	109,8%
Amortyzacja / Przychody	4,2%	4,6%	4,7%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	0,6%	2,0%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,7%	21,1%	26,1%	25,9%	26,1%	26,9%	26,8%	27,0%	27,0%	27,0%	26,3%
Wskaźniki rynkowe	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	12,1	12,1	12,0	11,6	11,4	11,2	11,1	10,9	10,8	10,6	10,4
P/BV*	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
P/CE*	8,2	7,9	7,6	7,4	7,3	7,1	7,0	6,9	6,8	6,7	6,6
EV/EBITDA*	8,7	8,4	8,0	7,8	7,6	7,4	7,3	7,1	6,9	6,8	6,6
EV/EBIT*	11,9	11,7	11,4	11,0	10,8	10,6	10,4	10,2	9,9	9,7	9,4
EV/S*	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
BVPS	146,1	151,8	157,5	164,1	171,3	178,9	187,0	195,5	204,4	213,9	223,9
EPS	27,6	27,8	27,9	28,8	29,4	29,9	30,3	30,7	31,1	31,6	32,2
CEPS	40,6	42,4	44,1	45,1	46,1	46,9	47,7	48,3	49,0	49,7	50,5
DPS	23,9	22,1	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Payout ratio	96,5%	80,0%	80,0%	79,7%	77,2%	75,5%	74,4%	73,3%	72,3%	71,3%	70,2%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 335,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa, strategia

Krzystian Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	334,3	akumuluj	343,8	07.01.2019	15:11 CEST	335,0	58 616
akumuluj	343,8	redukuj	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	21.11.2018	13:25 CEST	319,5	56 129
redukuj	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	17.05.2018	15:02 CEST	365,0	59 600
trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	19.06.2017	11:45 CEST	437,7	61 060
akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	akumuluj	310,6	02.06.2016		313,0	44 638
akumuluj	310,6	trzymaj	305,0	11.02.2016		280,1	43 859
trzymaj	305,0	trzymaj	193,9	17.08.2015		325,0	52 500
trzymaj	193,9	akumuluj	187,5	08.11.2013		197,4	53 317
akumuluj	187,5	akumuluj	162,8	20.08.2013		170,3	49 334
akumuluj	162,8	trzymaj	127,7	08.03.2013		141,0	46 939
trzymaj	127,7	akumuluj	131,9	17.08.2012		117,0	42 126
akumuluj	131,9	trzymaj	107,6	11.04.2012		117,0	40 302
trzymaj	107,6	redukuj	112,2	04.11.2011		101,5	41 560
redukuj	112,2	trzymaj	118,3	15.07.2011		122,0	47 699
trzymaj	118,3	redukuj	103,2	05.11.2010		119,7	47 040
redukuj	103,2	akumuluj	118,7	16.02.2010		117,5	38 760
akumuluj	118,7	kupuj	103,4	09.11.2009		107,5	39 277
kupuj	103,4	redukuj	52,6	18.08.2009		86,0	35 000
redukuj	52,6	-	-	27.02.2009		58,9	22 160

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'19*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	0	0%	1	50%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	100%	1	50%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 07.01.2019 roku (15:11 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.01.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi publiczności inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 07.01.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika 1 do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.