Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 62,0 PLN

19 LIPIEC 2017, 13:59 CEST

Po systematycznych wzrostach, trwających od października 2016, kurs Śnieżki znajduje się na rekordowych w historii poziomach. Za pozytywnym sentymentem stał m.in. powrót na wzrostową ścieżkę wyników w 4Q'16 i 1Q'17. Jednocześnie wskaźnik EV/EBITDA (podobnie jak miało to miejsce w okolicach połowy ubiegłego roku), wyraźnie przekracza już swoją długoterminową średnią. Zwracamy uwagę na kilka czynników, które nie powinny umykać uwadze inwestorów: i) dynamiki wyników z 1Q'17 będą bardzo trudne do utrzymania w najbliższych kwartałach, ii) ceny bieli tytanowej są obecnie o 20% wyższe niż średnia z 2016 roku, iii) ospała w ostatnich latach konkurencja na rynku polskim stopniowo się nasila, chcąc skorzystać z dobrej koniunktury w deweloperce czy z programu 500+, iv) budowa nowego centrum logistycznego będzie się w najbliższym czasie wiązała ze wzrostem CAPEX-u. Długoterminowo Śnieżka nadal nam się podoba, m.in. ze względu na atrakcyjną stopę dywidendy, niskie zadłużenia oraz potencjał odbudowy rynków wschodnich. Obawiamy się jednak, że część opisanych wcześniej ryzyk może być widoczna w wynikach najbliższych kwartałów, co może osłabić krótkoterminowy sentyment do spółki. Zmieniamy zalecenie z Akumuluj na Redukuj, cenę docelową ustalamy na poziomie 62,0 PLN.

Według naszych prognoz spółka po wynikach 2Q'17 będzie handlowana na poziomie EV/EBITDA>11x. Biorąc pod uwagę sezonowość zadłużenia wskaźnik ten na koniec 2017 roku wyniesie 9,9x, natomiast dopiero przy prognozie na 2020 rok schodzi <9x. Historycznie spoglądając zarówno na bieżący jak i wyprzedzający wskaźnik EV/EBITDA obecne poziomy wyceny powinny skłaniać do ostrożnego podejścia do akcji spółki. Sytuacja jest dość podobna jak dokładnie roku temu (następnie w 3Q'16 kurs poddał się znaczącej korekcie). Spółka na wskaźniku EV/EBITDA'17-19 jest obecnie handlowana nieco wyżej niż Akzo Nobel, natomiast z dyskontem do Tikkurili. W stosunku do krajowych producentów materiałów budowlanych wycena spółki uwzględnia tradycyjnie premię, uzasadnioną m.in. stabilną polityką dywidendową czy niskim zadłużeniem

Śnieżka pokazała bardzo dobre wyniki za 1Q'17 (sprzedaż +9%, poprawa EBITDA o +6 mln PLN r/r), co mogło budzić spore nadzieje na kolejne wzrostowe kwartały. Nie spodziewamy się jednak, by 2Q'17 też miał być tak dobry. Podobnie, jak to było sygnalizowane w przypadku kilku innych producentów materiałów budowlanych, za 1Q'17 mógł stać efekt zwiększonych zakupu u klientów przez spodziewanymi podwyżkami cen (w przypadku Śnieżki od 2016 rośnie m. in. biel tytanowa). Zwracamy też uwagę, że ospała w ostatnich latach konkurencja na rynku polskim stopniowo się nasila (co obrazuje się m.in. we wzroście aktywności marketingowej), chcąc skorzystać z dobrej koniunktury konsumenckiej.

Po stronie surowcowej ceny bieli tytanowej, głównego pigmentu używanego do produkcji farb, od początku 2016 roku systematycznie zaczęły odbijać z poziomów najniższych od początku 2002 roku. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w ostatnich miesiącach rósł także indeks cenowy dla farb prezentowany przez PSB. Jednocześnie jednak „luka" pomiędzy indeksem cenowym a surowcowym zaczęła się zawężać w 2017 roku.

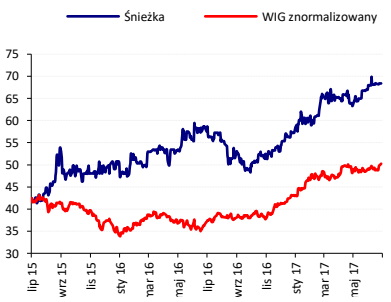
W latach 2018 należy zakładać wyższy CAPEX ze względu na budowę nowego centrum logistycznego - w bazowym scenariuszu zakładamy, że, mimo to spółka zwiększy nieznacznie poziom dywidendy w przyszłym roku w ślad za wzrostem EPS (prognozowany dług netto/EBITDA'17 to 0,4x). Inwestycja pozwoli usprawnić dystrybucję wyrobów i w średnim terminie powinna przyczynić się do rozwoju sprzedaży.

Wycena DCF [PLN]	60,0
Wycena porównawcza [PLN]	66,7
Wycena końcowa [PLN]	**62,0**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-10%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	68,8
Kapitalizacja [mln PLN]	867,6
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	69,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	57,5
Stopa zwrotu za 3 mc	5,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	18,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	37,5%
Struktura akcjonariatu:	
Pater Jerzy	20,1%
Cymbor Stanisław	20,1%
Mikrut Rafał	11,2%
Mikrut Piotr	9,9%
Aviva OFE	9,9%
Amplico OFE	5,9%
Pozostali	22,8%

Stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

Krzysztof Pado
pado@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-32
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	550,1	575,6	585,0	609,5	630,6	648,7
EBITDA [mln PLN]	83,3	82,6	91,6	92,0	97,0	100,2
EBIT [mln PLN]	65,2	64,7	73,4	72,7	75,0	77,1
Zysk netto [mln PLN]	48,0	53,1	58,6	58,6	60,6	62,8
P/BV	4,2	3,9	3,6	3,4	3,2	3,0
P/E	18,1	16,3	14,8	14,8	14,3	13,8
EV/EBITDA	11,0	11,1	9,9	9,9	9,3	8,9
EV/EBIT	14,0	14,2	12,3	12,5	12,0	11,5



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

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'17 9
GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI 11
PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2017-2026 15
DANE FINANSOWE 17

WYCENA I PODSUMOWANIE

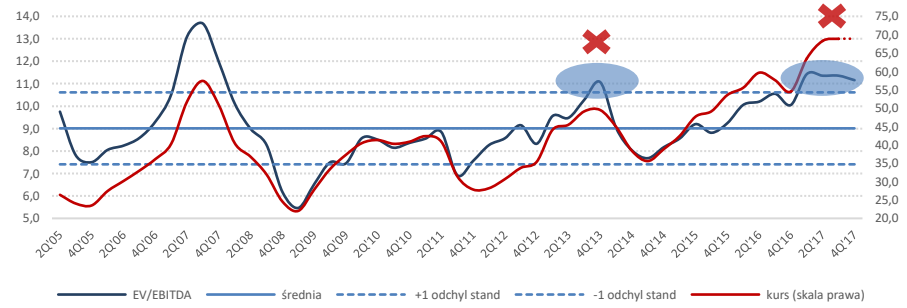
Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 66,7 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 60,0 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 33% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki europejskich (50%) oraz amerykańskich producentów farb (17%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 62,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	**70%**	**60,0**
Wycena metodą porównawczą, w tym:	**30%**	**66,7**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	50,2
- wycena do europejskich producentów farb	50%	72,1
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	83,1
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]	**62,0**	

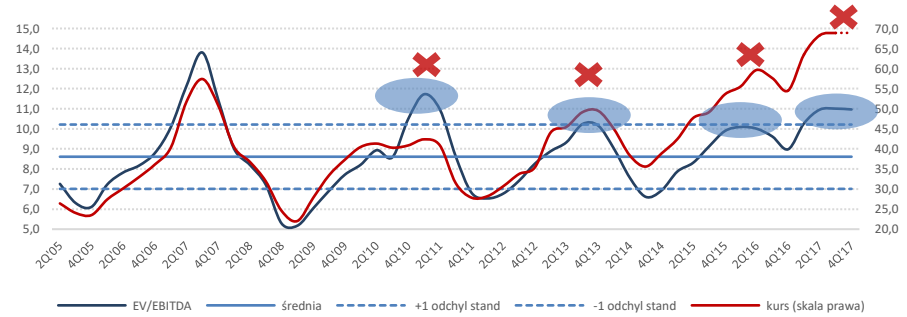
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'17 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z poprzednich 4Q

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



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'17 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z następnych 4Q

Historycznie spoglądając zarówno na bieżący jak i wyprzedzający wskaźnik EV/EBITDA obecne poziomy wyceny powinny skłaniać do ostrożnego podejścia do akcji spółki. Sytuacja jest dość podobna jak dokładnie roku temu (i w 3Q'16 kurs poddał się znaczącej korekcie).

