



Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAMJ)

WYCENA 18,8 PLN

15 LUTY 2016

Okres 2H'15 roku oraz poczatek 2016 roku nie byly pomyślne dla notowań Seleny FM. Od naszej ostatniej rekomendacji (z lipca'15), w której obniżyliśmy zalecenie z Kupuj na Trzymaj notowania spadły o 26% (WIG w tym czasie stracił 16%). Za słabym sentymentem do akcji Seleny FM stało naszym zdaniem kilka czynników: i) ceny ropy utrzymują się na niskich poziomach, co odbija się na koniunkturze na rynkach wschodnich (i słabości takich walut jak RUB czy KZT) a dodatkowe marże, które spółka powinna konsumować jako odbiorca surowców ropopochodnych pozostały w dużej mierze u ich producentów, ii) wyniki 2015 roku były nieco poniżej naszych poprzednich założeń, iii) rynek negatywnie odebrał objęcie przez spółkę obligacji emitowanych przez głównego akcjonariusza o wartości 60 mln PLN (2,6 PLN/akcję). Obecnie kapitalizacja spółki wynosi 343 mln PLN vs ponad 500 mln PLN jeszcze w 2Q'15. Oceniamy, że rynek zbyt mocno przereagował negatywne czynniki. Szacujemy, że raportowana EBITDA w 2015 roku przekroczy 80 mln PLN (przy saldzie pozostałej działalności na -17 mln PLN). EV obecnie kształtuje się na poziomie 506 mln PLN (uwzględniając 60 mln PLN długu na finansowanie objętych obligacji). W 2016 roku zakładamy niewielką poprawę do 84 mln PLN (konserwatywnie przyjmujemy w scenariuszu bazowym dalsze spadki sprzedaży na rynkach wschodnich, mimo, że ciągną się już od 1Q'14). Uważamy, że w średnim terminie spółka może stawiać sobie ambitniejsze cele, biorąc pod uwagę podejmowane działania i rezerwy po stronie kosztowej w skali grupy, które dają naszym zdaniem szansę na poprawę rentowności (lepszy mix produktowy, większy nacisk na R&D, implementacja systemu ERP, ograniczanie ryzyka rynku rosyjskiego i powiązanych). Zwracamy uwagę, że biorąc pod uwagę historyczne wskazania EV/EBITDA spółka wyceniana jest relatywnie tanio a na rynku znajdują inwestorzy gotowi płacić za spółki z branży materiałów budowlanych nawet 9xEBITDA (wezwanie na Ferro). Decydujemy się zmienić zalecenie z Trzymaj na Kupuj, ustalając cenę docelową na 18,8 PLN (poprzednio: 22,3 PLN).

Dotychczas mocny spadek cen ropy bardziej spółce zaszkodził niż pomógł. Gospodarki rynków wschodnich, na które spółka ma ekspozycję (Rosja, Kazachstan, Brazylia...) znalazły się pod silną presją (co przełożyło się na dewaluację lokalnych walut). Natomiast spadek cen surowców wykorzystywanych przez spółkę nastąpił w ograniczonym zakresie (dodatkowe zyski zostały skonsumowane przede wszystkim przez producentów petrochemikaliów). Mimo trudnych warunków zakładamy, że spółce udało się wypracować ok. 80 mln PLN EBITDA w 2015 a jej sytuacja wygląda sporo lepiej niż przy poprzednich zawirowaniach (rok 2011). Przy spadku sprzedaży udało się odnotować wzrost marży brutto, który w większej mierze odbył się dzięki działaniom wewnętrznym niż czynnikowi surowcowemu – uważamy, że powinno to zaowocować w łatwiejszych dla spółki czasach.

Wskaźnik EV/EBITDA'16 wg naszych prognoz to 5,8x. W stosunku do historycznych odczytów spółka handlowana jest z dyskontem. Wyraźne dyskonto notowane jest także do grupy porównawczej. Zwracamy uwagę, że w wynikach 2015 roku ujęte jest 17 mln PLN ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej oraz 20 mln PLN ujemnych różnic kursowych.

Wycena DCF [PLN]	18,7
Wycena porównawcza [PLN]	19,1
Wycena końcowa [PLN]	18,8
Potencjał do wzrostu / spadku	25,5%
Koszt kapitału	10,0%

Cena rynkowa [PLN]	15,0
Kapitalizacja [mln PLN]	342,5
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	19,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,4

Stopa zwrotu za 3 mc	-6,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-24,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-33,2%

Struktura akcjonariatu:	
AD Niva	41,8%
Syrius Investments	35,3%
Pozostali	23,0%

*podmioty kontrolowane przez K.Domareckiego

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

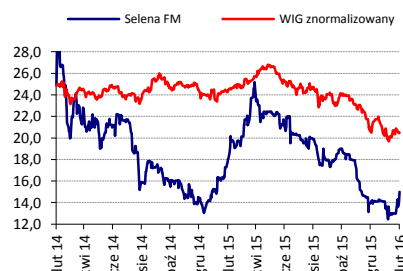
tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 113,9	1 103,4	1 000,1	995,0	1 024,9	1 046,9
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	80,1	80,9	72,9	72,3	76,2	78,5
EBITDA [mln PLN]	75,9	90,5	81,8	83,3	87,2	89,3
EBIT [mln PLN]	50,2	65,6	56,4	57,4	60,8	62,8
Zysk netto [mln PLN]	20,5	20,8	24,4	38,0	45,7	45,0
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E	16,7	16,5	14,0	9,0	7,5	7,6
EV/EBITDA	5,8	5,2	6,2	5,9	4,6	4,2
EV/EBITDA skoryg.*	5,8	5,2	6,1	5,1	4,6	4,2
EV/EBIT	8,8	7,2	9,0	8,5	6,6	6,0

*przy ujęciu objętych obligacji wyemitowanych przez głównego akcjonariusza jako ekwiwalentu gotówki



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
TRANSAKCJA Z GŁÓWNYM AKCJONARIUSZEM	8
OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE	9
PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 2Q'15 I KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

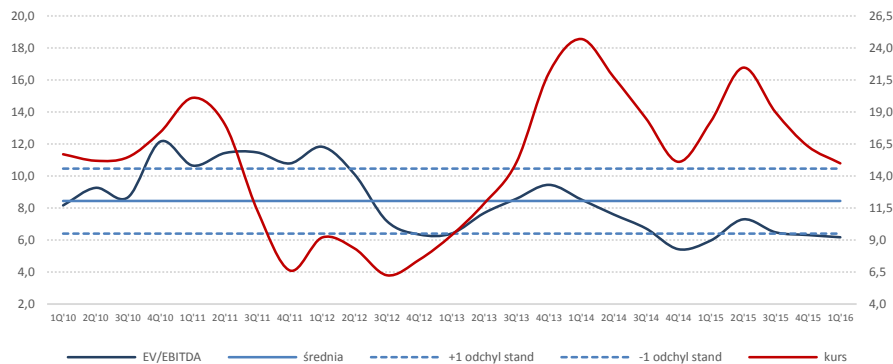
Wycena spółki Seleni FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 19,1 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 18,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 18,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	18,7
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	19,1
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	17,6
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	20,7
Wycena 1 akcji Seleni FM [PLN]		18,8

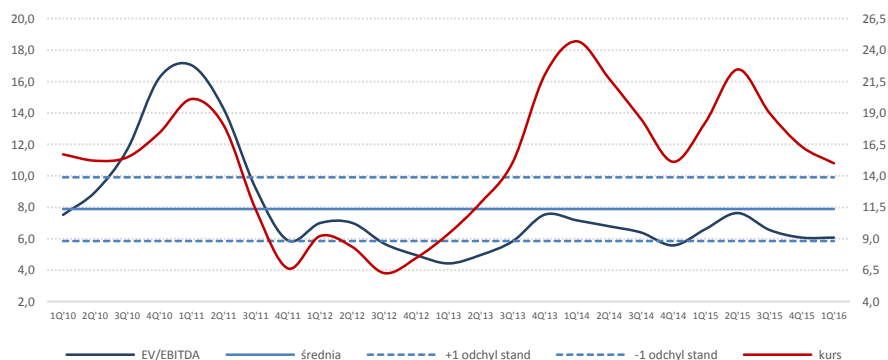
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu a bieżąca EV/EBITDA (za poprzednie 4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 1Q'16 – kurs bieżący

Zachowanie kursu a EV/EBITDA(4Q do przodu łącznie z bieżącym)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 1Q'16 – kurs bieżący

Bieżąca EV/EBITDA spółki za poprzednie cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 1Q'15-4Q'15P) wynosi 6,3x (z uwzględnieniem dodatkowego długu, który finansuje nabyte obligacje – bez długu skorygowany wskaźnik wynosiłby 5,4x). Historycznie rzecz spoglądając jest to relatywnie tanio. Średnia za okres notowań spółki od 2010 roku to 8,4x (okres 2008-09 wyłączyliśmy z obliczeń ze względu na duże rozchylanie kursu i wyników – jednak średnia wychodzi bardzo podobna – 8,2x). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 6,4x. Historycznie poziomy w okolicach 6x przynosił dobry moment na zakup akcji spółki.

