



Dom Maklerski BDM S.A.

KĘTY

RAPORT ANALITYCZNY

Po 1H'19 wykonanie prognozy zarządu na poziomie EBITDA (488 mln PLN na 2019 rok) wynosi ok. 50%. Wynik jest o 6% wyższy r/r (+14 mln PLN EBITDA r/r). Pozytywny wpływ na EBITDA mają SOG oraz SSA. Spadek r/r notuje natomiast SWW. Zakładamy, że kolejne kwartały przyniosą podtrzymanie ścieżki wzrostowej EBITDA. Będzie to już jednak bardziej wymagające niż w ostatnich czasie. Widoczne już zawirowania w europejskim przemyśle zwiększają prawdopodobieństwa wyhamowanie także w budownictwie, które jest głównym odbiorcą produktów Kęt (50-60%). Mnożniki po jakich handlowana jest spółka, w zestawieniu z wysoką stopą dywidendy, nie są wymagające, jednak w przypadku EV/EBITDA są powyżej mediany dla szerokiej grupy porównawczej. Zmieniamy nasze zalecenie z Akumuluj na Trzymaj. Cenę docelową obniżamy z 355,8 PLN do 340,9 PLN (w tym 24 PLN dywidendy, której dzień ustalono na 22 sierpnia 2019).

W 2Q'19, mimo spowalniającej koniunktury i utrzymującej się presji na rentowność w SWW, spółce udało się utrzymać dodatnią dynamikę EBITDA. Na konferencji wynikowej zarząd określił perspektywę na kolejny kwartał jako „stabilne” (po 1Q'19 perspektywę określano jako „dobre”). Podkreślono nadal dobrą koniunkturę w budownictwie oraz opakowaniach, zwracając natomiast uwagę na wyraźne spowolnienie w obszarze automotive, a tym samym m.in. w niemieckim przemyśle (rynek niemiecki to ok. 9% łącznej sprzedaży Kęt). Podtrzymane zostały prognozy na 2019 rok. Sam 3Q'19 powinien przynieść wzrost sprzedaży w każdym z segmentów, przy czym największy znak zapytania pojawia się przy SWW (wyraźnie niższa r/r cena aluminium w PLN).

Głównym odbiorcą produktów Kęt (57% w 1H'19) jest branża budowlana i wyposażenia wnętrz. Na przestrzeni ostatnich dwóch lat (pomiędzy 1H'19 a 1H'17) spółka zwiększyła sprzedaż dla tego typu klientów o ponad 50%. Wskaźnik zaufania w branży budowlanej dla EU27 publikowany przez Komisję Europejską, po długoletnim trendzie wzrostowym znajduje się nadal w pobliżu poprzednich historycznych szczytów z lat 2006-07, ale przestał się już poprawiać r/r. Uważamy, że średnioterminowe wyhamowanie dynamiki wzrostu w budownictwie jest coraz bardziej prawdopodobne (już czerwiec przyniósł ujemną dynamikę produkcji budowlanej w Polsce).

Kęty na początku czerwca zakończyły przegląd opcji strategicznych. Zarząd podjął decyzję o kontynuowaniu dalszej ekspansji w oparciu o posiadane aktywa, co ma pozwolić utrzymać bezpieczną sytuację finansową i pozostawać bez wpływu na realizowaną politykę dywidendową. Nie zdecydowano się więc ani na przyspieszenie rozwoju przez akwizycje ani na dezinwestycje (kandydatem był SOG). Z końcowym etapem przeglądu opcji zbiegły się rezygnacje z zasiadaniu w zarządzie przez A. Pielę (CFO) oraz R. Lachowicza (odpowiedzialny za SOG), pozostali oni natomiast nadal w spółce. Na początku 2020 roku opublikowana powinna zostać strategia spółki na kolejne lata. Według założeń obecnej strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 514 mln PLN EBITDA. Z bieżącej perspektywy cel ten wydaje się nadal realistyczny do wykonania (wzrost EBITDA o ok. 30 mln PLN r/r w 2020 roku, przycyćnić się do niego powinny m.in. efekty inwestycji w SOG i SWW).