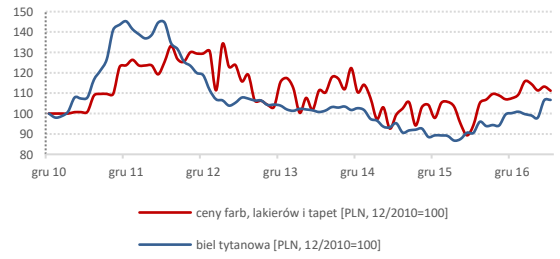
Bieżąca EV/EBITDA spółki za poprzednie cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 3Q'16-2Q'17P) wynosi 11,4x (w długu netto uwzględniono średni poziom za cały okres). Średnia za okres notowań spółki od 2Q'05 to 9,0x. Średnia powiększona o odchylenie standardowe to 10,6x. Poprzednio tak wysoko spółka była handlowana w 2H'13 i był to dobry moment na krótkoterminową sprzedaż akcji spółki.

Podobne ćwiczenie wykonaliśmy także dla estymacji EBITDA na przyszłe cztery kwartały (licząc z bieżącym – w takim układzie obecnie jest to 3Q'17-2Q'18). Tak liczona EV/EBITDA spółki na kolejne cztery kwartały wynosi 11,0x (w długu netto uwzględniono średni poziom za cały okres). Historycznie rzecz spoglądając także jest to relatywnie drogo. Średnia za okres od 2Q'05 to 8,6x. Średnia powiększona o odchylenie standardowe to 10,2x

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'17 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z następnych 4Q

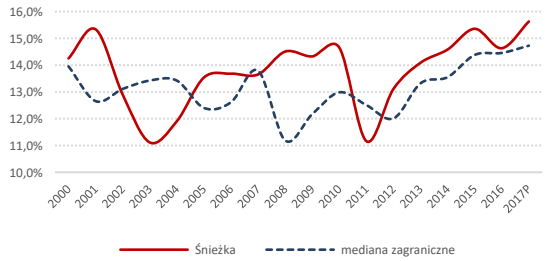
Ceny bieli tytanowej, głównego pigmentu używanego do produkcji farb, od początku 2016 roku systematycznie zaczęły odbijać z poziomów najniższych od początku 2002 roku. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w ostatnich miesiącach rósł także indeks cenowy dla farb prezentowany przez PSB. Jednocześnie jednak „różnica" w wzroście zaczęła się zawężać w 2017 roku.

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Cykle rentowności EBITDA Śnieżki* na tle mediany dla zachodniej konkurencji**



*Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *oczyszczona, **spółki z wyceny porównawczej*

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 (przyjmujemy długoterminowo 4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2017 roku zakładamy obecnie blisko 2% wzrost przychodów do 585 mln PLN (obawiamy się, że mimo dobrego 1Q'17, dynamiki sprzedaży w kolejnych kwartałach nie będę już dobre, m.in. ze względu na efekt rosnącej konkurencji). W kolejnych latach zakładamy przyrosty sprzedaży na poziomie CAGR'26/16=2,4% (kurs PLN/UAH przyjęto na poziomie 0,14 w długim terminie).
- Zakładamy, że w 2017 roku marża brutto ze sprzedaży wyniesie minimalnie powyżej 39%. Zwracamy jednak uwagę, że ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa, ropopochodne) rosną lub utrzymują się na stabilnych poziomach przez ostatnie miesiące. Spółka zakupuje surowce przede wszystkim w EUR (szacujemy, ze zakupy w walucie plus zakupy w PLN benchmarkowane do EUR stanowią ok. 60% z całego zużycia materiałów i energii na poziomie ok. 70 mln EUR). Wschodnie rynki eksportowe są w pewnym stopniu dolarowe. Indeks składów budowlanych PSB wskazuje w ostatnich miesiącach na wprowadzanie pewnych podwyżek cen, jednak luka pomiędzy indeksem cen produktów a np. indeksem bieli tytanowej stopniowo się zawęża.
- CAPEX spółki w 2017 roku zakładamy na poziomie około 26 mln PLN a w kolejnych roku wzrost do ok 35 mln PLN, co związane jest z budową hali magazynowej (zakładamy, że centrum logistyczne na potrzeby spółki może kosztować 30-40 mln PLN z gruntem, który zakupiono już w 2016 roku), Amortyzacja wynosi obecnie ok. 18 mln PLN. Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych, ograniczenia występują jednak w logistyce, co wiąże się z koniecznością budowy wspomnianej hali. W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2026 roku. Model nie uwzględnia akwizycji.
- Uwzględniliśmy w modelu efekt zastosowania przez spółkę amortyzacji znaku towarowego, co obniża do 2021 efektywną stopę podatku dochodowego (efekt szacujemy na ok. 2,5-3,0 mln PLN/rok). W długim terminie zakładamy 19% stopę podatkową.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 19 lipca 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 756,5 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 60,0 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	585,0	609,5	630,6	648,7	662,5	676,5	690,9	705,5	720,5	731,9
EBIT [mln PLN]	73,4	72,7	75,0	77,1	78,6	80,6	82,6	84,5	86,3	87,5
Stopa podatkowa*	15,4%	15,2%	15,2%	15,2%	15,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	11,3	11,1	11,4	11,7	12,0	15,3	15,7	16,0	16,4	16,6
NOPLAT [mln PLN]	62,1	61,7	63,6	65,4	66,6	65,3	66,9	68,4	69,9	70,9
Amortyzacja [mln PLN]	18,3	19,3	22,0	23,1	23,2	23,0	22,9	22,8	22,9	23,0
CAPEX [mln PLN]	-26,3	-35,3	-30,2	-25,2	-25,1	-24,6	-24,5	-24,4	-24,4	-24,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-2,3	-4,6	-3,6	-3,1	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,0
FCF [mln PLN]	51,8	41,1	51,8	60,1	62,4	61,2	62,8	64,3	65,7	67,3
DFCF [mln PLN]	50,0	36,6	42,5	45,4	43,3	39,1	36,7	34,5	32,4	30,4
Suma DFCF [mln PLN]	390,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1003,5		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	453,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	844,5									
Dług netto 2016 [mln PLN]	47,6									
Dywidenda 2017 [mln PLN]	40,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	**756,5**									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**60,0**									
Przychody zmiana r/r	1,6%	4,2%	3,5%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	1,6%
EBIT zmiana r/r	13,5%	-0,9%	3,1%	2,8%	2,0%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	1,4%
FCF zmiana r/r*	28,7%	-20,7%	26,0%	16,1%	3,7%	-1,8%	2,5%	2,4%	2,3%	2,5%
Marża EBITDA	15,7%	15,1%	15,4%	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%
Marża EBIT	12,5%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Marża NOPLAT	10,6%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
CAPEX / Przychody	4,5%	5,8%	4,8%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	143,9%	183,0%	137,2%	109,1%	108,1%	107,0%	106,9%	106,9%	106,7%	106,6%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	24,5%	18,5%	17,2%	17,2%	17,5%	17,7%	17,6%	17,6%	17,6%	17,7%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *spadek FCF w 2022 roku wynika ze wzrostu efektywnej stopy podatku do 19%*

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	84,1%	85,0%	87,9%	91,2%	94,3%	97,3%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	15,9%	15,0%	12,1%	8,8%	5,7%	2,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,3%	8,3%	8,5%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	**-2,00%**	**-1,00%**	**0,00%**	**1,00%**	**2,00%**	**3,00%**	**4,00%**	**5,00%**
beta	**0,7**	51,7	54,7	58,4	63,1	69,3	77,7	89,8	108,9	143,2
	0,8	48,9	51,5	54,7	58,7	63,9	70,8	80,4	94,9	119,0
	0,9	46,3	48,6	51,4	54,9	59,2	65,0	72,8	84,0	101,7
	1,0	44,0	46,0	48,4	51,4	55,2	60,0	66,4	75,3	88,8
	1,1	41,8	43,6	45,7	48,3	51,6	55,6	60,9	68,2	78,7
	1,2	39,8	41,4	43,3	45,6	48,4	51,8	56,3	62,3	70,6
	1,3	38,0	39,4	41,1	43,1	45,5	48,5	52,3	57,2	64,0