Podobne ćwiczenie wykonaliśmy także dla estymacji EBITDA na przyszłe cztery kwartały (licząc z bieżącym – w takim układzie obecnie jest to 1Q'16-4Q'16). Tak liczona EV/EBITDA spółki na kolejne cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 1Q'16-4Q'16P) wynosi 6,0x (z uwzględnieniem dodatkowego długu, który finansuje nabyte obligacje). Historycznie rzecz spoglądając także jest to relatywnie tanio. Średnia za okres 2010-1Q'16 to 7,9x (8,3x za cały okres pobytu spółki na GPW). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 5,9x.

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 rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2016 rok spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie nieco niższym niż w 2015 roku, ale nadal w okolicy 1,0 mld PLN. Odpowiada za to przede wszystkim dalszy spadek sprzedaży r/r w Rosji wyrażony w EUR (drugi wartościowo rynek po Polsce dla spółki).
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że >50% mogą stanowić „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Przy poprzednim załamaniu cen ropy w 2008/09 roku spółka była w stanie zwiększyć marżę nawet o kilka punktów r/r. W obecnym okresie marże konsumują jednak przede wszystkim producenci surowców chemicznych, którzy utrzymali relatywnie wysokie ceny swoich produktów, poprzez ograniczenie podaży. Spółce nie pomaga także osłabienie walut na rynkach importowych (konieczność walki cenowej z lokalną konkurencją). W modelu przyjmujemy, że spółka zanotuje w 2016 roku marżę brutto na podobnym poziomie jak w 2015 roku. Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.

Założenia dla cen ropy

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Brent [USD/bbl]	99	52	34	41	44	46	48	50	50	51	51	51

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, średnia roczna

- Estymujemy, że rentowność EBITDA w 2015 i kolejnych latach będzie oscylować w okolicach 8-8,5% (ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej w długim terminie utrzymujemy na poziomie 1,5% przychodów). Dostrzegamy nadal przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży (lepsze receptury produktów, wyższa efektywność dzięki systemowi ERP, poprawa wyników w zakładach produkcyjnych w Turcji, Hiszpanii, Rumunii czy w Chinach).
- Cykl konwersji gotówki przyjmujemy na poziomie 76 dni w długim terminie (w ostatnich latach wahał się w przedziale 62-82 dni w ujęciu rocznym).
- Przyjmujemy nieco większy CAPEX w 2016 roku (m.in. inwestycje w dział R&D, ERP), w kolejnych latach zakładamy go na poziomie zbliżonym do amortyzacji (nasz prognoza przychodów jest relatywnie płaska, spółka dysponuje niewykorzystanym potencjałem w części obszarów – Hiszpania, Chiny, Rumunia).
- W modelu ujmujemy wykup całości emitowanych przez AD Niva obligacji z końcem 2017 roku (w przepływach uwzględniamy także uzyskane odsetki).
- Stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19% - zwracamy jednak uwagę, że spółka może uzyskiwać niższą efektywną stawkę podatku (tarcza podatkowa z transakcji sprzedaży spółek zależnych w ramach grupy oraz ulgi z SSE).
- Wzrost FCFF w okresie rezydualitywnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto według prognozy na koniec 2015 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 22,8 mln akcji, a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 15 lutego 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 426,9 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 18,7 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	995,0	1 024,9	1 046,9	1 065,4	1 076,8	1 087,4	1 101,5	1 115,6	1 129,3	1 143,3
EBIT [mln PLN]	57,4	60,8	62,8	64,4	65,0	65,6	66,5	67,5	68,5	69,5
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,9	11,6	11,9	12,2	12,3	12,5	12,6	12,8	13,0	13,2
NOPLAT [mln PLN]	46,5	49,3	50,9	52,2	52,6	53,1	53,8	54,6	55,5	56,3
Amortyzacja [mln PLN]	26,0	26,4	26,4	26,5	26,6	26,6	26,7	26,7	26,7	26,7
CAPEX [mln PLN]	-39,8	-27,2	-27,5	-27,7	-27,6	-27,4	-27,3	-27,2	-27,1	-27,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-3,2	-6,2	-4,8	-4,1	-2,5	-2,3	-3,1	-3,1	-3,0	-3,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]**	4,0	64,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	52,9
FCF [mln PLN]	33,4	106,3	44,9	46,9	49,2	50,0	50,1	51,0	52,0	21,5
DFCF [mln PLN]	31,1	90,5	35,0	33,4	31,9	29,6	27,0	25,0	23,2	21,5
Suma DFCF [mln PLN]	348,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	597,0		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	242,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	590,1									
Dług netto 2015P [mln PLN]	163,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	426,9									
Ilość akcji [mln szt.]	22,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	18,7									
Przychody zmiana r/r	-0,5%	3,0%	2,1%	1,8%	1,1%	1,0%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	1,8%	6,0%	3,3%	2,5%	0,9%	0,9%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r*	-	218,0%	-57,7%	4,3%	4,8%	1,7%	0,1%	1,9%	2,0%	1,7%
Marża EBITDA	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%
Marża EBIT	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%
Marża NOPLAT	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
CAPEX / Przychody	4,0%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	153,3%	102,9%	104,2%	104,5%	103,7%	102,9%	102,4%	102,0%	101,5%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	0,6%	0,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-63,1%	20,7%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *uwzględnia zrealizowane różnice kursowe, **zakładane przepływy z inwestycji w obligacje AD Niva

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	78,3%	84,2%	87,2%	89,9%	92,6%	94,5%	96,2%	97,9%	99,6%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	21,7%	15,8%	12,8%	10,1%	7,4%	5,5%	3,8%	2,1%	0,4%	0,0%
WACC	8,8%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski 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	20,4	21,6	23,2	25,2	27,7	31,3	36,3	44,3	58,7
	0,8	19,2	20,3	21,6	23,3	25,4	28,3	32,4	38,4	48,5
	0,9	18,0	19,0	20,2	21,6	23,4	25,8	29,1	33,8	41,2
	1,0	17,0	17,8	18,9	20,1	21,7	23,7	26,3	30,1	35,7
	1,1	16,0	16,8	17,7	18,8	20,1	21,8	24,0	27,1	31,4
	1,2	15,2	15,8	16,6	17,6	18,7	20,2	22,0	24,5	28,0
	1,3	14,4	15,0	15,7	16,5	17,5	18,7	20,3	22,4	25,2

Źródło: Dom Maklerski 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%	20,1	21,4	22,9	24,8	27,3	30,6	35,5	43,0	56,3
	4%	17,4	18,3	19,4	20,7	22,3	24,5	27,4	31,5	37,7
	5%	15,2	15,8	16,6	17,6	18,7	20,2	22,0	24,5	28,0
	6%	13,3	13,8	14,4	15,1	16,0	17,0	18,2	19,9	22,0
	7%	11,8	12,2	12,6	13,1	13,8	14,5	15,4	16,5	17,9
	8%	10,4	10,7	11,1	11,5	12,0	12,5	13,2	14,0	14,9
	9%	9,3	9,5	9,8	10,1	10,5	10,9	11,4	12,0	12,7