Przy obecnej wycenie rynkowej spółka handlowana jest na P/E'19=12x, a dividend yield jest równy 7%. W przypadku EV/EBITDA wskaźnik wynosi 8,4x na 2019 rok i 8,0x na 2020 rok. Mediana dla szerokiej grupy porównawczej to odpowiednio 7,7x i 7,0x. Jednocześnie licząc stopę zwrotu w ujęciu YTD spółka zachowywała się wyraźnie słabiej niż MSCI Europe Industrials i mniej więcej porównywalnie do WIG.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	2 267	2 643	2 993	3 283	3 491	3 660
EBITDA [mln PLN]	394,2	421,2	463,5	483,7	512,9	521,3
EBIT [mln PLN]	282,3	301,2	337,7	346,6	359,6	364,6
Zysk netto [mln PLN]	277,9	236,9	268,2	260,8	267,6	270,6
Zysk netto skoryg. [mln PLN]*	216,7	238,4	256,3	260,8	267,6	270,6
DPS [PLN]	18,0	29,9	23,9	23,9	21,8	22,4
Payout ratio	81%	102%	96%	85%	80%	80%
P/BV	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0
P/E	11,2	13,2	11,7	12,1	11,7	11,6
P/E skoryg.*	14,3	13,1	12,2	12,1	11,7	11,6
EV/EBITDA	8,9	8,8	8,4	8,4	8,0	7,9
EV/EBIT	12,4	12,3	11,6	11,7	11,4	11,3

* przy założeniu stawki podatku 19%

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 340,9 PLN

(w tym DPS=24,0 PLN*)

09 SIERPIEŃ 2019, 12:02 CEST

Wycena DCF [PLN]	346,8
Wycena porównawcza [PLN]	327,2
Wycena końcowa [PLN]	340,9
Potencjał do wzrostu / spadku	4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	328,5
Kapitalizacja [mln PLN]	3 143,7
Ilość akcji [mln. szt.]	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	363,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	321,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-4,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-9,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-1,4%

Struktura akcjonariatu:

N-N OFE	19,4%
OFE Aviva BZ WBK	18,6%
OFE PZU	10,0%
Aegon OFE	7,3%
MetLife OFE	5,4%
Allianz OFE	5,2%
Pozostali	34,3%

*dzień dywidendy ustalony na 22/08/2019

stopa zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

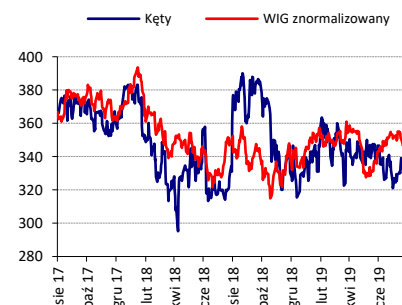
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2020.....	9
WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY ORAZ PROGNOZY	10
DANE FINANSOWE	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Kęty opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 327,2 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 346,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 340,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	346,8
Wycena metodą porównawczą	30%	327,2
Wycena 1 akcji Kęt [PLN]		340,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W modelu przyjmujemy obecnie założenia zbliżone do zaprezentowanych przez zarząd prognozie na 2019 rok oraz mniej więcej zgodne z celami na 2020 przedstawionymi w strategii na lata 2017-20 (po aktualizacji o nowe inwestycje). Poniżej przedstawiamy główne elementy, które można porównać:

	2017	2018	2019P	2020P*
Przychody				
zarząd	2 500	2 893	3 216	3 357
BDM/wykonanie	2 646	2 993	3 283	3 491
EBITDA				
zarząd	488	448	488	514
BDM/wykonanie	421	463	484	513
CAPEX				
zarząd	288	335	284	b.d.
			suma 2018-20:	692
BDM/wykonanie	190	231	244	217
			suma 2018-20:	692
dlug netto**				
zarząd	599	775	866	b.d.
BDM/wykonanie*	591	774	910	954

Źródło: BDM S.A., spółka, * wg aktualizacji strategii z 10/2017, **od 2019 wg MSSF16

- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Wycena nie uwzględnia potencjalnych akwizycji. CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2028 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,57 mln akcji (akcje po 2018 roku + akcje wyemitowane dotychczas w 2019 roku)
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 9 sierpnia 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,32 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 346,8 PLN.

