

KĘTY

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka pokazała bardzo dobre wyniki za 1Q'16. EBITDA wzrosła o 24% r/r (91 mln PLN, +18 mln PLN r/r). W prognozie rocznej zarząd zakłada rezultat EBITDA na poziomie 360 mln PLN, co przełożyłoby się na +23 mln PLN wzrostu r/r. Po 1Q'16 spółka wykonała około 74% założonego przyrostu. Dobre rozpoczęcie roku oraz optymistyczne podejście zarządu do 2Q'16 skłaniają nas do podniesienia naszych wcześniejszych prognoz na 2016 rok (obecnie zakładamy 372 mln PLN EBITDA). Zwracamy uwagę, że obowiązująca na lata 2015-20 strategia implikowała poziom 360-370 mln PLN dopiero na 2017 rok. Model aktualizujemy o przejęcie spółki Aha Emmi na Słowenii w segmencie SWW. W porównaniu do poprzedniej rekomendacji wzrosła mediana wycen spółek z grupy porównawczej. Skłaniamy się do podtrzymania zalecenia Akumuluj i podniesienia ceny docelowej do 344,6 PLN.

W 1Q'16 przychody wyniosły 519 mln PLN, EBITDA 91 mln PLN a zysk netto 54 mln PLN (w 1Q'15 było to odpowiednio: 466 / 74 / 35 mln PLN). Segment Systemów Aluminiowych odnotował wzrost przychodów o ok. 33%, Segment Opakowań Giętkich o ok. 14% a Segment Wyróbów Wyciskanych spadł o 2% (wolumen: +6%). Spółka przedstawiła optymistyczne podejście na 2Q'16. SSA ma wzrosnąć o 10-15%, SOG o 15% a w SWW można oczekiwać nieznacznego spadku przychodów, biorąc pod uwagę niższe ceny aluminium r/r. Dług netto w 2Q'16 ma wzrosnąć o 20-30 mln PLN (większego przyrostu można oczekiwać w 2H'16 ze względu na dywidendę i wzrost CAPEX-u).

Od strony makro spółce nadal sprzyja kombinacja wysokiego kursu EUR/PLN (dotychczas w 2016 roku średnia +6% r/r) i niskiej ceny aluminium wyrażonej w PLN (średnia -11% r/r). Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu wykazuje w ostatnich miesiącach brak wyraźnego trendu, jednak utrzymuje się powyżej granicznego poziomu 50 pkt. Dość niskie są ostatnie odczyty wskaźników wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki (ZEW, Ifo), przy czym są to poziomy, przy których zakreślały one w poprzednich cyklach w górę.

Ostatecznie uchwalona wysokość dywidendy jest wyższa niż proponował pierwotnie zarząd i wyniesie 18,0 PLN/akcję (div yield 5,8%). Dzień dywidendy to 15 lipca 2016. Zakładamy, że w kolejnych latach ten poziom będzie utrzymywany, co będzie dawać nieco wyższe wartości niż wynikałoby to z założeń strategii (60% raportowanego zysku netto, w 2017 implikowałoby to DPS=15,6 PLN). Miejsca na dywidendę po 2016 roku będzie naszym zdaniem sporo – kulminacja wydatków inwestycyjnych w aktualnej strategii 2015-20 przypada właśnie na bieżący rok. Alternatywnym do jeszcze wyższych dywidend scenariuszem jest sygnalizowana przez zarząd możliwość akwizycji podmiotów w segmentach SWW i SSA. Zakładamy, że spółka będzie poszukiwać małych podmiotów, gdzie możliwe będzie uzyskanie prostych efektów synergii. Do pierwszej transakcji powinno dojść na przełomie 2/3Q'16. Kęty ma warunkową umowę nabycia podmiotu w Słowenii, który dostarcza profile aluminiowe do AGD, mebli i wykończenia wnętrz. Wartość transakcji jest niewielka: 2,5 mln EUR plus 7,1 mln EUR długu. Podmiot generuje ok. 23 mln EUR przychodów i 0,7 mln EUR EBITDA – przy czym przy wsparciu operacyjnym branżowego podmiotu wyniki te mają szansę w znaczący sposób się poprawić (Kęty w SWW osiągają 11-12% marży EBITDA).

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 820	2 027	2 250	2 436	2 692	2 927
EBITDA [mln PLN]	309,3	336,2	371,7	396,3	433,8	478,0
EBIT [mln PLN]	224,6	244,4	261,8	269,3	289,3	323,4
Zysk netto [mln PLN]	169,0	209,8	246,6	202,3	218,8	248,2
Zysk netto skoryg. [mln PLN]*	163,5	185,9	196,6	202,3	218,8	248,2
P/BV	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0
P/E	17,4	14,1	12,0	14,6	13,5	11,9
P/E skoryg.*	18,0	15,9	15,1	14,6	13,5	11,9
EV/EBITDA	10,1	9,5	9,4	8,9	8,0	7,0
EV/EBIT	13,8	13,1	13,4	13,1	12,0	10,4

*przy założeniu stawki podatku 19%

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministerstwa Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 344,6 PLN

(W TYM 18,0 PLN DYWIDENDY*)

02 CZERWCA 2016

Wycena DCF [PLN]	349,0
Wycena porównawcza [PLN]	334,1
Wycena końcowa [PLN]	344,6
Potencjał do wzrostu / spadku	10%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	313,0
Kapitalizacja [mln PLN]	2 959,0
Ilość akcji [mln. szt.]	9,5

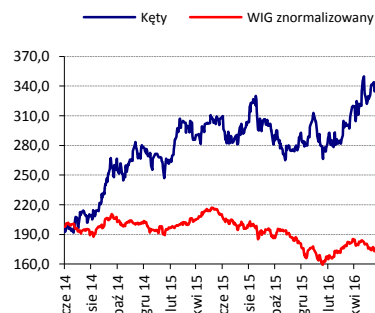
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	350,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	266,4

Stopa zwrotu za 3 mc	11,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	7,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	4,7%

Struktura akcjonariatu:	
Aviva OFE	19,7%
ING OFE	16,9%
OFE PZU Złota Jesień	9,2%
Allianz OFE	5,3%
Pozostali	54,2%

*dzień dywidendy 15 lipca 2016

stopa 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
WYNII ZA 1Q'16	9
PROGNOZY WYNIKÓW	13
DANE FINANSOWE	16

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 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 334,1 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 349,0 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 344,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	349,0
Wycena metodą porównawczą	30%	334,1
Wycena 1 akcji Kęt [PLN]		344,6

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 w strategii 2015-20. Wyniki za 2015 rok okazały się lepsze od pierwotnych prognoz, także obecne prognoza zarządu na 2016 rok jest w naszej ocenie nieco wyższa niż można było się pierwotnie spodziewać. Poniżej przedstawiamy główne elementy, które można porównać:

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody						
zarząd*	1 962	2 145	b.d.	b.d.	b.d.	2 820
BDM/wykonanie	2 027	2 250	2 436	2 692	2 927	3 066
EBITDA						
zarząd*	321	360	363**	b.d.	b.d.	465
BDM/wykonanie	336	372	396	434	478	504
CAPEX						
zarząd*	255	359	<2016 rok	b.d.	b.d.	b.d.
				suma 2015-20:		930
BDM/wykonanie	195	359***	143	85	75	78
				suma 2015-20:		934
dług netto						
zarząd*	316	490	472	b.d.	b.d.	124
BDM wykonanie	242	546	564	510	401	249

Źródło: BDM S.A., spółka, *pierwotne założenia ze strategii 2015-20 oraz prognozy zarządu na 2015 i 2016 rok

wartość implikowana ze wskaźnika dług netto/EBITDA=1,3x, * plus akwizycja za 2,5 mln EUR i 7,1 mln EUR długu

- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Wycena uwzględnia przejęcie spółki na Słowenii w połowie 2016 roku. CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2025 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,5 mln akcji
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 2 czerwca 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 349,0 PLN.