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								
		-3,00%	**-2,00%**	**-1,00%**	**0,00%**	**1,00%**	**2,00%**	**3,00%**	**4,00%**	**5,00%**
Premia za ryzyko	**3%**	54,8	58,3	62,6	68,2	75,6	86,0	101,5	127,5	179,4
	4%	48,9	51,5	54,7	58,7	63,9	70,8	80,4	94,9	119,0
	5%	44,0	46,0	48,4	51,4	55,2	60,0	66,4	75,3	88,8
	6%	39,8	41,4	43,3	45,6	48,4	51,8	56,3	62,3	70,6
	7%	36,3	37,6	39,0	40,8	42,9	45,5	48,7	52,9	58,4
	8%	33,2	34,3	35,5	36,8	38,5	40,5	42,9	45,9	49,7
	9%	30,6	31,4	32,4	33,5	34,8	36,3	38,2	40,4	43,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	**0,8**	**0,9**	**1,0**	**1,1**	**1,2**	**1,3**	**1,4**	**1,5**
Premia za ryzyko	**3%**	106,0	98,4	91,8	86,0	80,8	76,2	72,1	68,3	65,0
	4%	89,8	82,5	76,2	70,8	66,1	61,9	58,2	54,8	51,8
	5%	77,7	70,8	65,0	60,0	55,6	51,8	48,5	45,5	42,9
	6%	68,3	61,9	56,4	51,8	47,9	44,4	41,4	38,7	36,3
	7%	60,9	54,8	49,8	45,5	41,9	38,7	35,9	33,5	31,4
	8%	54,8	49,1	44,4	40,5	37,1	34,2	31,7	29,4	27,5
	9%	49,8	44,4	40,0	36,3	33,2	30,5	28,2	26,1	24,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki europejskich (waga 50%) oraz amerykańskich producentów farb (waga 17%, zmniejszyliśmy wagę amerykańskich producentów względem europejskich ze względu na bardzo mocno odbiegające od historycznych średnich wyceny tamtejszych spółek). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikowi P/E przypisana została waga 30%, natomiast dla EV/EBITDA jest to 70%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

Brak na GPW innych podmiotów z branży farb. Zagraniczne spółki mają często inną ekspozycję produktową (większy udział farb przemysłowych, produkcja także innych chemikaliów) oraz geograficzną (ekspozycja globalna a nie regionalna). W porównaniu z częścią zagranicznych producentów farb (AkzoNobel, PPG, RPM), którzy w swoim asortymencie oferują także szeroki zakres specjalistycznych chemikaliów i innych produktów, działalność Śnieżki jest wyraźnie mniej zdywersyfikowana. Jednakże z drugiej strony działalność spółki daje ekspozycję na rozwojowe rynki CEE (zużycie farb w Polsce w przeliczeniu na 1 mieszkańca jest o około 1/3 niższe niż w Europie Zachodniej a na Ukrainie 2-krotnie niższe niż w Polsce), które jednocześnie charakteryzują się podwyższonym ryzykiem politycznym i gospodarczym. Uważamy, że najbardziej porównywalnym do Śnieżki podmiotem jest fińska Tikkurila - głównie farby dekoracyjne, wysoka ekspozycja na Rosję (22% przychodów grupy w 2016) oraz kraje CEE (Polska - 12% przychodów), porównywalna przez lata marża EBITDA (obecnie nieco niższa), blisko 5% div yield.

Śnieżka posiada mocną pozycję na relatywnie stabilnym rynku (popyt na farby to głównie rynek remontowy, zużycie farb w Polsce i na Ukrainie jest wyraźnie niższe niż w Europie Zachodniej), gdzie jest ostatnim dużym niezależnym podmiotem. Uważamy, że takie warunki stwarzają możliwość zainteresowania się spółką przez inwestorów branżowych lub finansowych (w 1Q'12 spółka informowała o rozmowach z inwestorem branżowym, które zakończyły się bez porozumienia).

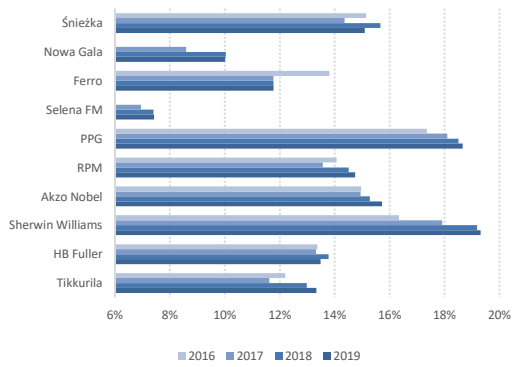
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 842,0 mln PLN, czyli 66,7 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		**66,7**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	50,2
- wycena do europejskich producentów farb	50%	72,1
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	83,1

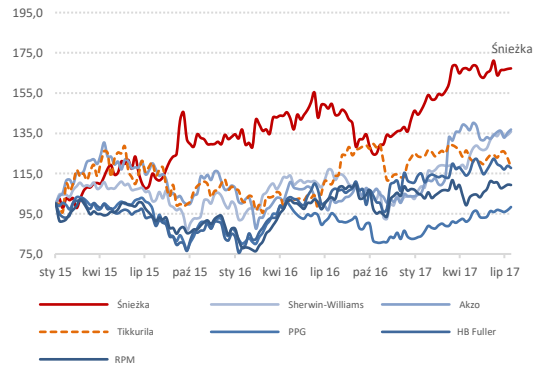
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu od początku 2015 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
Nowa Gala	123,0	33,9	27,9	7,1	6,3	6,0
Ferro	11,5	11,1	10,9	9,5	9,2	8,9
Selena FM	17,9	11,3	10,7	7,1	6,2	5,9
Mediana	**17,9**	**11,3**	**10,9**	**7,1**	**6,3**	**6,0**
Śnieżka	14,8	14,8	14,3	9,9	9,9	9,3
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-17,3%	30,7%	31,4%	38,7%	57,6%	54,7%
Wycena wg wskaźnika	83,1	52,6	52,3	48,7	42,4	43,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**62,7**			**44,9**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**50,2**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
Akzo Nobel	17,6	16,5	15,4	9,5	9,1	8,3
Tikkurrila	19,2	16,3	15,3	12,0	10,3	9,7
Mediana	**18,4**	**16,4**	**15,3**	**10,8**	**9,7**	**9,0**
Śnieżka	14,8	14,8	14,3	9,9	9,9	9,3
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-19,5%	-9,8%	-6,8%	-8,1%	1,7%	3,5%
Wycena wg wskaźnika	85,4	76,3	73,7	75,1	67,5	66,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**78,2**			**69,4**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**72,1**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
PPG	18,2	17,0	16,0	11,6	11,0	10,6
RPM	20,9	18,5	17,1	13,3	11,6	11,1
Sherwin Williams	22,3	19,0	16,1	15,6	12,2	11,4
HB Fuller	19,4	17,2	15,8	10,9	9,9	9,4
Mediana	**20,2**	**17,8**	**16,0**	**12,4**	**11,3**	**10,9**
Śnieżka	14,8	14,8	14,3	9,9	9,9	9,3
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-26,7%	-17,1%	-10,8%	-20,6%	-12,6%	-14,2%
Wycena wg wskaźnika	93,8	82,9	77,1	87,4	79,2	80,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**84,6**			**82,4**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**83,1**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'17

Prognoza wyników na 2Q'2017

	2Q'16	2Q'17P	zmiana r/r	1H'16	1H'17P	zmiana r/r
Przychody	178,9	166,9	-6,7%	303,1	301,6	-0,5%
Wynik brutto na sprzedaży	71,0	66,6	-6,2%	118,3	118,7	0,4%
EBITDA	22,0	22,6	3,1%	41,7	48,8	16,9%
EBIT	17,3	18,1	4,5%	32,6	39,8	22,2%
Zysk brutto	18,5	19,9	8,0%	32,2	38,2	18,7%
Zysk netto	15,0	16,3	8,9%	26,8	31,6	18,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	39,7%	39,9%		39,0%	39,4%	
Marża EBITDA	12,3%	13,6%		13,8%	16,2%	
Marża EBIT	9,7%	10,8%		10,7%	13,2%	
Marża zysku netto	8,4%	9,8%		8,8%	10,5%	

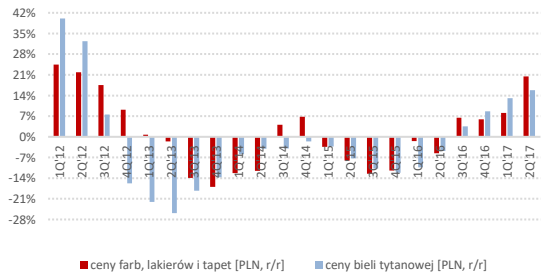
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka pokazała bardzo dobre wyniki za 1Q'17 (sprzedaż +9%, poprawa EBITDA o +6 mln PLN r/r), jednak nie spodziewamy się, by 2Q'17 też miał być tak dobry. Podobnie, jak to było sygnalizowane w przypadku kilku innych producentów materiałów budowlanych, za 1Q'17 mógł stać efekt zwiększonych zakupu u klientów przez spodziewanymi podwyżkami cen (w przypadku Śnieżki od 2016 rośnie m. in. biel tytanowa). Zwracamy także uwagę na umocnienie PLN vs UAH, co obniża wpływy ze sprzedaży na rynku ukraińskim. Obawiamy się, że w 2Q'17 spółka „odda" nadwyżkę przychodów z 1Q'17 i po 1H'17 będą one na zbliżonym poziomie r/r, co implikuje spadek w 2Q'17. Jednocześnie zakładamy, że uda się utrzymać w 2Q'17 ubiegłoroczny wyniki EBITDA – wzrost cen produktów powinien rekompensować podwyżki cen surowców (uważamy, że mogą mieć one większe przełożenie dopiero na 2H'17). Niższa mogą być też koszty sprzedaży (w 2016 aktywność marketingowa spółka była bardzo wysoka).