Źródło: Dom Maklerski 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%	36,6	34,3	32,3	30,4	28,8	27,3	25,9	24,6	23,4
	4%	31,7	29,3	27,3	25,4	23,8	22,3	21,0	19,8	18,7
	5%	27,7	25,4	23,4	21,7	20,1	18,7	17,5	16,4	15,4
	6%	24,6	22,3	20,4	18,7	17,3	16,0	14,8	13,8	12,8
	7%	22,0	19,8	18,0	16,4	15,0	13,8	12,7	11,7	10,8
	8%	19,8	17,7	16,0	14,4	13,1	12,0	11,0	10,0	9,2
	9%	18,0	16,0	14,3	12,8	11,6	10,5	9,5	8,7	7,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 30% i 70%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 437,0 mln PLN, czyli 19,1 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		19,1
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	17,6
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	20,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Ferro	10,2	10,0	9,8	9,0	8,9	8,7
Nowa Gala	35,0	30,6	25,3	5,6	5,4	5,2
Libet	7,5	6,6	5,8	4,2	3,8	3,5
Śnieżka	13,6	13,0	12,5	9,3	8,9	8,6
Megaron	8,5	8,1	7,9	4,4	4,4	4,3
Mediana	10,2	10,0	9,8	5,6	5,4	5,2
Selena FM	9,0	7,5	7,6	5,9	4,6	4,2
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-11,4%	-25,2%	-22,6%	4,1%	-14,7%	-19,1%
Wycena wg wskaźnika	16,9	20,0	19,4	14,2	18,0	18,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		18,8			17,0	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	17,6					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Henkel	9,1	8,5	8,0	5,4	4,6	4,0
Akzo Nobel	12,1	11,2	11,1	6,1	5,6	5,2
Uzin Utz	13,9	10,9	10,5	7,9	6,9	6,5
RPM	13,3	12,2	11,3	8,4	7,5	6,6
HB Fuller	13,9	12,3	10,9	8,0	7,0	6,2
Sika	14,7	13,3	11,3	7,9	7,1	5,8
Sto SE & Co	9,8	9,1	8,8	4,6	4,0	3,6
Saint Gobain	13,3	10,9	11,5	5,5	4,8	4,3
Mediana	13,3	11,1	11,0	7,0	6,3	5,5
Selena FM	9,0	7,5	7,6	5,9	4,6	4,2
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-32,4%	-32,2%	-30,8%	-16,2%	-26,5%	-23,3%
Wycena wg wskaźnika	22,2	22,1	21,7	19,1	21,3	20,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		22,0			20,2	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	20,7					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

TRANSAKcja Z GŁÓwnYM AKCJONARIUSZEM

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
AD Niva*	9 538 000	41,8%	13 538 000	50,5%
Syrius Investments*	8 050 000	35,3%	8 050 000	30,0%
Pozostali	5 246 000	23,0%	5 246 000	19,55%
Razem	22 834 000	100,0%	26 834 000	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *jednostki kontrolowane przez Krzysztofa Domareckiego

24 czerwca spółka opublikowała komunikat, według którego zarząd przyjął ofertę objęcia obligacji o wartości nie większej niż 60 mln PLN, przedłożoną przez spółkę AD Niva (obligacje w pełnej kwocie zostały objęte stopniowo do końca 2015 roku). Podmiot ten posiada 50,5% głosów na WZA Seleny FM. Jedynym jego udziałowcem jest Krzysztof Domarecki, obecnie przewodniczący RN Seleny FM. AD Niva wyemituje obligacje imienne, niezabezpieczone, skierowane w całości do Seleny FM. Oprocentowanie zostało ustalone na 6,7% w skali roku. Nabycie sfinansowane zostanie ze środków własnych spółki. Wykup zaplanowano najpóźniej do 31 grudnia 2017 roku.

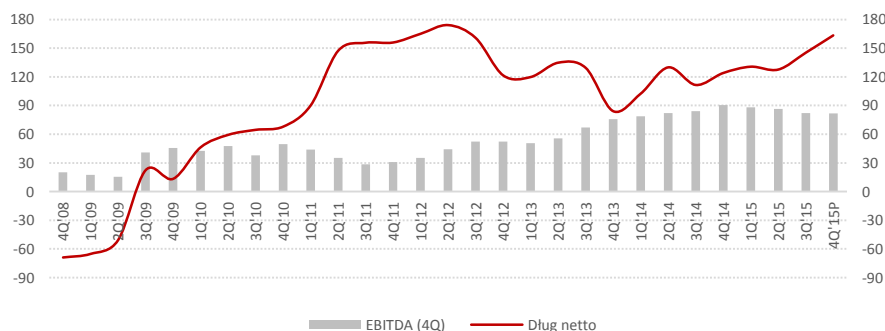
BDM:

Zarząd ani główny akcjonariusz nie informowali wcześniej o możliwości tego typu transakcji. Wcześniej dochodziło co prawda do mniejszych przepływów pomiędzy Seleną FM a spółkami Krzysztofa Domareckiego, ale miały one śladowy charakter, jak np. transakcje na obligacjach z Universal Energy (1,9 mln PLN wg sprawozdania finansowego za 3Q'14 oraz 0,9 mln PLN w 1Q'15), spółką z obszaru górniczego (znaną głównie z przejściowego zainteresowania restrukturyzacją kopalń).

Trudno nam sobie wyobrazić, by przy tak dużym zaangażowaniu K. Domareckiego w akcjonariacie Seleny, transakcja z AD Nivą miała być ostatecznie niekorzystna dla spółki. Z drugiej jednak strony rodzi ona pytania ze strony akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ ilość przekazanych informacji do dziś jest ograniczona: i) cel emisji (dodatkowo czy „projekt” jest w jakiś sposób komplementarny do obecnego biznesu Seleny) czy ii) kwestia refinansowania po 2017 roku.

Zwracamy także uwagę, że zarząd zaznaczył, że inwestycja dokonana będzie ze środków własnych a oprocentowanie obligacji ustalono poniżej szacowanego przez nas kosztu kapitału własnego (czy nawet WACC, patrząc w skali struktury finansowania całej grupy) a także poniżej możliwego do uzyskania ROE. Z punktu widzenia cash flow spółki, transakcja jest mniejsza niż roczna EBITDA.

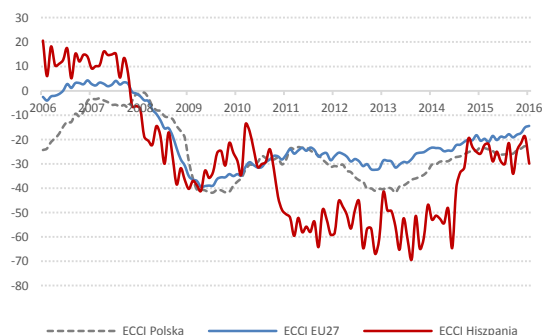
EBITDA narastająco i dług netto [mln PLN]



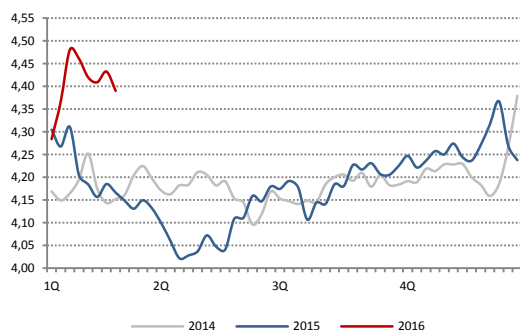
Źródło: BDM S.A., spółka

OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE

Wskaźnik zaufania w budownictwie

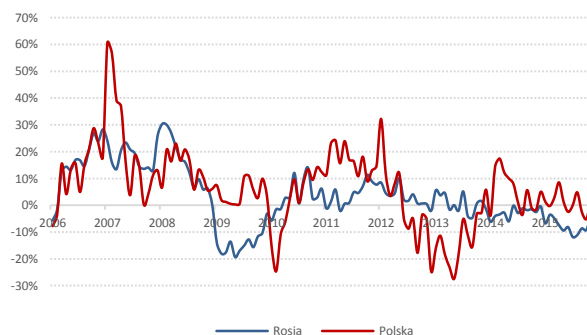


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska
EUR/PLN

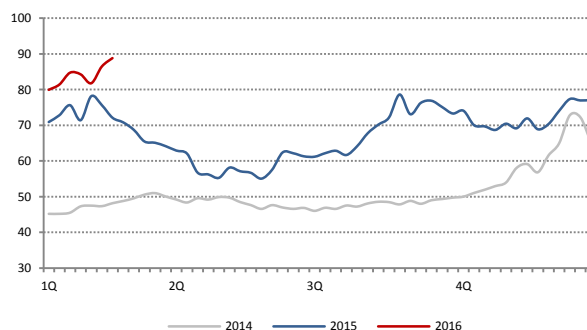


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja budowlana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/RUB