Podstawowe założenia makroekonomiczne*

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
EUR/PLN	4,18	4,18	4,40	4,48	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51
USD/PLN	3,15	3,77	3,92	3,94	3,89	3,82	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78	3,78
EUR/USD	1,33	1,11	1,12	1,14	1,16	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 894	1 683	1 566	1 609	1 655	1 702	1 749	1 796	1 856	1 917	1 977	2 038

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

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 250,5	2 435,8	2 692,0	2 927,4	3 065,8	3 170,1	3 286,1	3 393,1	3 503,0	3 615,9
EBIT [mln PLN]	261,8	269,3	289,3	323,4	349,2	370,9	385,5	395,7	406,5	417,6
Stopa podatkowa*	16%	16%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	18%
Podatek od EBIT [mln PLN]	42,7	44,3	47,8	54,1	58,7	62,5	65,0	66,8	68,7	76,2
NOPLAT [mln PLN]	219,0	225,0	241,5	269,4	290,5	308,4	320,4	328,9	337,8	341,3
Amortyzacja [mln PLN]	110,0	127,0	144,6	154,5	155,1	155,7	157,7	160,1	162,3	164,0
CAPEX [mln PLN]	-358,9	-142,5	-84,8	-74,6	-78,2	-163,3	-167,6	-168,0	-168,1	-168,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]**	-42,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-48,8	-43,6	-63,9	-58,5	-34,9	-27,0	-30,3	-28,1	-28,9	-29,8
FCF [mln PLN]	-120,7	166,0	237,3	290,8	332,6	273,8	280,2	292,9	303,0	307,4
DFCF [mln PLN]	-115,4	147,1	194,7	220,5	232,8	176,6	166,3	159,8	151,8	141,3
Suma DFCF [mln PLN]	1 475,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 494,8		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 066,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 541,7									
Dług netto 2015 [mln PLN]	242,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 299,6									
Ilość akcji [mln szt.]	9,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	349,0									

Przychody zmiana r/r	11,0%	8,2%	10,5%	8,7%	4,7%	3,4%	3,7%	3,3%	3,2%	3,2%
EBIT zmiana r/r	7,1%	2,9%	7,4%	11,8%	8,0%	6,2%	3,9%	2,7%	2,7%	2,7%
FCF zmiana r/r	-	-	43,0%	22,5%	14,4%	-17,7%	2,3%	4,5%	3,4%	1,5%
Marża EBITDA	16,5%	16,3%	16,1%	16,3%	16,5%	16,6%	16,5%	16,4%	16,2%	16,1%
Marża EBIT	11,6%	11,1%	10,7%	11,0%	11,4%	11,7%	11,7%	11,7%	11,6%	11,5%
Marża NOPLAT	9,7%	9,2%	9,0%	9,2%	9,5%	9,7%	9,8%	9,7%	9,6%	9,4%
CAPEX / Przychody	15,9%	5,9%	3,2%	2,6%	2,6%	5,2%	5,1%	5,0%	4,8%	4,7%
CAPEX / Amortyzacja	326,4%	112,2%	58,7%	48,3%	50,4%	104,9%	106,3%	104,9%	103,6%	102,5%
Zmiana KO / Przychody	2,2%	1,8%	2,4%	2,0%	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	21,9%	23,5%	24,9%	24,8%	25,2%	25,9%	26,1%	26,3%	26,3%	26,3%

Źródło: BDM S.A., *w okresie rezydualnym 19%
 ** razem z przejętym długiem

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	75,6%	75,5%	77,9%	81,4%	85,3%	89,1%	92,7%	95,1%	97,5%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
Udział kapitału obcego	24,4%	24,5%	22,1%	18,6%	14,7%	10,9%	7,3%	4,9%	2,5%	0,0%
WACC	7,9%	7,9%	8,0%	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	296,9	315,1	337,5	366,0	403,1	453,8	527,0	642,1	849,1
	0,8	280,5	296,4	315,8	340,2	371,4	413,1	471,4	559,0	704,9
	0,9	265,5	279,5	296,4	317,4	343,9	378,6	425,9	494,3	601,7
	1,0	251,7	264,1	279,0	297,1	319,8	349,0	388,0	442,4	524,2
	1,1	239,1	250,1	263,2	279,0	298,6	323,4	355,8	400,0	463,8
	1,2	227,4	237,2	248,8	262,7	279,7	300,9	328,2	364,5	415,5
	1,3	216,7	225,4	235,7	247,9	262,7	281,0	304,2	334,5	375,8

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	315,1	335,9	362,0	395,4	440,1	502,6	596,4	752,7	1065,3
	4%	280,5	296,4	315,8	340,2	371,4	413,1	471,4	559,0	704,9
	5%	251,7	264,1	279,0	297,1	319,8	349,0	388,0	442,4	524,2
	6%	227,4	237,2	248,8	262,7	279,7	300,9	328,2	364,5	415,5
	7%	206,7	214,5	223,7	234,5	247,5	263,4	283,2	308,7	342,7
	8%	188,7	195,1	202,4	211,0	221,1	233,3	248,1	266,7	290,5
	9%	173,1	178,3	184,3	191,1	199,1	208,6	220,0	233,9	251,2

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	620,4	575,8	536,9	502,6	472,2	445,1	420,7	398,6	378,6
	4%	525,0	482,0	445,1	413,1	385,1	360,3	338,3	318,6	300,9
	5%	453,8	413,1	378,6	349,0	323,4	300,9	281,0	263,4	247,5
	6%	398,6	360,3	328,2	300,9	277,3	256,8	238,8	222,8	208,6
	7%	354,6	318,6	288,7	263,4	241,7	222,8	206,4	191,8	178,9
	8%	318,6	284,8	256,8	233,3	213,2	195,8	180,7	167,4	155,5
	9%	288,7	256,8	230,6	208,6	189,9	173,8	159,8	147,5	136,6

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, dla każdego przypisaliśmy równą 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 3,16 mld PLN, co odpowiada 334,1 PLN na jedną akcję. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 30%.

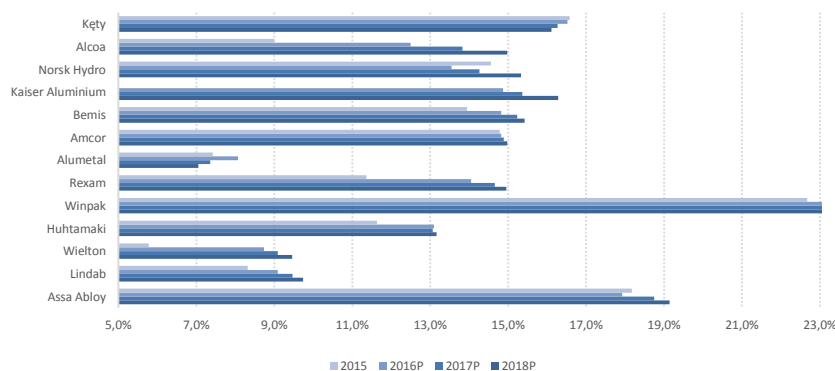
Przy wycenie porównawczej, warto zauważyć że działalność Kęt jest trochę inaczej profilowana (skupienie się na ostatecznym odbiorcy produktów, silna pozycja na lokalnym rynku, stosunkowo dobra dywersyfikacja pomiędzy słabo skorelowane branże, brak rozbudowanych struktur międzynarodowych) niż ma to miejsce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

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Alcoa	26,9	17,4	12,6	7,5	6,4	5,5
Norsk Hydro	17,4	15,8	11,9	5,9	5,4	4,6
Kaiser Aluminium	16,0	14,9	13,9	8,0	7,4	6,4
Bemis	18,3	16,8	15,6	10,0	9,3	8,7
Amcor	27,9	25,8	24,2	15,5	14,5	13,7
Alumetal	9,9	9,4	9,2	8,0	7,4	7,0
Rexam	15,3	14,0	11,9	10,1	9,2	8,4
Winpak	30,1	27,9	27,8	15,8	14,1	14,0
Huhtamaki	20,5	19,2	17,9	12,1	11,2	10,4
Wielton	15,8	13,7	12,0	10,3	8,9	8,0
Lindab	15,7	13,7	12,4	9,7	8,7	7,8
Assa Abloy	23,6	21,5	20,0	16,4	14,5	13,3
Mediana	17,8	16,3	13,2	10,0	9,1	8,2
Kęty*	15,1	14,6	13,5	9,4	8,9	8,0
Premia/dyskonto do Kęt	-15,6%	-10,2%	2,4%	-5,9%	-2,1%	-2,6%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	370,7	348,4	305,8	336,3	321,0	322,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		341,6			326,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	334,1					

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

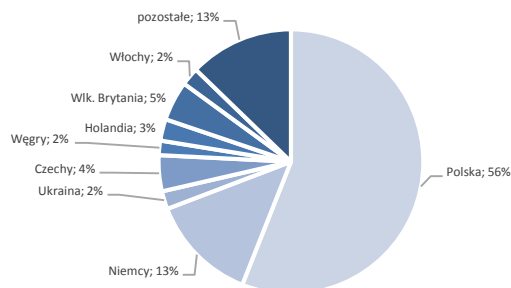
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

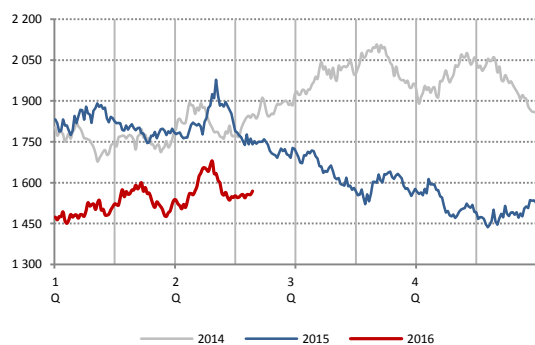
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura geograficzna sprzedaży Kęt w 2015 roku



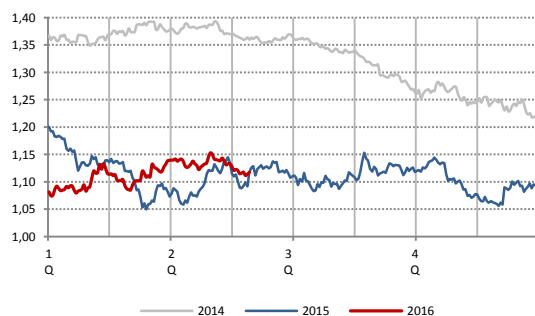
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