Znakiem zapytania jest obecnie 3Q'17 – powinien on pokazać, jaka jest rzeczywista sytuacja sprzedażowa (zwracamy uwagę, że lipiec nie przynosi zbyt dobrej pogody, która ma wpływ na popyt na farby), jednocześnie będzie też widać, czy przy rosnących surowcach spółka jest w stanie bronić wysokiej marży brutto (zakładamy, że w 1H'17 spółka mogła mieć jeszcze surowce zakupione w niższych cenach).

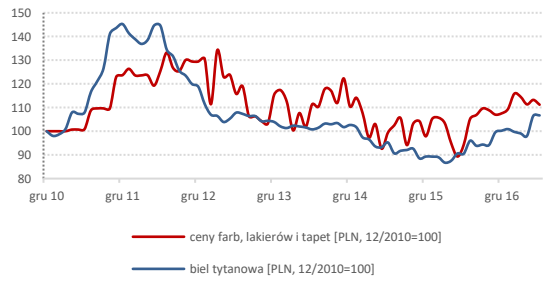
Zwracamy także uwagę na kurs EUR/PLN i EUR/USD. Roczny koszt zużycia materiałów i energii w spółce to w ostatnich latach około 300 mln PLN (70 mln EUR), z tego szacujemy, że około 90% to materiały a w tym około 2/3 przypada na zakupy w EUR lub w PLN benchmarkowane do EUR. Natomiast wschodnie rynki eksportowe są w pewnym stopniu dolarowe.

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



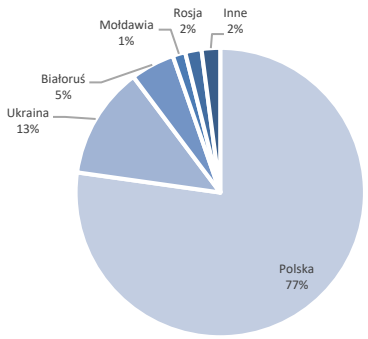
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Wyniki historyczne wg segmentów [mln PLN]

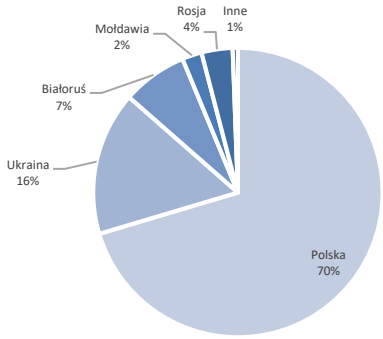
	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2015	2016
Przychody [mln PLN]	171,5	91,1	112,1	177,1	169,0	91,8	124,2	178,9	178,7	93,8	134,7	550,1	575,6
Polska	120,8	63,5	87,8	142,0	125,6	69,8	98,6	141,9	136,0	69,4	105,5	425,2	445,9
Ukraina	25,5	14,5	11,2	17,3	22,8	12,8	14,0	19,8	23,6	13,9	16,1	64,2	71,2
Białoruś	14,3	8,5	8,7	9,6	10,5	5,2	6,6	7,7	8,9	5,1	7,2	33,9	28,3
Mołdawia	4,3	1,2	1,3	2,7	3,6	0,6	1,4	1,9	3,5	1,1	1,8	8,3	7,9
Rosja	4,4	2,1	1,4	2,6	3,3	1,8	1,5	4,2	3,2	1,4	1,8	9,2	10,4
pozostałe	2,3	1,2	1,6	3,0	3,1	1,6	2,0	3,5	3,6	2,9	2,2	9,3	12,0
zmiana r/r	**-5,0%**	**-2,7%**	**0,5%**	**3,1%**	**-1,5%**	**0,8%**	**10,7%**	**1,0%**	**5,7%**	**2,2%**	**8,5%**	**0,8%**	**4,6%**
Polska	5,8%	4,6%	10,0%	9,6%	4,0%	9,9%	12,3%	-0,1%	8,3%	-0,7%	6,9%	8,0%	4,8%
Ukraina	-34,8%	-25,9%	-26,7%	-10,7%	-10,5%	-11,8%	24,1%	14,4%	3,3%	8,2%	15,7%	-14,1%	10,9%
Białoruś	-1,9%	1,2%	-20,6%	-30,2%	-26,4%	-39,7%	-24,0%	-19,6%	-16,0%	-0,4%	9,1%	-28,6%	-16,7%
Mołdawia	-8,6%	6,2%	-27,6%	-4,1%	-15,2%	-48,8%	6,7%	-30,8%	-3,5%	78,8%	30,1%	-18,5%	-4,4%
Rosja	-35,8%	22,2%	-15,7%	-34,5%	-25,6%	-11,4%	7,7%	60,2%	-1,1%	-22,3%	19,5%	-24,7%	13,5%
pozostałe	112,3%	-41,1%	-15,0%	28,1%	38,8%	35,2%	23,4%	17,7%	13,8%	84,4%	9,2%	21,5%	28,7%
Ukraina [mln UAH]	104,1	59,7	75,0	99,4	130,2	77,5	95,1	126,5	154,2	88,3	110,0	382,1	464,1
zmiana r/r	5,9%	0,8%	39,1%	28,9%	25,1%	29,8%	26,8%	27,3%	18,4%	13,9%	15,7%	29,6%	21,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)

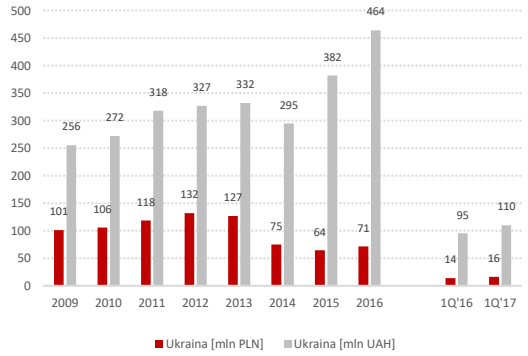


Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka

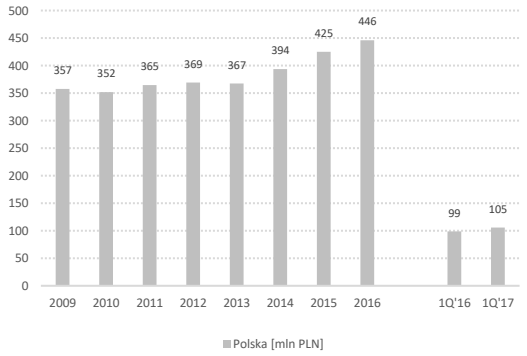
Ukraina - przychody



Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

Polska - przychody



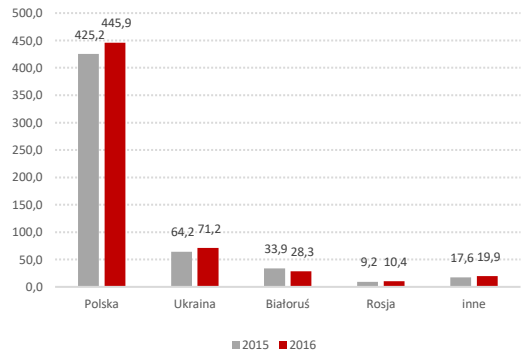
Źródło: BDM S.A., spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYNIKI

Koniunktura gospodarcza/kursy walut

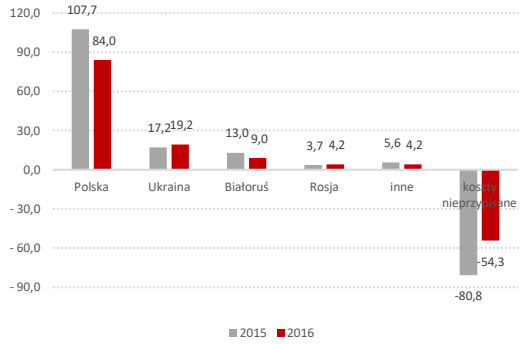
Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2016 roku Śnieżka wypracowała tu 446 mln PLN przychodów, co oznaczało 77% sprzedaży skonsolidowanej. W 1Q'17 sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 7% r/r. Trzy największe kierunki eksportowe spółki to: Ukraina (12% przychodów spółki w 2016), Białoruś (5%) i Rosja (<2%). Rynki te mają obecnie sporo mniejsze znaczenie niż jeszcze 3-4 lata temu. W sumie w całym 2016 przychody z tych krajów spadły w PLN o 43% vs 2013 rok. Obecnie sytuacji na rynku ukraińskim czy białoruskim stopniowo się poprawia, warto jednak pamiętać o bardzo niskiej bazie. Rosja to z punktu widzenia bieżących przychodów Śnieżki mało znaczący rynek. W 1Q'17 odnotowano wzrost o 14% r/r na rynkach wschodnich w PLN (Ukraina +16%, Białoruś +9%, Rosja +20%).