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

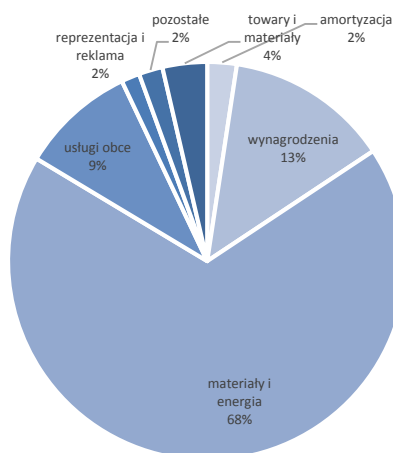
Geograficznie najważniejszymi rynkami dla Seleny FM są Polska oraz Rosja. Spółka realizuje także istotną sprzedaż w Hiszpanii, Kazachstanie, Turcji czy Rumunii. Śladowa w skali grupy pozostaje nadal sprzedaż w Chinach (gdzie kilka lat temu wybudowano własny zakład produkcyjny – głównym pomysłem na wypełnienie jego mocy produkcyjnych jest eksport, m.in. jako private label).

Najbardziej bolesną sprawą dla spółki jest od 2014 roku rynek rosyjski. W 2014 roku sprzedaż w EUR spadła na nim o 9%, a 2015 szacujemy, że o kolejne ok. 25%. Pewnym pozytywnym sygnałem jest, że od 2H'15 ujemne dynamiki produkcja budowlanej w Rosji zaczęły się nieco poprawiać i zmierzać w kierunku zera. Nadal niespokojna jest sytuacja na rynku walutowym (głównie w ślad za spadkiem cen ropy), obecnie EUR/RUB oscyluje w okolicach poziomu 90. Ekspozycja spółki na tą parę na koniec 3Q'15 wynosiła ok. 14 mln EUR (nieco niżej niż rok wcześniej ze względu na niższą sprzedaż, spółka w miarę możliwości stara się też stosować hedging).

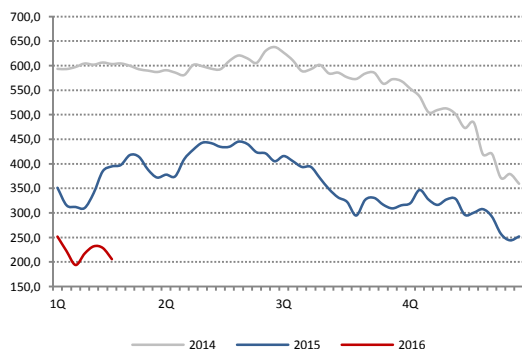
Pozytywów w ostatnich kwartałach zaczęła dostarczać z kolei Hiszpania, której gospodarka w dość dobrym tempie zaczęła się odbudowywać. Pytaniem jest czy obecne zamieszanie na rynkach kredytowych (problemem dla europejskich banków jest m.in. ekspozycja na rynek surowców) nie odbije się w szybko sposób na zaufaniu konsumentów do realnej gospodarki.

Na rynku polskim 2015 rok był mocno przeciętny. Dodatkowo dość niekorzystnie wygląda sytuacja na rynku pap (Seleny FM obecna jest na nim przez Matizol), gdzie niskie ceny asfaltu oraz słaba waluta wzmocniły pozycję rosyjskiego czołowego producenta (TechnoNicol). W 2016 popyt powinien być stymulowany przez inwestycje deweloperskie (naturalny rynek dla Seleny FM), pośrednio rynek remontowy może także rozruszać wprowadzenie programu 500 plus.

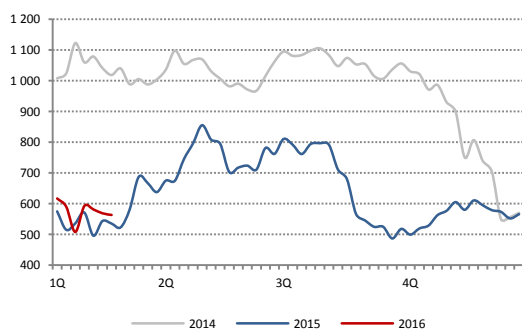
Struktura kosztów rodzajowych – skonsolidowane



Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2014
Cena ropy Brent [USD/bbl]



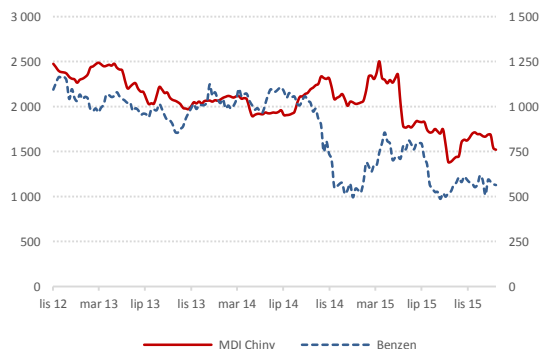
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena benzenu [EUR/t]



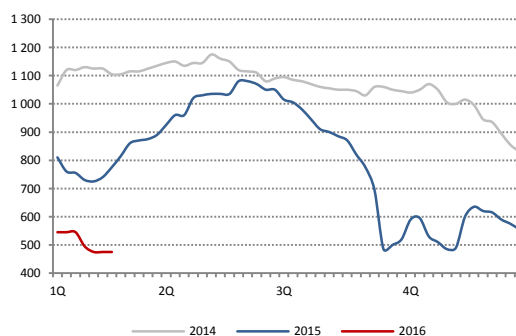
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI

- Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (ponad 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce).
- Łącznie nieco ponad 20% stanowią obecnie koszty wynagrodzeń (zatrudnienie w ostatnich 3 latach ustabilizowało się na poziomie ok 1,6-1,7 tys osób) oraz usług obcych. Relatywnie niski jest udział w amortyzacji w kosztach ogółem (3%).
- Podstawowymi surowcami w grupie poliuretanów są MDI (najważniejszy surowiec; powstaje na bazie benzenu) oraz poliole (na bazie propylenu), a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu. Wśród innych surowców można wymienić np. asfalty, kwas akrylowy, TCPP, DME, kauczuk. Ceny opakowań zależą od kosztu tworzyw sztucznych (m.in. polietylen).
- Większość surowców zużywanych przez spółkę w mniejszym stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej (ruchy cenowe następuje zwykle z kilkumiesięcznym opóźnieniem: ropa ->benzen/propylen->MDI/poliole). W 2015 roku istotne znaczenie odgrywał jednak czynnik podażowy (m.in. ograniczanie dostępności surowca przez producentów poprzez wstrzymanie instalacji). Dostawcami są zazwyczaj duże koncerny chemiczne m.in. BASF, Bayer czy PCC Rokita. Walutą rozliczeniową przy zakupie surowca jest EUR.