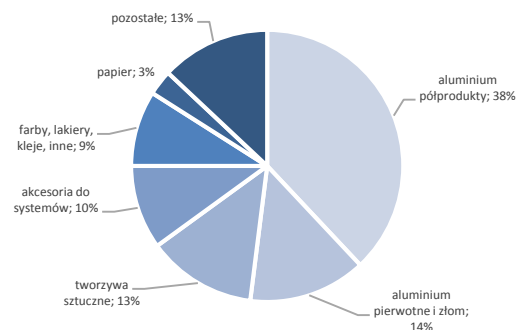
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



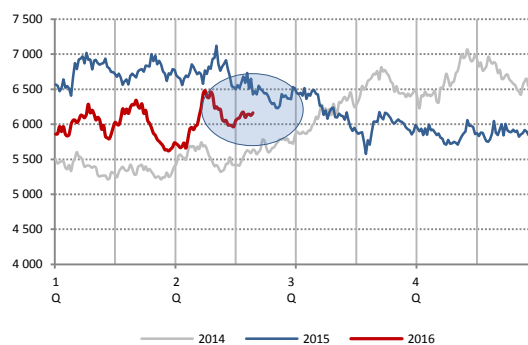
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów surowcowych Kęt w 2014 roku*



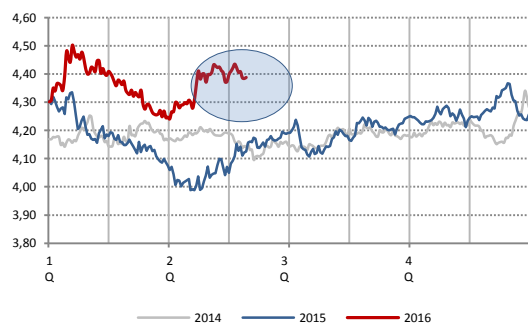
Źródło: BDM S.A., spółka, * spółka nie pokazała szczegółowego podziału za 2015 rok

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



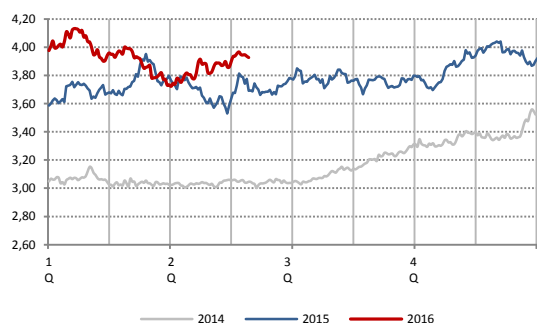
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



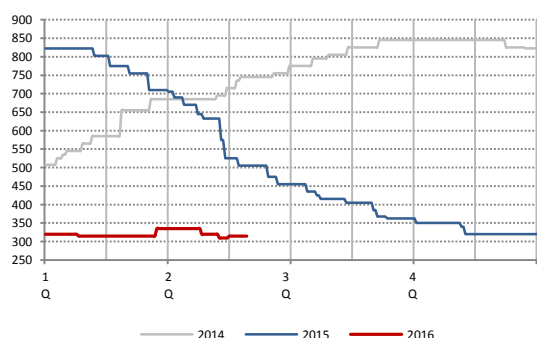
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs USD/PLN



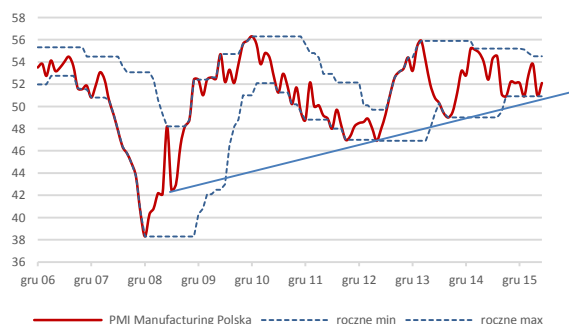
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]



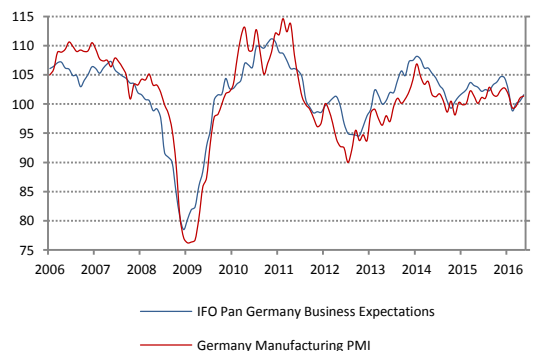
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, billet

PMI dla sektora przemysłu w Polsce



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik oczekiwań Ifo



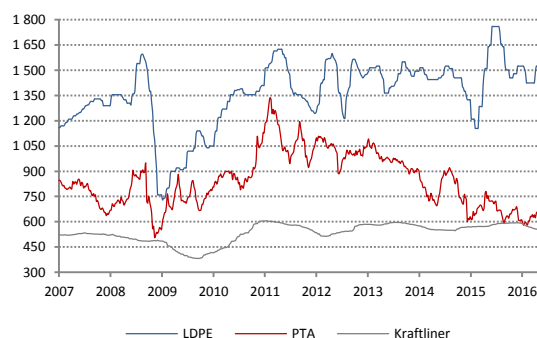
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Biorąc pod uwagę mix walutowy przychody/koszty dla spółki korzystne jest mocne EUR względem USD oraz względem PLN.

W 2015 roku wg szacunków zarządu 45% sprzedaży było realizowane w PLN, 50% w EUR a pozostałe 5% stanowiła sprzedaż rozliczana w USD, GBP oraz UAH. Po stronie kosztowej 33% stanowiły koszty ponoszone w PLN, 40% to koszty denominowane w USD, 26% w EUR i 1% w pozostałych walutach (GBP, UAH). Rozliczenia pomiędzy spółkami grupy w Polsce i na Ukrainie dokonywane są w USD.

W USD kwotowane są ceny aluminium. Cena na LME wyrażona w USD jest obecnie nadal wyraźnie niższa r/r (okolicie 1500 USD/t było ostatnio notowane w 2009 roku). Podobnie cena w PLN jest obecnie na niższym poziomie r/r (do połowy 2015 było odwrotnie). Zwracamy uwagę, że na przestrzeni ostatnich kwartałów mocno spadły także koszty produkcji aluminium.

Cena polietylenu, PTA i Kraftliner [EUR/t]



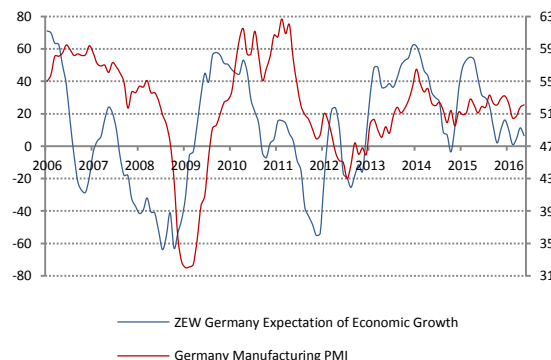
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE), PTA (Chiny, futures)

Przez spory okres 2013 czy 2014 rok problemem dla rentowności spółki (która jest jedynie przetwórcą) w segmencie SWW były rosnące premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME). Fuzja Hydro – Sapa zmieniła obraz rynku – premie udało się w dużej mierze ująć w formułach cenowych dla odbiorców produktów Kęt w marży przerobowej). Dodatkowo premie od 2Q'15 zaczęły wyraźnie spadać (chwilowo taki gwałtowny spadek spowodował, że spółka miała „droższy” zapas do przerobienia - marża EBITDA w SWW spadła o 2,7 pkt proc r/r w 2Q'15 i 0,5 pkt proc w 3Q'15).

Mocnym wahaniom w 2015 roku podlegały ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG.

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu w ostatnich miesiącach waha się w trendzie bocznym powyżej 50 pkt. Wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec znajdują się w okolicach 51-52 pkt. Dość niskie są ostatnie odczyty wskaźników wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki (ZEW, Ifo), przy czym są to poziomy, przy których zakreślały one w poprzednich cyklach w górę.