Kontrybucja rynków do przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Kontrybucja rynków do zysku na sprzedaży [mln PLN]*

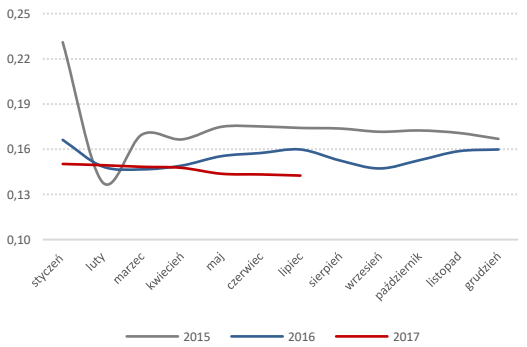


Źródło: BDM S.A., spółka, w 2016 roku spółka zmieniła metodologię przypisania kosztów do segmentów

USD/UAH

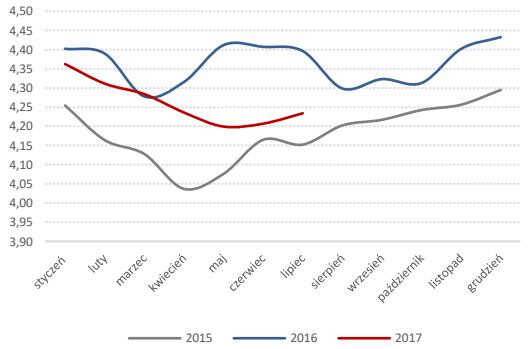
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

UAH/PLN



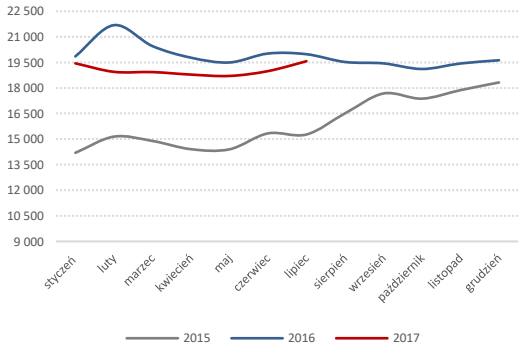
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

EUR/PLN



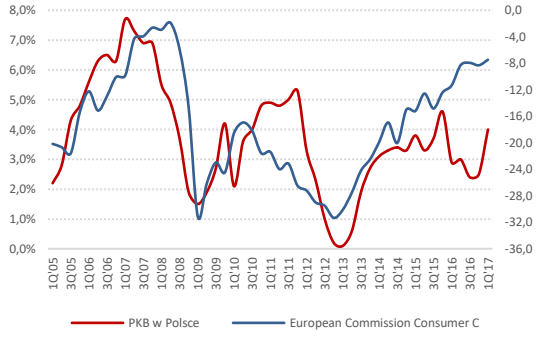
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

USD/BYR



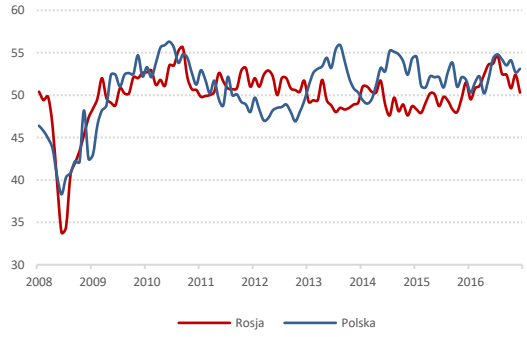
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, BYR=rubel białoruski

PKB w Polsce r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



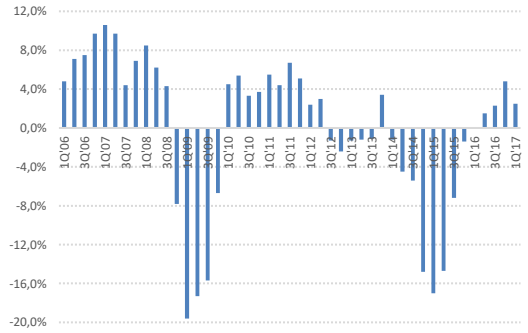
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

PMI dla przemysłu w Polsce i w Rosji



Źródło: BDM S.A., Markit

PKB na Ukrainie r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rezerwy zagraniczne Ukrainy [mld USD]

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, waluta+SDR+złoto

Surowce

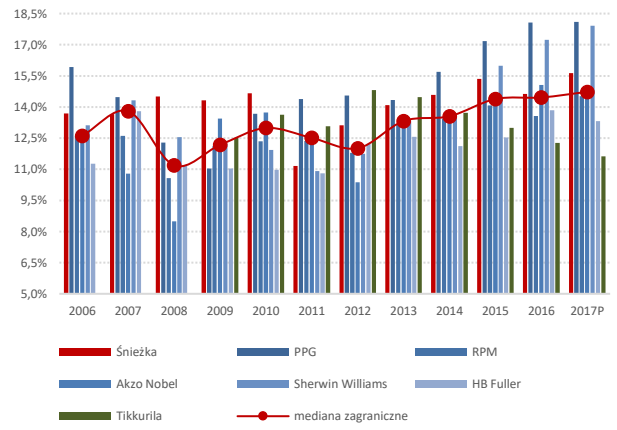
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 70% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo zbliżona) szacunkowo największy koszt w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Po około 10% udziału w koszcie wytworzenia mają rozpuszczalniki, inne dodatki oraz opakowania (plastik lub metal).

Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb

	szacunkowy udział w koszcie
Opakowanie	12%
Rozpuszczalniki	11%
Żywice	35%
Pigmenty (w tym biel)	31%
Dodatki	10%

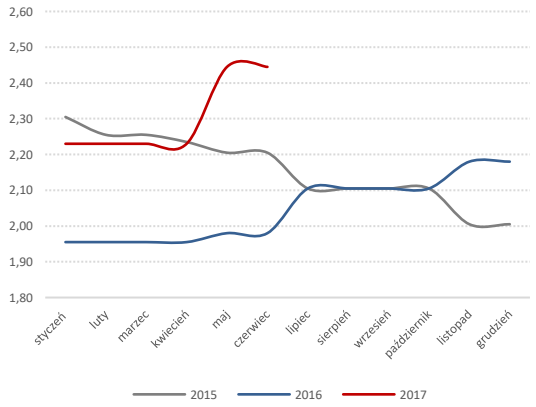
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Porównanie rentowności EBITDA producentów farb



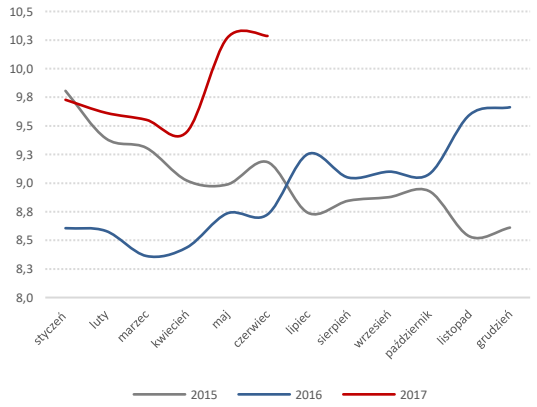
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg (EBITDA oczyszczona , dla firm zagranicznych na bazie danych Bloomberga)

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



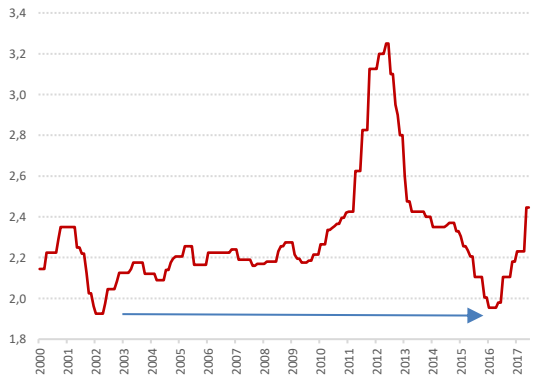
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Europa, PLN/kg]