Cena MDI Chiny vs cena benzenu [EUR/t]

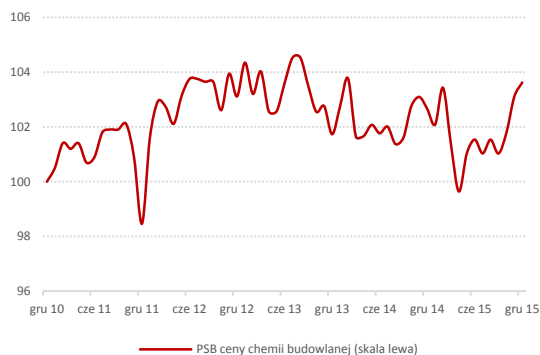


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Cena propylenu [EUR/t]

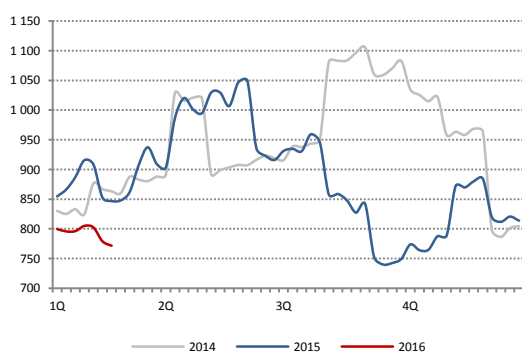


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych składników do produkcji polioli)

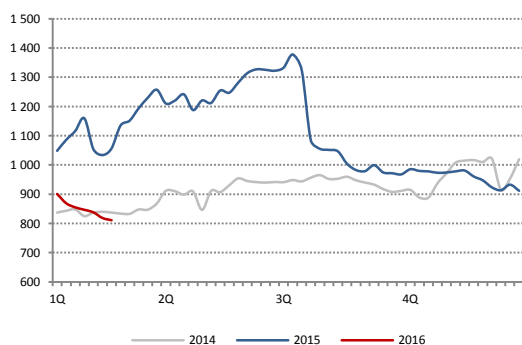
Indeks cen chemii budowlanej w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB
Octan winylu Chiny [EUR/t]



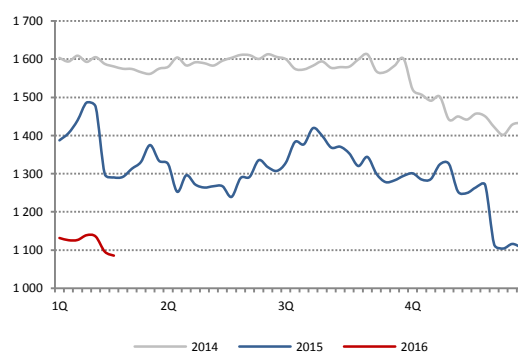
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]



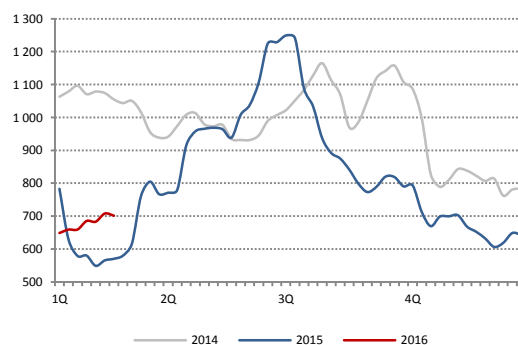
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- W 1Q'15 mocno spadły ceny MDI na rynku europejskim W 2/3Q'15 zaczęły się jednak podnosić (warto obserwować notowania benzenu), by w końcu roku znów spaść. W przypadku polioli ceny były bardziej stabilne i utrzymują się na relatywnie wysokich poziomach.
- Z innych grup surowców mocno spadły ceny asfaltu (do produkcji pap) – tu jednak profity zgarnia głównie rosyjska konkurencja, mające dostęp do jeszcze tańszego asfaltu niż w Europie oraz korzystająca na słabym RUB.
- Na minus wyróżniały się długi czas m.in. silikony, ale benchmarki azjatyckie wskazują na obniżenie cen.
- Dodatkowe marże skonsumowali w 2015 roku więc przede wszystkim producenci surowców ropopochodnych a nie ich odbiorcy ich produktów (vide raportowane marże PKN Orlen w pet-chemie).
- Wg indeksu PSB po presji na ceny chemii budowlanej w Polsce w 1H'15 (brakuje nam dokładnej konstrukcji indeksu, ale na widocznym na bocznym wykresie spadku mogły zaważyć papy), druga część roku przyniosła odbicie cen.
- Obecnie sytuacja na rynku surowcowym wygląda dla spółki dość korzystnie. Problemem w przełożeniu jej na marże są dewaluacje kursów walut na wielu rynkach eksportowych (spadek opłacalności importu).

Kwas akrylowy [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Butadien Korea [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 4Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Wybrane dane historyczne wg segmentów* [mln PLN]

[mln PLN]	1Q'12	2Q'12	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
Przychody	186,9	288,9	329,5	255,7	184,2	301,3	346,5	281,9	200,1	302,7	337,5	263,1	185,8	272,7	300,6
Polska*	82,2	127,1	145,0	101,9	71,8	127,2	158,7	110,1	88,1	128,2	128,3	107,9	78,0	114,5	118,6
pozostałe kraje UE	51,5	59,9	56,4	48,1	44,3	57,4	55,0	45,1	47,4	56,2	70,3	34,1	48,9	48,4	62,3
Europa Wschodnia i Azja	46,5	94,5	119,9	98,0	59,0	107,0	122,7	117,9	53,4	105,4	126,8	108,1	46,0	95,5	105,6
Ameryka Płn. i Płd.	6,6	7,4	8,2	7,7	9,1	9,7	10,1	8,9	11,3	12,9	12,0	13,1	12,9	14,2	14,0
zmiana r/r	9,8%	10,3%	1,4%	-3,5%	-1,4%	4,3%	5,2%	10,3%	8,6%	0,5%	-2,6%	-6,7%	-7,2%	-9,9%	-10,9%
Polska*	5,0%	9,4%	-0,9%	-14,5%	-12,6%	0,1%	9,5%	8,0%	22,6%	0,8%	-19,2%	-2,0%	-11,4%	-10,6%	-7,5%
pozostałe kraje UE	6,6%	-0,5%	-22,1%	5,5%	-14,1%	-4,2%	-2,6%	-6,3%	7,0%	-2,0%	27,9%	-24,4%	3,1%	-14,0%	-11,4%
Europa Wschodnia i Azja	27,7%	20,4%	22,2%	8,3%	26,8%	13,3%	2,3%	20,3%	-9,6%	-1,5%	3,4%	-8,3%	-13,8%	-9,4%	-16,7%
Ameryka Płn. i Płd.	-7,7%	4,6%	-0,5%	-20,2%	38,0%	30,8%	23,8%	15,7%	24,7%	33,4%	18,8%	47,0%	13,7%	10,3%	16,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	50,8	80,9	91,8	69,5	50,6	88,9	102,9	83,4	59,1	88,7	103,6	77,7	55,0	85,0	98,9
marża	27,2%	28,0%	27,9%	27,2%	27,5%	29,5%	29,7%	29,6%	29,5%	29,3%	30,7%	29,5%	29,6%	31,2%	32,9%
Koszty sprzedaży	39,1	45,3	42,9	44,0	35,1	44,5	44,9	43,6	39,3	46,3	44,7	41,2	38,7	43,1	44,4
/przychody	20,9%	15,7%	13,0%	17,2%	19,1%	14,8%	13,0%	15,5%	19,6%	15,3%	13,2%	15,7%	20,8%	15,8%	14,8%
Koszty zarządu	18,9	19,4	18,9	20,2	19,0	19,0	19,4	20,0	21,2	17,9	18,7	19,0	20,2	19,7	17,7
/przychody	10,1%	6,7%	5,7%	7,9%	10,3%	6,3%	5,6%	7,1%	10,6%	5,9%	5,5%	7,2%	10,9%	7,2%	5,9%
Saldo PPO/PKO	0,9	-4,4	-5,1	-8,2	-4,6	-8,8	-3,1	-13,5	-4,0	-4,5	-2,1	-4,7	-3,9	-3,9	-3,2
/przychody	0,5%	-1,5%	-1,6%	-3,2%	-2,5%	-2,9%	-0,9%	-4,8%	-2,0%	-1,5%	-0,6%	-1,8%	-2,1%	-1,4%	-1,1%
EBIT	-6,3	11,8	24,8	-2,9	-8,2	16,7	35,4	6,3	-5,4	20,1	38,1	12,8	-7,8	18,2	33,6
marża	-3,4%	4,1%	7,5%	-1,1%	-4,4%	5,5%	10,2%	2,2%	-2,7%	6,6%	11,3%	4,9%	-4,2%	6,7%	11,2%
EBITDA	-0,5	18,0	31,2	3,6	-2,0	23,0	42,3	12,6	0,8	26,4	44,3	19,1	-1,6	24,6	39,8
UE**	14,7	32,7	49,7	28,8	17,5	49,7	50,2	30,6	22,6	45,1	47,2	28,9	16,5	39,0	42,4
Europa Wschodnia i Azja	-1,7	4,3	7,0	1,6	-0,1	3,1	6,6	-0,7	-1,3	3,7	9,7	10,0	-0,4	7,1	12,2
Ameryka Płn. i Płd.	-0,3	0,1	-0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	0,7	0,4	1,1	0,7	0,9	0,9
Nieprzypisane	-13,2	-19,1	-25,4	-26,9	-20,1	-30,2	-14,7	-18,3	-21,2	-23,1	-13,0	-21,0	-18,4	-22,3	-15,7
marża EBITDA	-0,2%	6,2%	9,5%	1,4%	-1,1%	7,6%	12,2%	4,5%	0,4%	8,7%	13,1%	7,3%	-0,8%	9,0%	13,2%
UE	11,0%	17,5%	24,7%	19,2%	15,1%	26,9%	23,5%	19,7%	16,7%	24,5%	23,8%	20,4%	13,0%	23,9%	23,4%
Europa Wschodnia i Azja	-3,7%	4,6%	5,9%	1,6%	-0,2%	2,9%	5,4%	-0,6%	-2,4%	3,5%	7,6%	9,3%	-0,8%	7,5%	11,6%
Ameryka Płn. i Płd.	-3,9%	1,3%	-2,3%	1,7%	7,8%	4,0%	3,0%	11,3%	5,6%	5,4%	3,5%	8,6%	5,5%	6,0%	6,7%
Nieprzypisane	-7,1%	-6,6%	-7,7%	-10,5%	-10,9%	-10,0%	-4,2%	-6,5%	-10,6%	-7,6%	-3,9%	-8,0%	-9,9%	-8,2%	-5,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, * od 1Q'11 spółka raportuje segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (ujęcie sprzedaży produktów private label do m.in. Europy Wschodniej w segmencie Polska/UE), ** łącznie z Polską