Wskaźnik oczekiwań ZEW



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

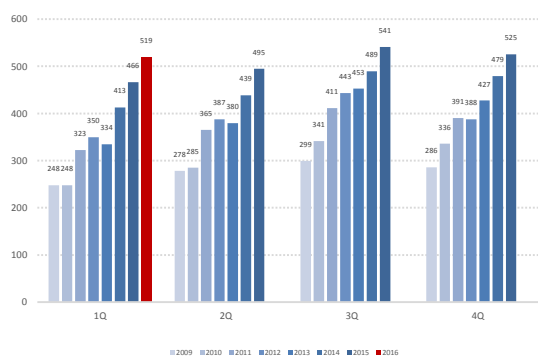
WYNIKI ZA 1Q'16

Wyniki za 1Q'2016

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2016P zarząd	odchyl. P/zarząd
Przychody	466,0	519,0	11,4%	2 027,1	2 250,5	11,0%	2 145,0	4,9%
EBITDA	73,7	91,4	23,9%	336,2	369,5	9,9%	360,0	2,7%
EBIT	52,3	66,0	26,2%	244,4	259,6	6,2%	250,0	3,8%
Zysk brutto	39,0	58,8	50,6%	229,5	240,5	4,8%	233,5	3,0%
Zysk netto	35,1	54,1	54,0%	209,8	244,8	16,7%	245,0	-0,1%
Marża EBITDA	15,8%	17,6%		16,6%	16,4%		16,8%	
Marża EBIT	11,2%	12,7%		12,1%	11,5%		11,7%	
Marża zysku netto	7,5%	10,4%		10,4%	10,9%		11,4%	

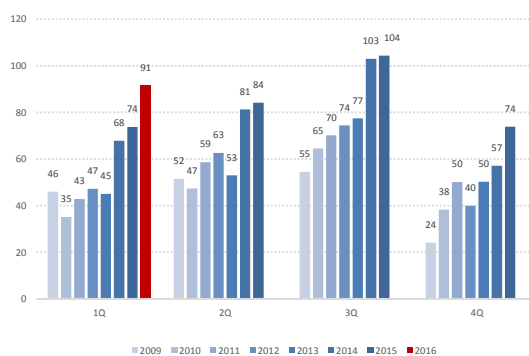
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]

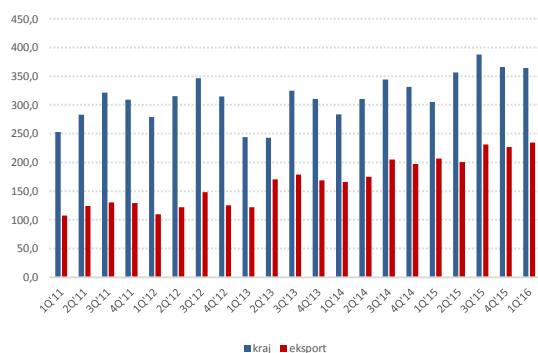


Źródło: BDM S.A., spółka

W ocenie zarządu (a także naszej) 2016 rok „rozpoczął się bardzo optymistycznie”. Zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych obsługiwanych przez spółkę utrzymywała się dobra koniunktura. Od strony makro spółce nadal sprzyja kombinacja wysokiego kursu EUR/PLN i niskiej ceny aluminium wyrażonej w PLN. Miało to swoje przełożenie na dynamikę sprzedaży i realizowane marże

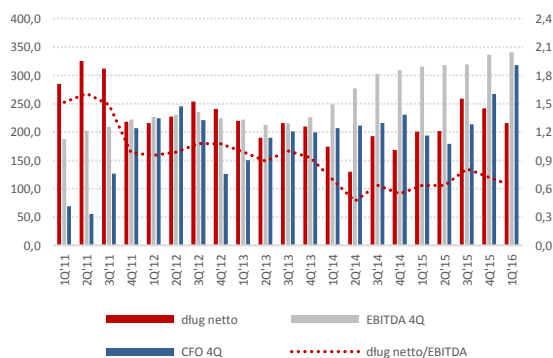
Segment Systemów Aluminiowych odnotował wzrost przychodów o ok. 33%, Segment Opakowań Giętkich o ok. 14% a Segment Wyrobów Wyciskanych pozostał praktycznie bez zmian przychodów (wolumen: +6%, spadły ceny aluminium wg których wyceniane są produkty). W 1Q'16 skonsolidowana EBITDA wyniosła 91,4 mln PLN, nieco lepiej niż w pierwotnych, marcowych szacunkach zarządu (i sporo lepiej niż w naszej rekomendacji z lutego 2016, gdzie zakładaliśmy wynik EBITDA w 1Q'16 w okolicach 79-80 mln PLN). Bardzo dobry, jak na 1Q, był cash flow operacyjny na poziomie 72,4 mln PLN. CAPEX po 1Q'16 wyniósł 47 mln PLN (dla przypomnienia plan całoroczny to 359 mln PLN). Zadłużenie netto to obecnie 216 mln PLN (w 2H'16 oczekiwany jest spory przyrost biorąc pod uwagę nakłady inwestycyjne oraz wypłatę dywidendy na poziomie 170 mln PLN).

Sprzedaż krajowa i eksportowa [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto i cash flow operacyjny [mln PLN]



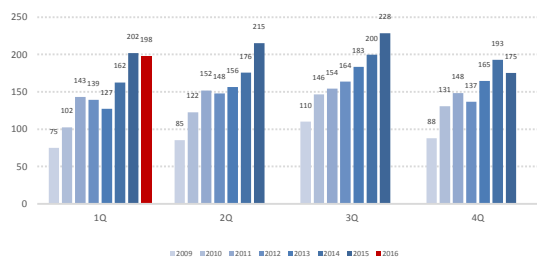
Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

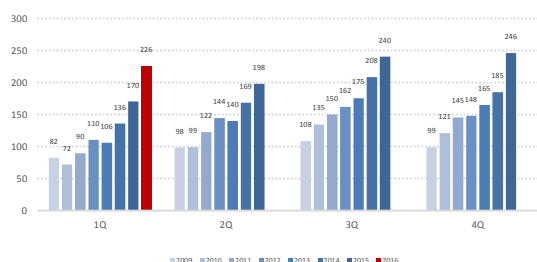
	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Razem															
Sprzedaż	442,9	387,9	334,4	379,6	452,6	427,3	412,9	438,7	489,0	478,9	466,0	494,9	541,1	525,2	519,0
zmiana r/r	7,7%	-0,7%	-4,4%	-2,0%	2,2%	10,2%	23,5%	15,6%	8,0%	12,1%	12,9%	12,8%	10,7%	9,7%	11,4%
EBITDA	74,3	40,0	45,1	53,0	77,5	50,2	67,9	81,3	103,0	57,1	73,7	84,2	104,4	73,9	91,4
marża	16,8%	10,3%	13,5%	14,0%	17,1%	11,8%	16,4%	18,5%	21,1%	11,9%	15,8%	17,0%	19,3%	14,1%	17,6%
SWW															
Sprzedaż ogółem	163,8	136,6	127,1	156,2	183,4	164,7	162,5	175,7	199,8	192,7	201,8	215,0	228,5	175,5	197,5
zmiana r/r	6%	-8%	-9%	6%	12%	21%	28%	12%	9%	17%	24%	22%	14%	-9%	-2%
Sprzedaż na zewn.	118,9	98,4	99,0	125,2	136,9	115,8	127,5	131,1	144,3	148,7	157,3	155,1	164,5	140,2	157,4
zmiana r/r	7%	-11%	-5%	20%	15%	18%	29%	5%	5%	28%	23%	18%	14%	-6%	0%
EBITDA	19,9	18,3	10,1	14,6	21,4	17,6	20,4	22,2	28,5	14,1	22,9	21,5	31,4	23,1	27,9
marża	16,8%	18,6%	10,3%	11,7%	15,6%	15,2%	16,0%	17,0%	19,7%	9,5%	14,6%	13,9%	19,1%	16,5%	17,7%
SOG															
Sprzedaż ogółem	85,9	87,0	93,4	87,3	94,9	96,3	101,7	92,1	100,0	103,6	107,2	103,9	109,2	114,7	122,1
zmiana r/r	-1%	-4%	5%	6%	10%	11%	9%	6%	5%	8%	5%	13%	9%	11%	14%
Sprzedaż na zewn.	85,5	86,2	93,0	87,0	94,3	95,5	101,2	91,6	99,8	103,3	107,2	103,9	109,1	114,6	122,1
zmiana r/r	-1%	-3%	5%	7%	10%	11%	9%	5%	6%	8%	6%	13%	9%	11%	14%
EBITDA	19,9	12,8	18,5	20,7	21,9	17,2	20,5	23,0	25,9	19,9	23,4	25,2	25,7	20,2	23,1
marża	23,3%	14,8%	19,8%	23,7%	23,2%	18,0%	20,3%	25,1%	26,0%	19,3%	21,8%	24,2%	23,5%	17,6%	18,9%
SSA															
Sprzedaż ogółem	161,9	147,9	106,1	140,1	175,4	165,2	135,7	168,5	208,2	185,0	170,2	197,8	240,3	246,2	226,0
zmiana r/r	8%	2%	-4%	-3%	8%	12%	28%	20%	19%	12%	25%	17%	15%	33%	33%
Sprzedaż na zewn.	156,2	139,6	101,8	136,8	172,3	161,8	132,6	166,4	203,6	179,1	167,4	195,7	230,9	232,3	214,0
zmiana r/r	9%	-2%	-5%	-1%	10%	16%	30%	22%	18%	11%	26%	18%	13%	30%	28%
EBITDA	28,9	16,4	15,4	30,0	33,6	22,5	25,3	35,2	46,7	25,1	28,5	35,0	47,9	38,8	39,8
marża	18,5%	11,7%	15,2%	21,9%	19,5%	13,9%	19,1%	21,2%	22,9%	14,0%	17,0%	17,9%	20,7%	16,7%	18,6%
SUB															
Sprzedaż ogółem	70,8	56,0	33,3	20,6	35,6	42,9	40,9	37,0	26,8	37,1	24,1	30,0	28,0	48,3	43,6
zmiana r/r	45%	22%	-22%	-61%	-50%	-23%	23%	80%	-25%	-13%	-41%	-19%	4%	30%	81%
Sprzedaż na zewn.	70,5	55,2	33,1	20,5	35,2	42,4	40,8	36,8	26,5	36,8	24,0	29,4	23,0	28,5	19,3
zmiana r/r	125%	112%	-18%	-61%	-50%	-23%	23%	79%	-25%	-13%	-41%	-20%	-13%	-22%	-19%
EBITDA	5,8	-4,8	0,3	-12,7	1,7	-4,1	3,4	0,2	0,1	2,5	-1,0	2,0	1,3	1,5	1,4
marża	8,2%	-8,7%	1,0%	-62,0%	4,7%	-9,7%	8,3%	0,5%	0,4%	6,7%	-4,2%	6,7%	5,6%	5,4%	7,1%
SAB															
Sprzedaż ogółem	11,9	8,5	6,1	9,6	13,9	10,4	8,5	11,6	14,5	9,8	8,9	11,1	13,4	9,6	9,5
zmiana r/r	-5%	-6%	-22%	-4%	16%	23%	40%	21%	4%	-6%	5%	-4%	-8%	-2%	6%
Sprzedaż na zewn.	8,3	4,9	4,1	6,6	10,0	7,0	5,5	7,9	10,2	6,7	5,3	7,3	9,5	6,4	6,1
zmiana r/r	-14%	-22%	-22%	2%	20%	42%	35%	20%	2%	-4%	-3%	-7%	-7%	-3%	14%
EBITDA	1,9	1,8	0,6	1,0	2,3	2,1	1,7	2,0	2,1	1,3	1,2	0,6	1,0	0,3	0,9
marża	22,7%	36,4%	15,5%	15,2%	22,9%	30,0%	30,7%	24,8%	21,1%	19,0%	21,6%	8,1%	10,7%	4,9%	14,0%
inne															
Sprzedaż ogółem	6,0	6,0	5,7	5,8	6,2	7,5	7,5	7,2	7,1	7,0	7,4	6,0	6,8	6,0	3,1
zmiana r/r	-81%	-67%	-18%	-9%	5%	25%	32%	24%	14%	-7%	-2%	-18%	-5%	-13%	-58%
Sprzedaż na zewn.	3,6	3,6	3,4	3,4	3,8	4,8	5,2	5,0	4,6	4,5	4,7	3,5	4,0	3,2	0,1
zmiana r/r	-88%	-78%	-28%	-17%	7%	35%	54%	47%	19%	-7%	-9%	-31%	-12%	-30%	-99%
EBITDA	-2,2	1,3	-1,6	-2,1	-2,2	-5,1	-1,3	-2,8	-0,2	-5,7	-2,5	-2,5	-0,5	-8,7	-2,6
marża	-61,0%	36,9%	-46,6%	-63,0%	-58,1%	-104,5%	-24,8%	-56,6%	-5,2%	-126,1%	-53,2%	-72,3%	-12,8%	-273,4%	-4003%
Wyłączenia															
EBITDA	0,1	-5,8	1,7	1,6	-1,1	0,1	-2,2	1,5	-0,1	0,0	1,3	2,4	-2,4	-1,4	1,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, marża EBITDA liczna do sprzedaży dla odbiorców zewnętrznych