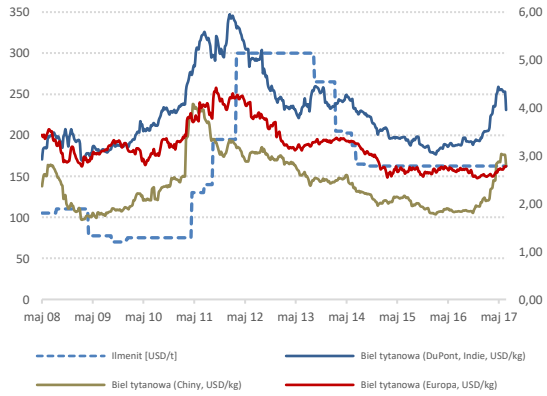
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

Ceny bieli w długim terminie [Europa, EUR/kg]



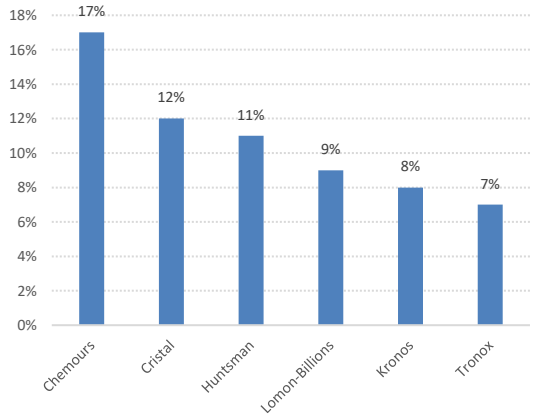
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, Bloomberg

Ceny bieli na różnych rynkach (skala prawa) vs ceny ilmenitu [USD]



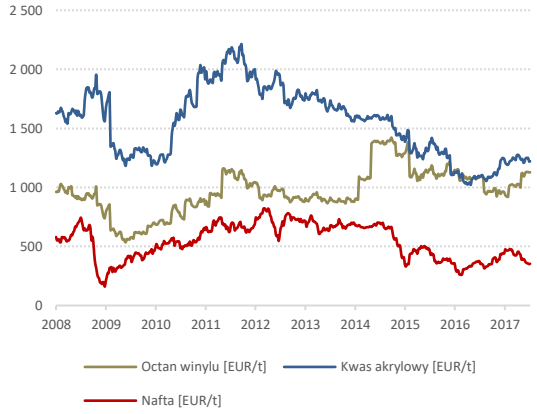
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Titanium Ore Ilmenite bulk conc min 54% TiO2 Australia $/tonne fob – surowiec bazowy do bieli tytanowe

Rynek bieli tytanowej – udziały rynkowe 2016 rok wg mocy produkcyjn.



Źródło: Chemours

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]

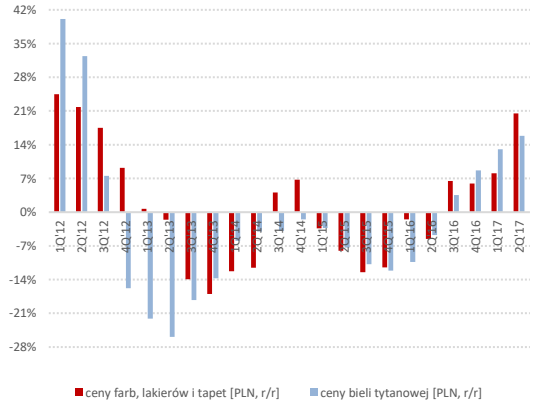


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ceny bieli wyrażone w EUR wzrosły w maju/czerwcu do 2,4-2,5 EUR/kg (+23% r/r). Poprzednio takie poziomy notowano w 2013 roku. Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy producentom (w 1H'16 duża ich część działała poniżej break-even, gdy ceny spadły do poziomów z 2002 roku) w końcu udało się stopniowo wprowadzić na rynek podwyżki cen (w czym pomogły redukcje moce produkcyjnych przy wzroście popytu czy także pożar dużej fabryki Huntsmana w Finlandii). Lider rynku, Chemours (kiedyś cześć DuPonta), ogłaszał dwie duże podwyżki w 2017 roku, od marca 100-200 USD/t oraz od lipca o 130-350 USD/t. W najbliższym czasie na rynku może dość do sporej konsolidacji – największym producentem po finalizacji przejęcia aktywów Cristala zostanie Tronox. Spora cześć pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny historycznie są w różnym stopniu powiązane z naftą, przy czym w ostatnich kwartałach ta korelacja uległa pewnemu zerwaniu.

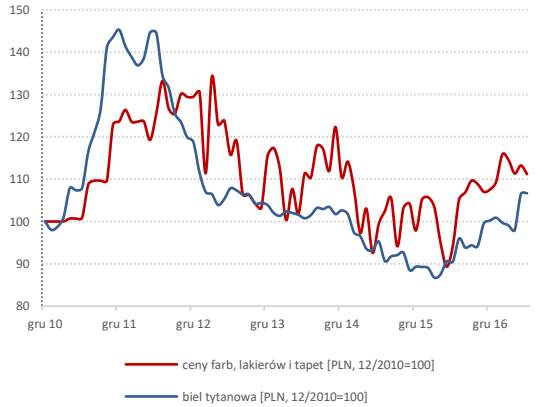
Zwracamy uwagę, że cenniki surowców tworzone są globalnie, ich wzrosty/spadki odczuwa także zachodnia konkurencja na rynku polskim. Od przełomu 2013/2014 do 1H'16 na rynku farb w Polsce widoczna była presja na ceny produktów (obrazowana za pomocą indeksu cenowego PSB). W ostatnich miesiącach implikowane na bazie indeksu PSB ceny farb, największe podwyżki wchodziły na rynek w 3Q'16 i 1Q'17. W 2Q'17 wzrost cen wyhamował, tym samym spread pomiędzy cenami farb a cenami bieli uległ zawężeniu.

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

PROGNOZY WYNIKÓW NA OKRES 2017-2026

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	**124,2**	**178,9**	**178,7**	**93,8**	**134,7**	**166,9**	**183,5**	**99,9**	**576,5**	**573,9**	**546,0**	**550,1**	**575,6**	**585,0**	**609,5**	**630,6**	**648,7**
Polska	98,6	141,9	136,0	69,4	105,5	128,4	136,0	73,0	369,2	367,5	393,7	425,2	445,9	442,9	460,6	476,8	491,1
Ukraina	14,0	19,8	23,6	13,9	16,1	20,2	26,0	15,3	132,0	126,8	74,8	64,2	71,2	77,6	81,5	84,4	86,5
Białoruś	6,6	7,7	8,9	5,1	7,2	8,5	9,8	5,6	42,5	49,0	47,5	33,9	28,3	31,1	32,7	33,8	34,7
Rosja	1,5	4,2	3,2	1,4	1,8	3,8	3,9	1,7	15,6	15,6	12,2	9,2	10,4	11,2	11,5	11,7	12,0
pozostałe	3,4	5,3	7,1	4,0	4,0	6,1	7,8	4,3	17,2	15,0	17,8	17,6	19,9	22,1	23,2	23,9	24,5
Zmiana r/r																	
Przychody	10,7%	1,0%	5,7%	2,2%	8,5%	-6,7%	2,6%	6,4%	4,7%	-0,5%	-4,9%	0,8%	4,6%	1,6%	4,2%	3,5%	2,9%
Polska	12,3%	-0,1%	8,3%	-0,7%	6,9%	-9,5%	0,0%	5,3%	1,2%	-0,5%	7,1%	8,0%	4,8%	-0,7%	4,0%	3,5%	3,0%
Ukraina	24,1%	14,4%	3,3%	8,2%	15,7%	1,9%	10,4%	10,1%	11,4%	-4,0%	-41,0%	-14,1%	10,9%	9,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Białoruś	-24,0%	-19,6%	-16,0%	-0,4%	9,1%	10,5%	10,5%	9,5%	4,0%	15,3%	-3,1%	-28,6%	-16,7%	10,0%	5,0%	3,5%	2,5%
Rosja	7,7%	60,2%	-1,1%	-22,3%	19,5%	-10,0%	20,0%	17,5%	49,3%	0,4%	-22,1%	-24,7%	13,5%	7,5%	3,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	16,0%	-5,3%	4,5%	82,8%	17,8%	13,5%	10,0%	5,6%	6,9%	-13,0%	18,9%	-1,3%	13,2%	11,4%	4,7%	3,0%	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	47,3	71,0	70,7	34,8	52,1	0,0	0,0	0,0	196,8	213,2	202,4	209,9	223,8	228,5	235,8	243,0	250,0
marża	38,1%	39,7%	39,5%	37,1%	38,7%	0,0%	0,0%	0,0%	34,1%	37,1%	37,1%	38,2%	38,9%	39,1%	38,7%	38,5%	38,5%
SG&A	31,7	52,4	43,6	29,8	32,0	0,0	0,0	0,0	137,7	151,5	140,6	143,5	157,5	155,3	161,2	166,2	170,9
Zysk na sprzedaży	15,6	18,6	27,1	5,0	20,1	0,0	0,0	0,0	59,1	61,7	61,8	66,4	66,3	73,2	74,5	76,9	79,0
EBITDA	**19,7**	**22,0**	**31,3**	**9,6**	**26,1**	**22,6**	**32,9**	**10,0**	**72,9**	**78,0**	**76,4**	**83,3**	**82,6**	**91,6**	**92,0**	**97,0**	**100,2**
marża	**15,9%**	**12,3%**	**17,5%**	**10,2%**	**19,4%**	**13,6%**	**18,0%**	**10,0%**	**12,6%**	**13,6%**	**14,0%**	**15,1%**	**14,4%**	**15,7%**	**15,1%**	**15,4%**	**15,5%**
EBIT	15,3	17,3	26,8	5,3	21,7	18,1	28,4	5,2	56,4	58,8	58,5	65,2	64,7	73,4	72,7	75,0	77,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2017-2018 rok [mln PLN]