Prognozy wyników na 4Q'2015

	4Q'14	4Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody	263,1	241,1	-8,4%	1 103,4	1 000,1	-9,4%	995,0	-0,5%	1 024,9	3,0%
Wynik brutto na sprzedaży	77,7	76,6	-1,5%	329,2	315,4	-4,2%	313,1	-0,7%	322,7	3,1%
Zysk na sprzedaży	17,5	17,9	2,2%	80,9	72,9	-9,9%	72,3	-0,8%	76,2	5,4%
PPO/PKO	-4,7	-5,5	17,6%	-15,3	-16,5	7,9%	-14,9	-9,6%	-15,4	3,0%
EBITDA	19,1	18,9	-0,7%	90,5	81,8	-9,6%	83,3	1,8%	87,2	4,7%
EBIT	12,8	12,4	-3,4%	65,6	56,4	-14,1%	57,4	1,8%	60,8	6,0%
Zysk brutto	-12,3	3,7	-	28,0	33,5	19,7%	47,0	40,3%	56,4	20,2%
Zysk netto	-10,8	3,5	-	20,8	24,4	17,3%	38,0	55,7%	45,7	20,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	31,8%		29,8%	31,5%		31,5%		31,5%	
Marża EBITDA	7,3%	7,9%		8,2%	8,2%		8,4%		8,5%	
Marża EBIT	4,9%	5,1%		5,9%	5,6%		5,8%		5,9%	
Marża zysku netto	-4,1%	1,5%		1,9%	2,4%		3,8%		4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obecnie głównym wyzwaniem stojącym przed spółką jest zastopowanie spadku sprzedaży, który jest pochodną załamania się kierunku wschodniego (m.in. Rosja, która jest drugim po Polsce rynkiem zbytu dla spółki i wg naszych szacunków odpowiada za 1/5 przychodów ogółem grupy, ale także Kazachstan, który zaczął odczuwać kłopoty z pewnym opóźnieniem czy Ukraina, gdzie działalność musiała być zdecydowanie ograniczona). Na początku roku sądziliśmy, że ubytek przychodów, który przekłada się na spadek EBITDA, uda się częściowo rekompensować przez spadek cen surowców. Kolejne miesiące przyniosły jednak spłot czynników, które skomplikowały realizację takiego scenariusza. Ceny ropy spadły nawet niżej niż przypuszczaliśmy, ale dodatkowe marże w łańcuchu surowcowym skonsumowali przede wszystkim producenci surowców ropopochodnych a nie ich odbiorcy. Dodatkowo mocno osłabienie odnotowały lokalne

waluty rynków wschodzących, co dodatkowo utrudniło konkurencję spółce na rynkach, na których nie ma zlokalizowanych zakładów (m.in. dotyczy to Rosji).

Sezonowo 4Q jest już słabszy niż 2-3Q. Zakładamy, że w 4Q'15 wpływ na wyniki miały podobne czynniki jak w poprzednich kwartałach: trudności w sprzedaży w kierunku wschodnim, spadek cen surowców (przy czym w sporej części jest on „zjadany” przez presję cenową na rynkach wschodnich, związana z dewaluacją lokalnych walut) oraz wewnętrzne działania spółki (poprawa receptur, wprowadzanie bardziej zaawansowanych produktów itp.).

W 4Q'15 spodziewamy się około 8% spadku sprzedaży. Częściowo ten ubytek powinien być rekompensowany przez wspomniany wzrost marży brutto. Tym samym zakładamy, że na EBITDA wynik będzie bardzo zbliżony r/r. Na niższym poziomie spółka odczuje zawirowanie walutowe poprzez różnice kursowe (spodziewamy się kilku mln PLN straty z tego tytułu), jednak nie w tak dużej skali jak w 4Q'14.

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	2015P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	200,1	302,7	337,5	263,1	1 103,4	185,8	272,7	300,6	241,1	1 000,1	180,4	270,1	303,6	240,8	995,0
<i>zmiana r/r</i>	8,6%	0,5%	-2,6%	-6,7%	-0,9%	-7,2%	-9,9%	-10,9%	-8,4%	-9,4%	-2,9%	-0,9%	1,0%	-0,1%	-0,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	59,1	88,7	103,6	77,7	329,2	55,0	85,0	98,9	76,6	315,4	54,6	84,6	98,7	75,3	313,1
SG&A	60,5	64,2	63,4	60,2	248,3	58,9	62,8	62,1	58,7	242,5	57,2	62,2	62,7	58,6	240,8
Saldo PPO/PKO	-4,0	-4,5	-2,1	-4,7	-15,3	-3,9	-3,9	-3,2	-5,5	-16,5	-2,9	-2,9	-2,9	-6,3	-14,9
EBITDA	0,8	26,4	44,3	19,1	90,5	-1,6	24,6	39,8	18,9	81,8	0,9	25,9	39,5	16,9	83,3
<i>zmiana r/r</i>	-	14,6%	4,6%	51,4%	19,2%	-	-6,5%	-10,1%	-0,7%	-9,6%	-	5,3%	-0,7%	-10,7%	1,8%
EBIT	-5,4	20,1	38,1	12,8	65,6	-7,8	18,2	33,6	12,4	56,4	-5,6	19,5	33,1	10,4	57,4
Saldo finansowe	-12,5	1,6	-2,1	-25,1	-38,1	1,4	-3,0	-13,1	-8,7	-23,4	-6,4	-1,0	-1,6	-1,8	-10,8
Zysk (strata) brutto	-17,9	22,2	36,0	-12,3	28,0	-6,4	15,7	20,5	3,7	33,5	-11,9	18,4	31,5	9,0	47,0
Zysk (strata) netto	-16,8	17,5	30,9	-10,8	20,8	-7,8	11,0	17,7	3,5	24,4	-9,7	14,9	25,5	7,3	38,0
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	29,3%	30,7%	29,5%	29,8%	29,6%	31,2%	32,9%	31,8%	31,5%	30,3%	31,3%	32,5%	31,3%	31,5%
S&GA/przychody	30,2%	21,2%	18,8%	22,9%	22,5%	31,7%	23,0%	20,7%	24,3%	24,3%	31,7%	23,0%	20,7%	24,3%	24,2%
Marża EBITDA	0,4%	8,7%	13,1%	7,3%	8,2%	-0,8%	9,0%	13,2%	7,9%	8,2%	0,5%	9,6%	13,0%	7,0%	8,4%
Marża EBIT	-2,7%	6,6%	11,3%	4,9%	5,9%	-4,2%	6,7%	11,2%	5,1%	5,6%	-3,1%	7,2%	10,9%	4,3%	5,8%
Marża zysku netto	-8,4%	5,8%	9,2%	-4,1%	1,9%	-4,2%	4,0%	5,9%	1,5%	2,4%	-5,4%	5,5%	8,4%	3,0%	3,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Rok 2016 to czas dalszych wyzwań na rynkach wschodnich (kolejna dewaluacja RUB w styczniu), co wiąże się z koniecznością rozwijania sprzedaży na rynki dojrzałe (Europa Zachodnia, USA). Głównie to wpływa na skorygowanie w dół naszych prognoz względem poprzedniej rekomendacji na lata 2016+ (korekta zysku netto w 2015 roku to głównie pochodna dodatkowych różnic kursowych oraz niższej EBITDA). Dobrze w 2016 roku może wyglądać rynek polski (efekt inwestycji mieszkaniowych), stopniowa poprawa odczuwalna była w ostatnich kwartałach także w Hiszpanii. Po stronie sprzedażowej zakładamy jednak ostrożnie, że trudna sytuacja w Rosji czy w Kazachstanie, negatywnie odbije się na skonsolidowanej sprzedaży. Po stronie kosztowej sprzyjać powinny surowce, poprawa mixu produktowego czy spodziewane efekty wdrożenia systemu ERP.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2015-2017 rok [mln PLN]