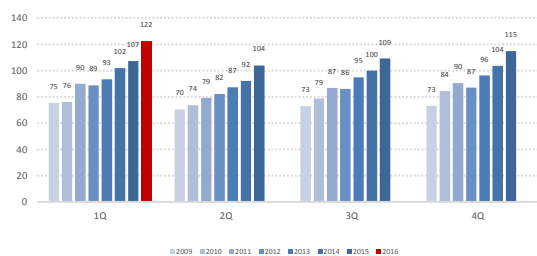
Przychody kwartalnie – SWW [mln PLN]



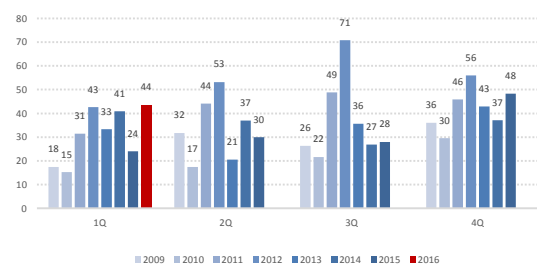
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami
Przychody kwartalnie – SSA [mln PLN]



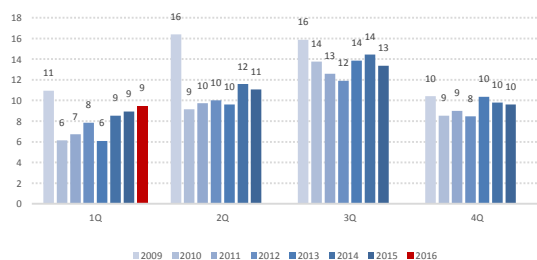
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami
Przychody kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami
Przychody kwartalnie – SUB [mln PLN]

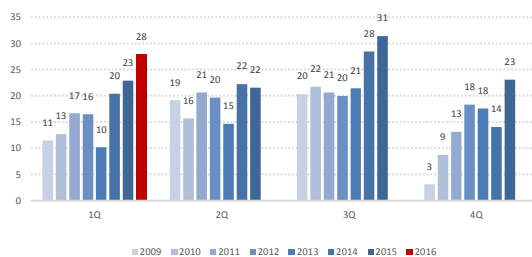


Źródło: BDM S.A., spółka
Przychody kwartalnie – SAB [mln PLN]

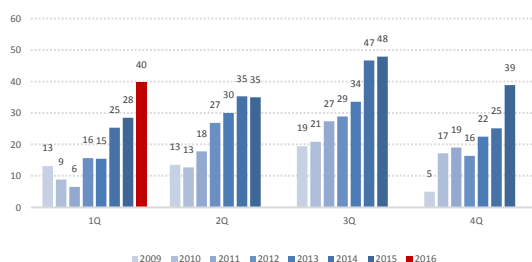


Źródło: BDM S.A., spółka

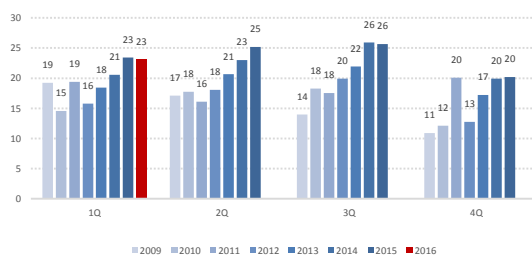
EBITDA kwartalnie – SWW [mln PLN]



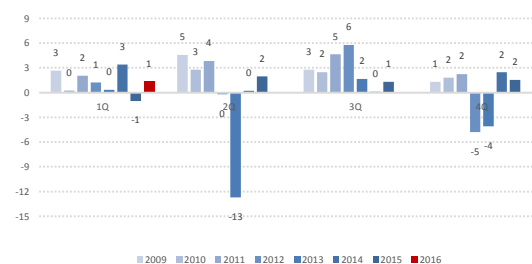
Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SSA [mln PLN]



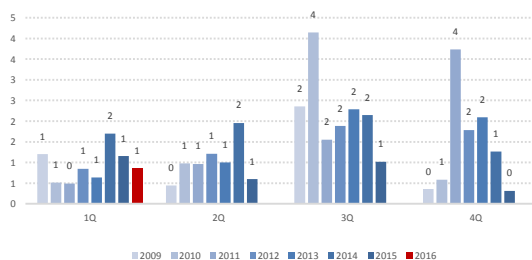
Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SUB [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SAB [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

SWW – charakterystyka

- największy w kraju producent profili aluminiowych, rur, drutów i prętów, posiadającym około 30% udziału w rynku polskim (wielkość rynku polskiego szacuje się na 150 tys ton); spółka posiada także zakład na Ukrainie o mocach 7 tys ton/rok; łączne moce produkcyjne spółki to 70 tys ton/rok
- odbiorcy to m.in. przemysł budowlany (segmenty SSA), motoryzacyjny, producenci artykułów gospodarstwa domowego czy wyposażenia wnętrz
- segment najbardziej wrażliwym na koniunkturę w przemyśle i budownictwie, ceny wyrobów są bezpośrednio powiązane z cenami aluminium, spółka zarabia na premii przerobowej (która musi pokryć także premię producencką za fizyczną dostawę aluminium – w ostatnich kwartach udało się w dużej mierze przetrzymać tę zmienną na klientach)
- największy gracz na rynku europejskim to Sapa Aluminium (25% udziału), udział Kęty szacowany jest na 2%

SOG – charakterystyka

- segment zaopatruje w opakowania wielowarstwowe producentów działających w branżach: koncentratów spożywczych, tytoniowej, cukierniczej, tłuszczowej, mleczarskiej i farmaceutycznej
- do klientów należą zarówno duże zachodnie koncerny (Nestle, Kraft, Unilever, McDonald's) oraz małe i średnie polskie przedsiębiorstwa
- 1/3 produkcji trafia bezpośrednio na eksport, głównie do regionu CEE (Czechy, Litwa, Białoruś, Ukraina, Rosja, Słowacja), udział w rynku polskim szacowany jest na 20%
- moce segmentu na koniec 2015 wynosiły 27 tys ton
- Kęty są średnim graczem europejskim z około 1,5% udziałem w rynku (najwięksi to Amcor, Constantia)
- jednocześnie obecne marże segmentu są stosunkowo wysokie (kilka pkt proce wyższe na poziomie EBITDA) w porównaniu do zagranicznych giełdowych spółek operujących w tym segmencie. (m.in. efekt nowoczesnego parku maszynowego i przeprowadzonej w ostatnich latach optymalizacji)
- podstawowe surowce używane przez segment to polietylen, poliestr, papier czy folia aluminiowa
- na 2017 rok planowane jest uruchomienie wartego ok. 150 mln PLN zakładu produkującego folie z polipropylenu - biaxially oriented polypropylene, BOPP - głównie dla branży spożywczej o mocach ok. 26 tys ton