	2016P poprzednio*	2016 raport	odchylenie	2017P poprzednio*	2017P aktualnie	zmiana	2018P poprzednio*	2018P aktualnie	zmiana
Przychody	575,4	575,6	0,0%	601,6	585,0	-2,8%	621,8	609,5	-2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	225,8	223,8	-0,9%	234,2	228,5	-2,4%	239,6	235,8	-1,6%
EBITDA	83,4	82,6	-0,9%	88,4	91,6	3,7%	90,7	92,0	1,4%
EBIT	65,0	64,7	-0,5%	69,7	73,4	5,3%	71,1	72,7	2,3%
Zysk (strata) netto	53,0	53,1	0,2%	56,3	58,6	4,1%	57,4	58,6	2,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	39,2%	38,9%		38,9%	39,1%		38,5%	38,7%	
Marża EBITDA	14,5%	14,4%		14,7%	15,7%		14,6%	15,1%	
Marża EBIT	11,3%	11,2%		11,6%	12,5%		11,4%	11,9%	
Marża zysku netto	9,2%	9,2%		9,4%	10,0%		9,2%	9,6%	

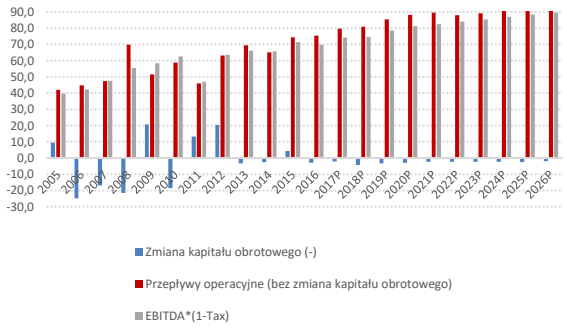
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 19.10.2016*

Wyniki za 2016 rok okzała się praktycznie porównywalne z naszą prognozą z października. Biorąc pod uwagę bardzo dobry 1Q'17 podwyższamy nasze założenia na poziomie EBITDA/netto na 2017 rok, jednak nie uważamy, by możliwe było utrzymanie dynamik z początku roku w kolejnych kwartałach (co szerzej opisujemy w poprzednich rozdziałach raportu).

W całym 2017 roku zakładamy blisko 2% wzrost przychodów do 585 mln PLN. W kolejnych latach zakładamy przyrosty sprzedaży na poziomie CAGR'26/16=2,4%. W kontekście marży brutto ze sprzedaży spodziewamy się, że może ona jeszcze przyrosnąć w 2Q'17, natomiast trudniej może być o to w kolejnych kwartałach (zwracamy uwagę, że marża brutto ze sprzedaży w 4Q'16 nie jest porównywalna – spółka na koniec 2016 roku przeniosła część kosztów z SG&A na COGS, nie miało to jednocześnie żadnego wpływu na EBITDA). Na poziomie EBITDA wynik w 2017 roku szacujemy na 91,6 mln PLN (zwracamy uwagę, że w 1Q'17 spółka miała +1,6 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej). Zysk netto w 2017 prognozujemy na 58,6 mln PLN.

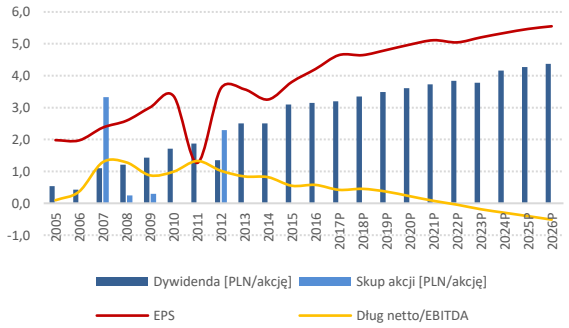
Zakłady na dwóch głównych rynkach spółki dysponują sporą nadwyżką wolnych mocy produkcyjnych. Docelowo w modelu zakładamy, że marża EBITDA będzie kształtować się na poziomie ok. 15%. Uwzględniamy w modelu efekt zastosowania przez spółkę amortyzacji znaku towarowego, co obniża do 2021 efektywną stopę podatku dochodowego (efekt szacujemy na około 2,5-3,0 mln PLN/rok). W perspektywie 20118 zwracamy uwagę na wzrost CAPEX-u. Spółka planuje wybudować nowe centrum logistyczne (szacujemy koszt na 30-40 mln PLN, łącznie z działką, o zakupie której spółka informowała we wrześniu 2016 roku). Nie spodziewamy się jednocześnie, by zmianie miała ulec polityka dywidendowa. Spółka ma spore możliwości finansowania się długiem.

Przepływy operacyjne [mln PLN]



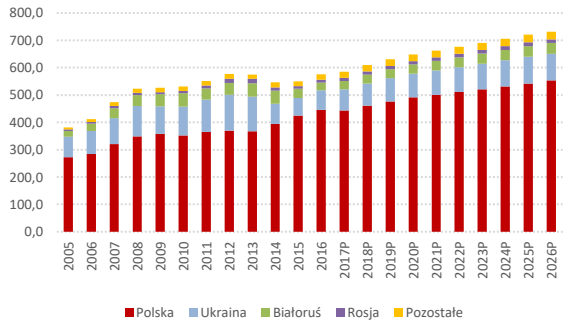
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