	2015P	2015P		2016P	2016P		2017P	2017P	
	poprzednio*	aktualnie	odchyl.	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	1 067	1 000	-6,3%	1 100	995	-9,5%	1 126	1 025	-9,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	323,8	315,4	-2,6%	333,6	313,1	-6,1%	341,3	322,7	-5,4%
EBITDA	90,6	81,8	-9,7%	93,7	83,3	-11,1%	95,5	87,2	-8,7%
EBIT	65,0	56,4	-13,2%	67,9	57,4	-15,5%	69,4	60,8	-12,3%
Zysk (strata) netto	50,9	24,4	-52,0%	50,6	38,0	-24,8%	53,1	45,7	-13,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,3%	31,5%		30,3%	31,5%		30,3%	31,5%	
Marża EBITDA	8,5%	8,2%		8,5%	8,4%		8,5%	8,5%	
Marża EBIT	6,1%	5,6%		6,2%	5,8%		6,2%	5,9%	
Marża zysku netto	4,8%	2,4%		4,6%	3,8%		4,7%	4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 6.07.2015

Prognoza skonsolidowanych wyników na lata 2015-2025

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody*	1 114	1 103	1 000	995	1 025	1 047	1 065	1 077	1 087	1 102	1 116	1 129	1 143
Polska	467,8	452,4	411,2	426,8	444,6	456,0	464,8	466,4	467,9	473,1	478,3	483,5	488,7
pozostałe kraje UE	201,7	208,0	194,0	207,1	212,8	216,6	218,8	220,9	223,2	225,4	227,6	229,9	232,2
Europa Wschodnia i Azja	406,6	393,7	341,2	302,1	305,7	310,1	315,7	321,3	326,7	332,1	337,3	342,2	347,2
Ameryka Płn. i Płd.	37,8	49,3	53,7	59,0	61,9	64,2	66,2	68,2	69,5	70,9	72,3	73,8	75,2
zmiana r/r	5,0%	-0,9%	-9,4%	-0,5%	3,0%	2,1%	1,8%	1,1%	1,0%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
Polska	2,6%	-3,3%	-9,1%	3,8%	4,2%	2,6%	1,9%	0,4%	0,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
pozostałe kraje UE	-6,6%	3,1%	-6,7%	6,7%	2,8%	1,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	13,3%	-3,2%	-13,3%	-11,5%	1,2%	1,4%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,4%	1,5%
Ameryka Płn. i Płd.	26,6%	30,6%	8,9%	9,9%	4,8%	3,8%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	325,7	329,2	315,4	313,1	322,7	329,3	335,0	338,5	341,7	346,2	350,8	355,3	359,9
marża	29,2%	29,8%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,5%	31,5%
Koszty sprzedaży	168,2	171,4	166,5	165,2	168,6	171,2	173,7	175,5	177,2	179,5	181,8	184,1	186,4
/przychody	15,1%	15,5%	16,7%	16,6%	16,5%	16,4%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Koszty zarządu	77,5	76,8	76,0	75,6	77,9	79,6	81,0	81,8	82,6	83,7	84,8	85,8	86,9
/przychody	7,0%	7,0%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Saldo PPO/PKO	-29,9	-15,3	-16,5	-14,9	-15,4	-15,7	-16,0	-16,2	-16,3	-16,5	-16,7	-16,9	-17,1
/przychody	-2,7%	-1,4%	-1,7%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
EBITDA	75,9	90,5	81,8	83,3	87,2	89,3	90,9	91,6	92,2	93,1	94,2	95,2	96,2
marża	6,8%	8,2%	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%
EBIT	50,2	65,6	56,4	57,4	60,8	62,8	64,4	65,0	65,6	66,5	67,5	68,5	69,5
marża	4,5%	5,9%	5,6%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%
Saldo PF/KF	-25,2	-38,1	-23,4	-10,8	-4,8	-7,7	-6,8	-6,0	-5,2	-4,7	-4,2	-3,7	-3,4
- w tym saldo różnic kurs.	-16,3	-30,7	-20,3	-4,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Wynik brutto	25,4	28,0	33,5	47,0	56,4	55,5	58,0	59,5	60,8	62,2	63,8	65,3	66,6
Wynik netto	20,5	20,8	24,4	38,0	45,7	45,0	47,0	48,2	49,2	50,4	51,6	52,9	53,9
Dług netto**	99,2	129,0	163,2	145,7	58,9	33,8	14,9	-6,0	-15,6	-25,0	-34,9	-32,4	-29,8

Źródło: BDM S.A., *segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (wg metodologii raportowania spółki); ** łącznie z zobowiązaniami powstałymi przy realizacji akwizycji w Hiszpanii, ujęto także nabycie obligacji za 60 mln PLN w latach 2015-17