SSA – charakterystyka

- segment jest producentem i dystrybutorem rozwiązań architektonicznych dla budownictwa: fasad, drzwi, okien czy rolet zewnętrznych
- popyt związany jest z budownictwem kubaturowym: biurowce, galerie handlowe, hotele, zakłady produkcyjne, magazyny.
- udział w rynku systemów aluminiowych dla budownictwa w rynku polskim szacowany jest na 40%
- spółce nie sprzyja środowisko mocnego kursu PLN vs EUR – wzrost konkurencyjności importu oraz niższa rentowność eksportu
- spółka celuje obecnie w rozwój na rynkach zagranicznych – największym rynkiem „w okolicy” są Niemcy - udało się zaistnieć tylko w niewielkiej skali (dominacja Schuco, które ma 10% rynku europejskiego, wartego około 1,0 mld EUR); silną pozycję udało się wypracować w Czechach i na Słowacji, obiecująco wyglądają rynki Beneluxu, Wielkiej Brytanii czy USA

SUB – charakterystyka

- filarem działalności jest projektowanie oraz produkcja i montaż fasad i przeszkleń dachowych (na bazie systemów aluminiowych i stalowych) oraz ekranów akustycznych
- ze względu na wysokie ryzyko i niski poziom marż na krajowym rynku obecnie spółka skupia się w większym stopniu na rynkach zagranicznych (Niemcy, Belgia, USA), w Polsce działa głównie w obszarze ekranów akustycznych

SAB – charakterystyka

- produkcja okuć budowlanych do stolarki otworowej w spółce Metalplast Karo Złotów
- średniej wielkości podmiot z 1% udziałem w rynku europejskim (20% rynku ma Roto) i 7% w rynku polskim
- sprzedaż w sporej mierze opiera się na kooperacji z innymi segmentami spółki (komponenty do innych produktów)

PROGNOZY WYNIKÓW

W zaprezentowanej w lutym prognozie na 2016 rok zarząd zakłada rezultat EBITDA na poziomie 360 mln PLN przy przychodach rzędu 2,15 mld PLN (założone zmiany sprzedaży dla poszczególnych segmentów – SWW: +5%, SSA: +9%, SOG: +8%, pozostałe -1%). Zysk netto ma sięgnąć 245 mln PLN (przy czym ujęto w tej kwocie rozpoznanie 50 mln PLN aktywa z tytułu podatku odroczonego) a zadłużenie netto 490 mln PLN. Założona EBITDA na 2016 rok jest o 8% (+23 mln PLN r/r) wyższa niż wykonanie 2015 roku. Zwracamy także uwagę, że obowiązująca na lata 2015-20 strategia implikowała poziom 360-370 mln PLN dopiero na 2017 rok.

W 1Q'16 EBITDA wzrosła do 91 mln PLN (o 24% r/r, +18 mln PLN r/r), czyli spółka wykonała już 74% założonego wartościowo przyrostu w całym roku. Dobre rozpoczęcie roku skłania nas do lekkiego podniesienia naszych wcześniejszych prognoz na 2016 rok (obecnie zakładamy 372 mln PLN EBITDA). Konsensus na 2016 rok (EBITDA: 360 mln PLN) jest obecnie zgodny z oficjalną prognozą zarządu.

W swoich prognozach zarząd przyjął cenę aluminium na poziomie 1600 USD/t, USD/PLN=4,05, EUR/PLN=4,30, EUR/USD=1,06. Nasze założenia (na bazie wykonania I-V'16 i notowań instrumentów forward) przedstawiamy na stronie 3 rekomendacji (aluminium 1566 USD/t, USD/PLN=3,92, EUR/PLN=4,40 EUR/USD=1,12). Kętom sprzyja wysoki kurs EUR/PLN (marża przerobowa w SWW kwotowana jest w EUR, większość sprzedaży trafia na rynki EU, dodatkowo maleje konkurencyjność importu). Niskie ceny aluminium wyrażone w PLN ograniczają zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz podnoszą rentowność w SSA.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2016-2018 rok [mln PLN]

	2016P			2016P zarząd		2017P			2018P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	prognoza	odchylenie BDM	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	2 124,1	2 250,5	5,9%	2 145,0	4,9%	2 256,6	2 435,8	7,9%	2 499,0	2 692,0	7,7%
EBITDA	359,6	371,7	3,4%	360,0	3,3%	376,4	396,3	5,3%	415,3	433,8	4,5%
EBIT	249,7	261,8	4,8%	250,0	4,7%	253,1	269,3	6,4%	269,6	289,3	7,3%
Zysk (strata) netto	240,2	246,6	2,7%	245,0	0,6%	191,0	202,3	5,9%	205,3	218,8	6,6%
Marża EBITDA	16,9%	16,5%		16,8%		16,7%	16,3%		16,6%	16,1%	
Marża EBIT	11,8%	11,6%		11,7%		11,2%	11,1%		10,8%	10,7%	
Marża zysku netto	11,3%	11,0%		11,4%		8,5%	8,3%		8,2%	8,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 11.02.2016

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2016		odchylenie	2017		odchylenie	2018		odchylenie
	konsensus	BDM		konsensus	BDM		konsensus	BDM	
Przychody	2 127,0	2 250,5	5,8%	2 326,0	2 435,8	4,7%	2 533,0	2 692,0	6,3%
EBITDA	359,9	371,7	3,3%	393,6	396,3	0,7%	429,4	433,8	1,0%
EBIT	251,2	261,8	4,2%	269,0	269,3	0,1%	294,6	289,3	-1,8%
Zysk (strata) netto	224,0	246,6	10,1%	211,5	202,3	-4,3%	224,0	218,8	-2,3%
Dług netto	437,3	546,2	24,9%	456,6	564,3	23,6%	456,7	510,1	11,7%
Marża EBITDA	16,9%	16,5%		16,9%	16,3%		17,0%	16,1%	
Marża EBIT	11,8%	11,6%		11,6%	11,1%		11,6%	10,7%	
Marża zysku netto	10,5%	11,0%		9,1%	8,3%		8,8%	8,1%	

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

Prognoza wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	412,9	438,7	489,0	478,9	1 819,6	466,0	494,9	541,1	525,2	2 027,1	519,0	533,3	605,7	592,5	2 250,5
zmiana r/r	23,5%	15,6%	8,0%	12,1%	14,2%	12,9%	12,8%	10,7%	9,7%	11,4%	18,3%	9,0%	26,5%	-67,4%	11,0%
EBITDA	67,9	81,3	103,0	57,1	309,3	73,7	84,2	104,4	73,9	336,2	91,4	91,9	110,3	78,1	371,7
zmiana r/r	50,5%	53,4%	32,9%	13,7%	36,9%	8,7%	3,5%	1,3%	29,3%	8,7%	23,9%	9,2%	5,7%	5,8%	10,6%
EBIT	48,4	61,1	81,6	33,5	224,6	52,3	62,2	80,5	49,5	244,4	66,0	64,2	82,3	49,2	261,8
Saldo finansowe	-8,1	-2,2	-4,9	-7,4	-22,7	-13,2	5,9	-3,5	-4,2	-15,0	-7,3	-4,8	-4,8	-2,3	-19,1
Zysk (strata) brutto	40,3	58,9	76,7	26,0	201,9	39,0	67,9	77,0	45,5	229,5	58,8	59,4	77,6	46,9	242,7
Zysk (strata) netto	30,8	52,6	62,2	23,4	169,0	35,1	57,6	65,4	51,7	209,8	54,1	50,5	65,9	76,0	246,6
Marża EBITDA	16,4%	18,5%	21,1%	11,9%	17,0%	15,8%	17,0%	19,3%	14,1%	16,6%	17,6%	17,2%	18,2%	13,2%	16,5%
Marża EBIT	11,7%	13,9%	16,7%	7,0%	12,3%	11,2%	12,6%	14,9%	9,4%	12,1%	12,7%	12,0%	13,6%	8,3%	11,6%
Marża zysku netto	7,5%	12,0%	12,7%	4,9%	9,3%	7,5%	11,6%	12,1%	9,8%	10,4%	10,4%	9,5%	10,9%	12,8%	11,0%

Źródło: BDM S.A., spółka

Po stronie CAPEX-u 2016 rok powinien być najintensywniejszym z aktualnej strategii. Przy nakładach na poziomie 359 mln PLN oraz 195 mln PLN wydanych w 2015 roku zaawansowanie planu inwestycyjnego, który do 2020 roku ma zamknąć się w kwocie 930 mln PLN, osiągnie ok. 60%. W komunikacie dotyczącym prognozy zarząd sygnalizował możliwość akwizycji podmiotów w segmentach SWW i SSA o przychodach odpowiednio do 50 mln EUR i 20 mln EUR. Kęty handlowane są na wskaźniku EV/S'16=1,6x, przy czym wycenę podwyższa segment opakowaniowy (który ma najwyższą marżę EBITDA w grupie).