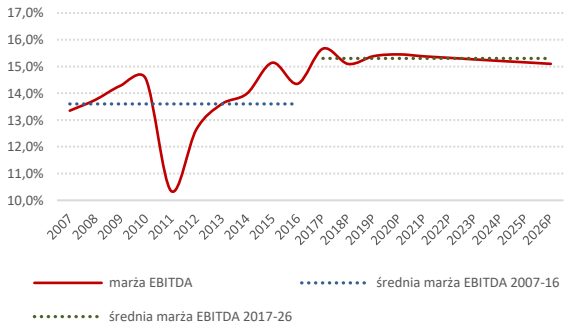
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	168,1	179,4	187,4	203,4	211,5	213,6	215,5	217,1	218,7	220,3	221,8	223,4
Wartości niematerialne i prawne	1,5	1,3	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Rzeczowe aktywa trwałe	147,6	160,8	169,6	186,3	195,1	197,8	200,2	202,4	204,5	206,6	208,7	210,8
Pozostałe aktywa trwałe	19,0	17,3	16,8	16,3	15,7	15,2	14,6	14,1	13,5	13,0	12,4	11,9
Aktywa obrotowe	155,2	158,7	172,9	177,7	179,3	185,4	191,5	195,9	205,0	219,9	236,3	252,1
Zapasy	72,0	68,1	72,1	76,5	79,0	81,2	83,1	85,1	87,1	89,1	91,2	92,8
Należności krótkoterminowe	71,0	79,6	80,9	84,3	87,2	89,7	91,6	93,5	95,5	97,5	99,6	101,2
Inwestycje krótkoterminowe	12,2	11,0	20,0	17,0	13,1	14,5	16,8	17,3	22,3	33,2	45,5	58,1
- w tym środki pieniężne	11,1	9,6	18,5	15,5	11,7	13,0	15,4	15,8	20,9	31,8	44,0	56,7
Aktywa razem	323,3	338,1	360,3	381,1	390,8	399,0	407,0	413,0	423,7	440,2	458,1	475,5
Kapitał (fundusz) własny	204,1	215,9	234,1	250,5	267,1	284,4	301,9	317,2	335,0	349,9	365,0	379,8
Kapitał (fundusz) podstawowy	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	117,9	131,2	90,9	107,2	121,9	137,0	152,7	168,9	184,8	197,9	211,4	225,2
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	58,6	58,6	60,6	62,8	64,5	63,7	65,6	67,4	69,0	70,0
Pozostałe pozycje kapitału własnego	73,6	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0	72,0
Kapitał mniejszości	4,0	4,5	5,3	6,3	7,3	8,4	9,5	10,6	11,8	13,0	14,2	15,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	115,2	117,8	120,8	124,3	116,4	106,1	95,6	85,2	76,8	77,3	78,9	80,2
Zobowiązania oprocentowane	56,9	57,2	57,2	57,2	47,2	35,2	23,2	11,2	1,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	58,3	60,6	63,7	67,1	69,2	71,0	72,5	74,1	75,7	77,3	78,9	80,2
Pasywa razem	323,3	338,1	360,3	381,1	390,8	399,0	407,0	413,0	423,7	440,2	458,1	475,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	550,1	575,6	585,0	609,5	630,6	648,7	662,5	676,5	690,9	705,5	720,5	731,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	340,2	351,9	356,5	373,8	387,5	398,7	407,3	415,6	424,2	433,1	442,2	449,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	209,9	223,8	228,5	235,8	243,0	250,0	255,2	260,9	266,7	272,5	278,3	282,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	143,5	157,5	155,3	161,2	166,2	170,9	174,6	178,3	182,0	185,9	189,9	192,8
Zysk (strata) na sprzedaży	66,4	66,3	73,2	74,5	76,9	79,0	80,6	82,7	84,7	86,6	88,5	89,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,2	-1,6	0,2	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2
EBITDA	83,3	82,6	91,6	92,0	97,0	100,2	101,9	103,7	105,5	107,3	109,2	110,5
EBIT	65,2	64,7	73,4	72,7	75,0	77,1	78,6	80,6	82,6	84,5	86,3	87,5
Saldo działalności finansowej	-8,8	-1,3	-3,5	-2,9	-2,7	-2,2	-1,7	-1,1	-0,6	-0,3	-0,2	0,0
Zysk (strata) brutto	56,6	63,7	70,3	70,3	72,7	75,3	77,4	80,0	82,4	84,6	86,6	88,0
Zysk (strata) netto mniejszości	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Zysk (strata) netto*	48,0	53,1	58,6	58,6	60,6	62,8	64,5	63,7	65,6	67,4	69,0	70,0

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	78,7	72,6	77,5	76,5	82,1	85,3	87,3	85,6	86,9	88,2	89,7	91,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-15,7	-30,1	-25,7	-34,7	-29,6	-24,7	-24,5	-24,0	-23,8	-23,7	-23,5	-23,5
Przepływy z działalności finansowej	-64,6	-43,9	-42,8	-44,8	-56,3	-59,3	-60,4	-61,2	-58,0	-53,7	-53,9	-55,2
Przepływy pieniężne netto	-1,5	-1,4	8,9	-3,0	-3,9	1,3	2,4	0,4	5,1	10,9	12,2	12,7
Środki pieniężne na początek okresu	13,4	11,1	9,6	18,5	15,5	11,7	13,0	15,4	15,8	20,9	31,8	44,0
Środki pieniężne na koniec okresu	11,1	9,6	18,5	15,5	11,7	13,0	15,4	15,8	20,9	31,8	44,0	56,7

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	4,6%	1,6%	4,2%	3,5%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	1,6%
EBITDA zmiana r/r	-0,8%	10,9%	0,4%	5,5%	3,3%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-0,8%	13,5%	-0,9%	3,1%	2,8%	2,0%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	1,4%
Zysk netto zmiana r/r	10,6%	10,4%	0,0%	3,4%	3,5%	2,8%	-1,3%	3,1%	2,7%	2,4%	1,5%
Marża brutto na sprzedaży	38,9%	39,1%	38,7%	38,5%	38,5%	38,5%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%
Marża EBITDA	14,4%	15,7%	15,1%	15,4%	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%
Marża EBIT	11,2%	12,5%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Marża brutto	11,1%	12,0%	11,5%	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%
Marża netto	9,2%	10,0%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%
COGS / przychody	61,1%	60,9%	61,3%	61,5%	61,5%	61,5%	61,4%	61,4%	61,4%	61,4%	61,4%
SG&A / przychody	27,4%	26,6%	26,5%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
SG&A / COGS	44,8%	43,6%	43,1%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%
ROE	25,3%	26,1%	24,2%	23,4%	22,8%	22,0%	20,6%	20,1%	19,7%	19,3%	18,8%
ROA	15,7%	16,3%	15,4%	15,5%	15,7%	15,9%	15,4%	15,5%	15,3%	15,1%	14,7%
Dług	57,2	57,2	57,2	47,2	35,2	23,2	11,2	1,2	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	16,9%	15,9%	15,0%	12,1%	8,8%	5,7%	2,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	18,9%	17,0%	15,5%	12,1%	8,8%	5,7%	2,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-2,1%	-4,7%	-3,9%	-3,6%	-2,9%	-2,1%	-1,4%	-0,7%	-0,3%	-0,2%	-0,1%
Dług / kapitał własny	25,9%	23,9%	22,3%	17,2%	12,0%	7,4%	3,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	47,6	38,6	41,6	35,5	22,2	7,8	-4,6	-19,7	-31,8	-44,0	-56,7
Dług netto / kapitał własny	22,0%	16,5%	16,6%	13,3%	7,8%	2,6%	-1,5%	-5,9%	-9,1%	-12,1%	-14,9%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,4	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Dług netto / EBIT	0,7	0,5	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
EV	915,2	906,2	909,2	903,1	889,8	875,4	863,0	847,9	835,8	823,6	810,9
Dług / EV	6,2%	6,3%	6,3%	5,2%	4,0%	2,6%	1,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	5,3%	4,5%	5,8%	4,8%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	170,6%	143,9%	183,0%	137,2%	109,1%	108,1%	107,0%	106,9%	106,9%	106,7%	106,6%
Amortyzacja / Przychody	3,1%	3,1%	3,2%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	0,4%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,9%	24,5%	18,5%	17,2%	17,2%	17,5%	17,7%	17,6%	17,6%	17,6%	17,7%

Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
P/E*	16,3	14,8	14,8	14,3	13,8	13,4	13,6	13,2	12,9	12,6	12,4
P/BV*	3,9	3,6	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2
P/CE*	12,2	11,3	11,1	10,5	10,1	9,9	10,0	9,8	9,6	9,4	9,3
EV/EBITDA*	11,1	9,9	9,9	9,3	8,9	8,6	8,3	8,0	7,8	7,5	7,3
EV/EBIT*	14,2	12,3	12,5	12,0	11,5	11,1	10,7	10,3	9,9	9,5	9,3
EV/S*	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
BVPS	17,5	19,0	20,3	21,8	23,2	24,7	26,0	27,5	28,8	30,1	31,3
EPS	4,2	4,6	4,6	4,8	5,0	5,1	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6
CEPS	5,6	6,1	6,2	6,6	6,8	7,0	6,9	7,0	7,2	7,3	7,4
DPS	3,15	3,20	3,35	3,48	3,60	3,73	3,83	3,78	4,16	4,27	4,37
Payout ratio	83%	76%	72%	75%	75%	75%	75%	75%	80%	80%	80%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 68,8 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/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian 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	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	62,0	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400
akumuluj	56,4	redukuj	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437
redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59 CEST	61,2	45 541
trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991
akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555
akumuluj	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015		44,1	53 816
akumuluj	43,5	trzymaj	45,0	7.11.2014		38,3	53 400
trzymaj	45,0	sprzedaj	45,4	6.12.2013		47,9	52 577
sprzedaj	45,4	redukuj	43,0	21.10.2013		58,48	53 854
redukuj	43,0	akumuluj	48,0	19.07.2013		48,89	46 400
trzymaj	48,0	akumuluj	36,6	6.03.2013		49,45	46 798
akumuluj	36,6	trzymaj	33,9	22.10.2012		31,61	43 759
trzymaj	33,9	kupuj	32,7	24.07.2012		34,00	38 983
kupuj	32,7	trzymaj	39,8	1.03.2011		27,19	41 534
trzymaj	39,8	akumuluj	47,1	26.05.2011		39,10	49 245
akumuluj	47,1	akumuluj	45,1	15.03.2011		42,95	47 440
akumuluj	45.1	akumuluj	45.1	17.11.2010		40.70	46 456
akumuluj	45.1	kupuj	41.2	14.05.2010		40.51	41 656
kupuj	41.2	-	-	27.10.2009		33.05	39 147

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	50%
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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na 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 portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 19.07.2017 roku, 13:59 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.07.2017 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 niemniejszym 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 19.07.2017 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 subemisje 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.