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	320,0	382,0	396,3	337,5	339,0	340,7	342,1	343,3	344,4	345,4	346,3	347,0
Wartości niematerialne i prawne	48,9	49,0	49,0	47,2	45,6	44,2	43,0	41,9	40,9	40,1	39,4	38,8
Rzeczowe aktywa trwałe	223,5	225,0	238,8	241,4	244,1	246,7	248,9	250,7	252,3	253,7	254,8	255,7
Inwestycje długoterminowe	7,2	67,7	68,1	8,5	8,9	9,4	9,8	10,3	10,8	11,2	11,7	12,2
Pozostałe aktywa trwałe	47,6	108,1	108,5	48,9	49,3	49,8	50,2	50,7	51,2	51,6	52,1	52,6
Aktywa obrotowe	411,5	350,1	356,0	407,7	418,9	424,0	428,6	427,0	428,1	429,6	418,6	417,5
Zapasy	130,8	113,4	112,8	116,2	118,7	120,8	122,1	123,3	124,9	126,5	128,0	129,6
Należności krótkoterminowe	221,8	217,1	216,0	222,5	227,3	231,3	233,8	236,0	239,1	242,2	245,2	248,2
Inwestycje krótkoterminowe	58,9	19,7	27,2	69,0	73,0	72,0	72,8	67,7	64,1	61,0	45,5	39,7
- w tym środki pieniężne	49,0	9,7	17,2	59,1	63,1	62,0	62,9	57,8	54,2	51,1	35,5	29,8
Aktywa razem	731,5	732,2	752,3	745,1	758,0	764,7	770,7	770,3	772,5	775,1	764,9	764,5
Kapitał (fundusz) własny	407,8	425,8	456,6	490,9	522,1	546,6	571,3	584,4	597,9	611,7	613,0	614,0
Kapitał mniejszości	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	323,4	306,0	295,4	254,0	235,5	217,7	199,1	185,6	174,3	163,0	151,6	150,2
Zobowiązania oprocentowane	178,0	173,0	163,0	118,0	96,9	76,9	56,9	42,1	29,1	16,1	3,1	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	145,4	133,0	132,4	136,0	138,6	140,8	142,2	143,5	145,2	146,9	148,5	150,2
Pasywa razem	731,5	732,2	752,3	745,1	758,0	764,7	770,7	770,3	772,5	775,1	764,9	764,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	1 103	1 000	995	1 025	1 047	1 065	1 077	1 087	1 102	1 116	1 129	1 143
Koszty produktów, tow. i materiałów	774,2	684,7	681,9	702,2	717,6	730,4	738,3	745,6	755,3	764,8	774,0	783,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	329,2	315,4	313,1	322,7	329,3	335,0	338,5	341,7	346,2	350,8	355,3	359,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	248,3	242,5	240,8	246,5	250,7	254,6	257,4	259,9	263,3	266,6	269,9	273,3
Zysk (strata) na sprzedaży	80,9	72,9	72,3	76,2	78,5	80,4	81,1	81,9	83,0	84,2	85,4	86,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-15,3	-16,5	-14,9	-15,4	-15,7	-16,0	-16,2	-16,3	-16,5	-16,7	-16,9	-17,1
EBITDA	90,5	81,8	83,3	87,2	89,3	90,9	91,6	92,2	93,1	94,2	95,2	96,2
EBIT	65,6	56,4	57,4	60,8	62,8	64,4	65,0	65,6	66,5	67,5	68,5	69,5
Saldo działalności finansowej	-38,1	-23,4	-10,8	-4,8	-7,7	-6,8	-6,0	-5,2	-4,7	-4,2	-3,7	-3,4
Inne pozycje	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Zysk (strata) brutto	28,0	33,5	47,0	56,4	55,5	58,0	59,5	60,8	62,2	63,8	65,3	66,6
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto*	20,8	24,4	38,0	45,7	45,0	47,0	48,2	49,2	50,4	51,6	52,9	53,9

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	30,4	64,2	68,2	67,5	70,9	72,8	74,7	75,2	75,0	75,7	76,5	77,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-42,6	-85,9	-35,8	37,0	-27,3	-27,4	-27,3	-27,2	-27,1	-27,0	-26,9	-26,9
Przepływy z działalności finansowej	-8,2	-17,5	-24,9	-62,7	-39,6	-46,4	-46,5	-53,1	-51,5	-51,8	-65,1	-56,1
Przepływy pieniężne netto	-20,4	-39,2	7,5	41,8	4,0	-1,0	0,8	-5,1	-3,6	-3,1	-15,5	-5,8
Środki pieniężne na początek okresu	69,5	49,0	9,7	17,2	59,1	63,1	62,0	62,9	57,8	54,2	51,1	35,5
Środki pieniężne na koniec okresu	49,0	9,7	17,2	59,1	63,1	62,0	62,9	57,8	54,2	51,1	35,5	29,8

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-9,4%	-0,5%	3,0%	2,1%	1,8%	1,1%	1,0%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-9,6%	1,8%	4,7%	2,3%	1,9%	0,7%	0,7%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-14,1%	1,8%	6,0%	3,3%	2,5%	0,9%	0,9%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
Zysk netto zmiana r/r	17,3%	55,7%	20,2%	-1,6%	4,5%	2,5%	2,2%	2,4%	2,5%	2,4%	2,0%
Marża brutto na sprzedaży	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,5%	31,5%
Marża EBITDA	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%
Marża EBIT	5,6%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%
Marża brutto	3,3%	4,7%	5,5%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%
Marża netto	2,4%	3,8%	4,5%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%
COGS / przychody	68,5%	68,5%	68,5%	68,5%	68,6%	68,6%	68,6%	68,6%	68,6%	68,5%	68,5%
SG&A / przychody	24,3%	24,2%	24,1%	24,0%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%
SG&A / COGS	35,4%	35,3%	35,1%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%
ROE	5,7%	8,3%	9,3%	8,6%	8,6%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,6%	8,8%
ROA	3,3%	5,1%	6,1%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%
Dług	173,0	163,0	118,0	96,9	76,9	56,9	42,1	29,1	16,1	3,1	0,0
D / (D+E)	23,6%	21,7%	15,8%	12,8%	10,1%	7,4%	5,5%	3,8%	2,1%	0,4%	0,0%
D / E	30,9%	27,7%	18,8%	14,7%	11,2%	8,0%	5,8%	3,9%	2,1%	0,4%	0,0%
Odsetki / EBIT	10,9%	13,2%	10,4%	7,7%	6,1%	4,6%	3,4%	2,4%	1,5%	0,6%	0,1%
Dług / kapitał własny	40,6%	35,7%	24,0%	18,5%	14,1%	9,9%	7,2%	4,9%	2,6%	0,5%	0,0%
Dług netto	163,2	145,7	58,9	33,8	14,9	-6,0	-15,6	-25,0	-34,9	-32,4	-29,8
Dług netto / kapitał własny	38,3%	31,9%	12,0%	6,5%	2,7%	-1,0%	-2,7%	-4,2%	-5,7%	-5,3%	-4,8%
Dług netto / EBITDA	2,0	1,7	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Dług netto / EBIT	2,9	2,5	1,0	0,5	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4
EV	505,8	488,2	401,4	376,3	357,4	336,5	326,9	317,5	307,6	310,1	312,8
Dług / EV	34,2%	33,4%	29,4%	25,7%	21,5%	16,9%	12,9%	9,2%	5,2%	1,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,7%	4,0%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	106,1%	153,3%	102,9%	104,2%	104,5%	103,7%	102,9%	102,4%	102,0%	101,5%	101,0%
Amortyzacja / Przychody	2,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-0,1%	0,6%	0,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,3%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Wskaźniki rynkowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	14,0	9,0	7,5	7,6	7,3	7,1	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4
P/BV*	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE*	6,9	5,4	4,7	4,8	4,7	4,6	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2
EV/EBITDA*	6,2	5,9	4,6	4,2	3,9	3,7	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3
EV/EBIT*	9,0	8,5	6,6	6,0	5,5	5,2	5,0	4,8	4,6	4,5	4,5
EV/S*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	18,7	20,0	21,5	22,9	24,0	25,0	25,6	26,2	26,8	26,9	26,9
EPS	1,1	1,7	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4
CEPS	2,2	2,8	3,2	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5
DPS	0,3	0,3	0,5	0,6	1,0	1,0	1,6	1,6	1,7	2,3	2,3
Payout ratio	30,7%	30,0%	30,0%	30,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 15,0 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 stała

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/papierniczy

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
kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016	15,0	43 849
trzymaj	22,3	kupuj	26,4	6.07.2015	20,3	52 467
kupuj	26,4	zawieszona	-	16.02.2015	18,3	52 561
zawieszona	-	akumuluj	19,3	9.08.2012	5,83	41 254
akumuluj	19,3	trzymaj	20,5	13.06.2011	16,51	49 121
trzymaj	20,5	redukuj	17,0	6.04.2011	19,64	50 248
redukuj	17,0	akumuluj	17,0	10.12.2010	18,45	47 398
akumuluj	17,0	kupuj	14,3	7.04.2010	15,1	43 500
kupuj	14,3	kupuj	18,7	15.10.2009	11,5	37 300
kupuj	18,7	-	-	30.07.2008	14,5	42 416

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	3	50%
Akumuluj	2	33%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	17%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie procentowane 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 jaką 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. lub 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 (bazujące 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 portfelowo 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 portfelowo 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 15.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.02.2016 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 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 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 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 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 15.02.2016 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 nie 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.