Do pierwszej transakcji może dojść na przełomie 2/3Q'16. Spółka ma warunkową umowę (najważniejszym jest otrzymanie odpowiedniej zgody wydanej przez słoweńską Agencję Ochrony Konkurencji) nabycia podmiotu w Słowenii, który dostarcza profile aluminiowe do AGD, mebli i wykończenia wnętrz (<http://aha-emmi.si/eng/>). Wartość transakcji jest niewielka: 2,5 mln EUR plus 7,1 mln EUR długu. Podmiot generuje ok. 23 mln EUR przychodów i 0,7 mln EUR EBITDA – przy czym przy wsparciu operacyjnym branżowego podmiotu (np. zakupy surowców) wyniki te mają szansę w znaczący sposób się poprawić (Kęty w SWW osiągają 11-12% marży EBITDA).

Zarząd pierwotnie zarekomendował wypłatę 60% zysku za 2015 rok w formie dywidendy, co dawało DPS'16=13,3 PLN/akcję. Ostatecznie uchwalona wysokość dywidendy jest wyższa i wyniesie 18,0 PLN/akcję (div yield 5,8% przy obecnym kursie). Zakładamy, że w kolejnych latach ten poziom będzie utrzymywany, co będzie dawać nieco wyższe wartości niż wynikałoby to z założeń strategii (60% raportowanego zysku netto, w 2017 implikowałoby to DPS=15,6 PLN). Miejsca na dywidendę po 2016 roku będzie naszym zdaniem sporo – kulminacja wydatków inwestycyjnych w aktualnej strategii 2015-20 przypada właśnie na bieżący rok.

Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2016-2025

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1 568,1	1 593,8	1 819,6	2 027,1	2 250,5	2 435,8	2 692,0	2 927,4	3 065,8	3 170,1	3 286,1	3 393,1	3 503,0	3 615,9
SOG	343,7	371,8	397,4	435,0	476,3	525,9	616,4	688,7	702,5	716,5	730,8	745,5	760,4	775,6
SWW	587,6	631,4	730,7	820,7	906,8	1 009,9	1 129,0	1 249,6	1 336,2	1 403,2	1 483,3	1 559,5	1 637,9	1 718,7
SSA	564,4	586,8	697,5	854,6	966,6	995,6	1 035,5	1 066,5	1 098,5	1 126,0	1 154,1	1 177,2	1 200,8	1 224,8
SAB	38,2	39,9	44,3	43,0	45,2	51,2	58,3	65,2	71,0	74,4	77,5	80,2	83,1	85,9
SUB	222,5	132,4	141,9	130,3	151,4	166,5	183,2	201,5	216,6	222,0	227,6	232,1	236,8	241,5
Inne	25,3	25,2	28,8	26,1	20,9	21,3	21,7	22,2	22,6	23,1	23,5	24,0	24,5	25,0
Korekty	-213,7	-193,7	-221,1	-282,6	-316,8	-334,6	-352,1	-366,3	-381,6	-395,1	-410,8	-425,4	-440,4	-455,5
zmiana r/r	5,3%	1,6%	14,2%	11,4%	11,0%	8,2%	10,5%	8,7%	4,7%	3,4%	3,7%	3,3%	3,2%	3,2%
SOG	-0,6%	8,2%	6,9%	9,4%	9,5%	10,4%	17,2%	11,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SWW	-1,6%	7,5%	15,7%	12,3%	10,5%	11,4%	11,8%	10,7%	6,9%	5,0%	5,7%	5,1%	5,0%	4,9%
SSA	11,3%	4,0%	18,9%	22,5%	13,1%	3,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
SAB	0,4%	4,5%	11,1%	-3,1%	5,2%	13,2%	13,9%	11,8%	9,0%	4,8%	4,1%	3,6%	3,5%	3,5%
SUB	30,7%	-40,5%	7,2%	-8,2%	16,2%	10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
Inne	-72,4%	-0,3%	14,3%	-9,4%	-20,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA [mln PLN]	224,2	225,9	309,3	336,2	371,7	396,3	433,8	478,0	504,4	526,6	543,2	555,8	568,8	581,6
SOG	66,5	78,2	89,4	94,5	96,6	102,5	114,0	130,9	137,0	146,9	151,3	154,3	157,4	160,5
SWW	74,3	63,7	85,2	98,9	108,6	116,4	131,7	149,0	159,5	165,1	170,9	176,1	181,4	186,4
SSA	87,8	101,4	132,4	150,1	165,8	172,2	180,2	186,6	193,3	199,3	204,9	209,0	213,1	217,4
SAB	5,7	6,0	7,1	3,1	5,8	7,7	9,3	10,7	12,2	13,0	13,7	14,1	14,4	14,7
SUB	2,0	-14,8	6,2	3,8	6,7	7,7	10,2	12,0	13,7	14,0	14,4	14,6	14,9	15,1
Inne	-7,9	-11,0	-10,0	-14,2	-11,8	-10,3	-11,5	-11,1	-11,4	-11,7	-12,0	-12,2	-12,5	-12,6
korekty	-4,2	2,3	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM S.A.

Cele do 2020

W budżecie inwestycyjnym na lata 2015-20 zapisano 930 mln PLN (w latach 2009-14 CAPEX wyniósł 572 mln PLN). Zdecydowana większość środków ma zostać wydana do 2017 roku, kiedy uruchomione zostaną kluczowe inwestycje w SWW (nowe prasy dla stopów twardych) oraz SOG (wart ok. 150 mln PLN nowy zakład produkujący folie z polipropylenu - *biaxially oriented polypropylene, BOPP* - głównie dla branży spożywczej o mocach ok. 26 tys ton). Docelowo po inwestycjach moce produkcyjne w SWW mają wzrosnąć o ok. 20% (zakładany szybszy przyrost sprzedaży jest powiązany z produkcją głębiej przetworzonych wyrobów), natomiast w SOG o >100%.

Według strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 2,82 mld PLN sprzedaży, 465 mln PLN EBITDA (rentowność ma pozostać na bardzo zbliżonym poziomie) oraz 264 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że w 2020 roku w prognozie ujęta jest efektywna stopa podatku <19% (EBIT 314 mln PLN – koszty finansowe 5 mln PLN = ok. 309 mln PLN zysku brutto x 0,81 = 250 mln PLN) - w założeniach do strategii zarząd ujął dalszą ewolucję struktury organizacyjnej w kierunku modelu holdingowego, co prawdopodobnie może pociągnąć za sobą jednorazowe korzyści podatkowe.

Dług netto, przy polityce wypłaty 60% skonsolidowanego zysku w formie dywidendy oraz łącznych nakładach inwestycyjnych na poziomie 930 mln PLN, ma wynieść 124 mln PLN w 2020. Według strategii w szczytowym momencie programu inwestycyjnego w 2017 roku zadłużenie netto może osiągnąć poziom 472 mln PLN, co ma dać poziom wskaźnika dług netto/EBITDA = 1,3x. Na tej podstawie można implikować, że EBITDA w 2017 miałaby wynieść 363 mln PLN. Dynamiczny wzrost EBITDA pojawić się ma dopiero w okresie 2018-20, kiedy procentować zacząć powinny najważniejsze inwestycje w SWW i SOG.

Założenia ogólne strategii 2015-20 [mln PLN]

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody						
zarząd*	1 962	2 145	b.d.	b.d.	b.d.	2 820
BDM/wykonanie	2 027	2 250	2 436	2 692	2 927	3 066
EBITDA						
zarząd*	321	360	363**	b.d.	b.d.	465
BDM/wykonanie	336	372	396	434	478	504
CAPEX						
zarząd*	255	359	<2016 rok	b.d.	b.d.	b.d.
				suma 2015-20:		930
BDM/wykonanie	195	359***	143	85	75	78
				suma 2015-20:		934
dlug netto						
zarząd*	316	490	472	b.d.	b.d.	124
BDM wykonanie	242	546	564	510	401	249

Źródło: BDM S.A., spółka, *pierwotne założenia ze strategii 2015-20 oraz prognozy zarządu na 2015 i 2016 rok

wartość implikowana ze wskaźnika dług netto/EBITDA=1,3x, * plus akwizycja za 2,5 mln EUR i 7,1 mln EUR długu

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 016,5	1 141,0	1 474,9	1 483,5	1 416,5	1 329,3	1 244,7	1 244,3	1 246,0	1 245,4	1 242,7	1 243,7
Wartości niematerialne i prawne	70,4	77,7	75,5	73,3	71,4	69,5	67,6	68,2	69,0	69,8	70,5	71,2
Rzeczowe aktywa trwałe	862,1	973,2	1 266,4	1 284,1	1 226,3	1 148,2	1 073,2	1 080,2	1 089,2	1 096,3	1 101,5	1 104,9
Pozostałe aktywa trwałe	84,0	90,0	133,0	126,1	118,9	111,6	103,9	95,9	87,7	79,3	70,8	67,7
Aktywa obrotowe	781,0	817,7	835,5	905,1	1 004,7	1 120,6	1 235,5	1 264,0	1 278,3	1 308,3	1 343,2	1 372,9
Zapasy	308,5	323,3	355,2	388,5	431,9	470,9	495,9	517,4	542,3	566,1	590,5	615,8
Należności krótkoterminowe	404,1	419,5	459,5	493,9	545,9	593,6	621,7	642,8	666,3	688,0	710,3	733,2
Inwestycje krótkoterminowe	68,4	74,9	20,8	22,7	26,9	56,1	117,9	103,8	69,7	54,2	42,4	23,9
- w tym środki pieniężne	66,4	72,7	18,6	20,5	24,7	53,9	115,7	101,6	67,5	52,0	40,2	21,7
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	1 797,5	1 958,7	2 310,4	2 388,5	2 421,3	2 449,9	2 480,2	2 508,2	2 524,3	2 553,7	2 585,9	2 616,6
Kapitał (fundusz) własny	1 203,2	1 278,8	1 355,3	1 387,4	1 436,1	1 514,1	1 615,4	1 716,8	1 803,6	1 874,6	1 947,9	2 023,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	67,4	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5
Zysk z lat ubiegłych	1 131,9	1 206,0	1 035,8	1 112,2	1 144,4	1 193,1	1 271,0	1 352,5	1 425,4	1 486,4	1 549,5	1 614,6
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	246,6	202,3	218,8	248,2	271,5	291,5	305,3	315,3	325,5	335,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	594,3	679,8	955,1	1 001,1	985,2	935,8	864,8	791,4	720,7	679,1	638,0	593,3
Rezerwy na zobowiązania	65,8	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4	63,4
Zobowiązania długoterminowe	25,3	92,7	92,7	92,7	92,7	92,7	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
- w tym zobowiązania oprocentowane	23,3	90,6	90,6	90,6	90,6	90,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	464,3	486,5	761,8	807,8	791,9	742,5	762,0	688,7	618,0	576,4	535,3	490,6
- w tym zobowiązania oprocentowane	211,9	224,2	474,2	494,2	444,2	364,2	364,2	274,2	184,2	124,2	64,2	0,0
Pasywa razem	1 797,5	1 958,7	2 310,4	2 388,5	2 421,3	2 449,9	2 480,2	2 508,2	2 524,3	2 553,7	2 585,9	2 616,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	1 819,6	2 027,1	2 250,5	2 435,8	2 692,0	2 927,4	3 065,8	3 170,1	3 286,1	3 393,1	3 503,0	3 615,9
EBITDA	309,3	336,2	371,7	396,3	433,8	478,0	504,4	526,6	543,2	555,8	568,8	581,6
EBIT	224,6	244,4	261,8	269,3	289,3	323,4	349,2	370,9	385,5	395,7	406,5	417,6
Saldo działalności finansowej	-22,7	-15,0	-19,1	-19,5	-19,1	-17,1	-14,0	-11,0	-8,5	-6,4	-4,6	-3,0
Zysk (strata) brutto	201,9	229,5	242,7	249,8	270,2	306,4	335,2	359,9	377,0	389,3	401,9	414,6
Zysk (strata) netto	169,0	209,8	246,6	202,3	218,8	248,2	271,5	291,5	305,3	315,3	325,5	335,8

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	230,9	267,4	279,9	311,8	326,0	368,7	412,5	438,0	448,4	461,2	471,2	475,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-95,8	-206,0	-400,6	-142,6	-84,8	-74,5	-77,6	-162,5	-167,1	-167,7	-168,0	-168,2
Przepływy z działalności finansowej	-143,8	-55,1	66,6	-167,4	-237,0	-265,0	-273,1	-289,6	-315,5	-308,9	-315,1	-325,6
Przepływy pieniężne netto	-8,7	6,3	-54,1	1,9	4,2	29,1	61,8	-14,1	-34,1	-15,4	-11,9	-18,5
Środki pieniężne na początek okresu	75,1	66,4	72,7	18,6	20,5	24,7	53,9	115,7	101,6	67,5	52,0	40,2
Środki pieniężne na koniec okresu	66,4	72,7	18,6	20,5	24,7	53,9	115,7	101,6	67,5	52,0	40,2	21,7

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	11,4%	11,0%	8,2%	10,5%	8,7%	4,7%	3,4%	3,7%	3,3%	3,2%	3,2%
EBITDA zmiana r/r	8,7%	10,6%	6,6%	9,5%	10,2%	5,5%	4,4%	3,2%	2,3%	2,3%	2,2%
EBIT zmiana r/r	8,8%	7,1%	2,9%	7,4%	11,8%	8,0%	6,2%	3,9%	2,7%	2,7%	2,7%
Zysk netto zmiana r/r	24,1%	17,5%	-17,9%	8,1%	13,4%	9,4%	7,4%	4,8%	3,3%	3,2%	3,2%
Marża EBITDA	16,6%	16,5%	16,3%	16,1%	16,3%	16,5%	16,6%	16,5%	16,4%	16,2%	16,1%
Marża EBIT	12,1%	11,6%	11,1%	10,7%	11,0%	11,4%	11,7%	11,7%	11,7%	11,6%	11,5%
Marża brutto	11,3%	10,8%	10,3%	10,0%	10,5%	10,9%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Marża netto	10,4%	11,0%	8,3%	8,1%	8,5%	8,9%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
ROE	16,9%	18,7%	14,8%	15,5%	16,8%	17,4%	17,5%	17,3%	17,1%	17,0%	16,9%
ROA	10,7%	10,7%	8,5%	9,0%	10,1%	10,9%	11,6%	12,1%	12,3%	12,6%	12,8%
Dług	314,8	564,8	584,8	534,8	454,8	364,2	274,2	184,2	124,2	64,2	0,0
D / (D+E)	16,1%	24,4%	24,5%	22,1%	18,6%	14,7%	10,9%	7,3%	4,9%	2,5%	0,0%
D / E	19,2%	32,4%	32,4%	28,4%	22,8%	17,2%	12,3%	7,9%	5,1%	2,5%	0,0%
Odsetki / EBIT	-6,1%	-7,3%	-7,2%	-6,6%	-5,3%	-4,0%	-3,0%	-2,2%	-1,6%	-1,1%	-0,7%
Dług / kapitał własny	24,6%	41,7%	42,2%	37,2%	30,0%	22,5%	16,0%	10,2%	6,6%	3,3%	0,0%
Dług netto	242,1	546,2	564,3	510,1	401,0	248,5	172,6	116,7	72,2	24,1	-21,7
Dług netto / kapitał własny	18,9%	40,3%	40,7%	35,5%	26,5%	15,4%	10,1%	6,5%	3,9%	1,2%	-1,1%
Dług netto / EBITDA	0,7	1,5	1,4	1,2	0,8	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Dług netto / EBIT	1,0	2,1	2,1	1,8	1,2	0,7	0,5	0,3	0,2	0,1	-0,1
EV	3 197,5	3 505,2	3 523,3	3 469,1	3 360,0	3 207,5	3 131,6	3 075,7	3 031,2	2 983,1	2 937,3
Dług / EV	9,8%	16,1%	16,6%	15,4%	13,5%	11,4%	8,8%	6,0%	4,1%	2,2%	0,0%
CAPEX / Przychody	9,6%	15,9%	5,9%	3,2%	2,6%	2,6%	5,2%	5,1%	5,0%	4,8%	4,7%
CAPEX / Amortyzacja	212,6%	326,4%	112,2%	58,7%	48,3%	50,4%	104,9%	106,3%	104,9%	103,6%	102,5%
Amortyzacja / Przychody	4,5%	4,9%	5,2%	5,4%	5,3%	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%
Zmiana KO / Przychody	1,1%	2,2%	1,8%	2,4%	2,0%	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	10,3%	21,9%	23,5%	24,9%	24,8%	25,2%	25,9%	26,1%	26,3%	26,3%	26,3%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E*	14,1	12,0	14,6	13,5	11,9	10,9	10,2	9,7	9,4	9,1	8,8
P/BV*	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5
P/CE*	9,8	8,3	9,0	8,1	7,3	6,9	6,6	6,4	6,2	6,1	5,9
EV/EBITDA*	9,5	9,4	8,9	8,0	7,0	6,4	5,9	5,7	5,5	5,2	5,1
EV/EBIT*	13,1	13,4	13,1	12,0	10,4	9,2	8,4	8,0	7,7	7,3	7,0
EV/S*	1,6	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
BVPS	135,4	143,4	146,8	151,9	160,2	170,9	181,6	190,8	198,3	206,0	214,0
EPS	22,2	26,1	21,4	23,1	26,3	28,7	30,8	32,3	33,4	34,4	35,5
CEPS	31,9	37,7	34,8	38,4	42,6	45,1	47,3	49,0	50,3	51,6	52,9
DPS	14,4	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	20,1	23,1	25,8	26,7	27,5
Payout ratio	80,5%	81,1%	69,0%	84,1%	77,8%	68,6%	70,0%	75,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 313,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

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	kurs	WIG
akumuluj	344,6	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	8.11.2013	197,4	53 317
akumuluj	187,5	akumuluj	162,8	20.08.2013	170,3	49 334
akumuluj	162,8	trzymaj	127,7	8.03.2013	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	5.11.2010	119,7	47 040
redukuj	103,2	akumuluj	118,7	16.02.2010	117,5	38 760
akumuluj	118,7	kupuj	103,4	9.11.2009	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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	5	38%
Akumuluj	4	31%
Trzymaj	2	15%
Redukuj	2	15%
Sprzedaj	0	0%

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;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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 portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 02.06.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 07.06.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 rekomendację 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 6 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 zbliżne 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 bankowości 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

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 02.06.2016 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki
- BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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 ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.