Podstawowe założenia makroekonomiczne*

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EUR/PLN	4,36	4,26	4,26	4,30	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
USD/PLN	3,94	3,78	3,61	3,81	3,80	3,72	3,64	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61
EUR/USD	1,11	1,13	1,18	1,13	1,15	1,17	1,19	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 610	1 980	2 114	1 815	1 790	1 881	1 977	2 073	2 169	2 217	2 265	2 313	2 361

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

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 282,9	3 491,3	3 660,0	3 802,6	3 933,5	4 067,8	4 166,0	4 266,1	4 368,0	4 471,8
EBIT [mln PLN]	346,6	359,6	364,6	370,4	373,5	374,4	377,4	380,8	384,6	388,8
Stopa podatkowa*	17%	16%	16%	17%	17%	17%	18%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	57,4	59,1	60,1	61,2	61,7	61,9	68,5	72,4	73,1	73,9
NOPLAT [mln PLN]	289,2	300,4	304,4	309,3	311,8	312,4	308,9	308,5	311,5	314,9
Amortyzacja [mln PLN]	137,1	153,3	156,7	160,4	163,9	167,0	169,7	172,1	174,3	176,2
CAPEX [mln PLN]	-244,0	-216,5	-190,8	-191,0	-191,2	-191,4	-191,6	-191,7	-191,9	-192,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-50,5	-50,7	-43,5	-37,3	-35,1	-36,7	-26,2	-26,7	-27,2	-27,7
FCF [mln PLN]	131,8	186,5	226,9	241,4	249,4	251,3	260,9	262,2	266,7	271,3
DFCF [mln PLN]	128,1	168,5	190,5	188,4	180,8	169,2	163,1	152,1	143,6	135,4
Suma DFCF [mln PLN]	1 619,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 000,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 495,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 115,0									
Dług netto 2018 [mln PLN]**	796,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 318,9									
Ilość akcji [mln szt.]	9,57									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	346,8									

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

Przychody zmiana r/r	9,7%	6,3%	4,8%	3,9%	3,4%	3,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
EBIT zmiana r/r	2,6%	3,7%	1,4%	1,6%	0,8%	0,2%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%
FCF zmiana r/r	76,1%	41,5%	21,6%	6,4%	3,3%	0,8%	3,8%	0,5%	1,7%	1,7%
Marża EBITDA	14,7%	14,7%	14,2%	14,0%	13,7%	13,3%	13,1%	13,0%	12,8%	12,6%
Marża EBIT	10,6%	10,3%	10,0%	9,7%	9,5%	9,2%	9,1%	8,9%	8,8%	8,7%
Marża NOPLAT	8,8%	8,6%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	7,4%	7,2%	7,1%	7,0%
CAPEX / Przychody	7,4%	6,2%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%
CAPEX / Amortyzacja	178,0%	141,2%	121,7%	119,1%	116,7%	114,6%	112,9%	111,4%	110,1%	109,0%
Zmiana KO / Przychody	1,5%	1,5%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,5%	24,3%	25,8%	26,1%	26,8%	27,3%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%

Źródło: BDM S.A., *w okresie rezydualnym 19%, **wg MSSF16

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	66,3%	66,8%	67,6%	68,4%	69,2%	69,9%	71,2%	72,4%	73,7%	74,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	33,7%	33,2%	32,4%	31,6%	30,8%	30,1%	28,8%	27,6%	26,3%	25,1%
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	257,7	278,4	304,3	338,0	383,4	447,9	547,1	718,8	1088,4
	0,8	244,1	262,7	285,8	315,4	354,6	409,3	490,5	624,1	884,3
	0,9	231,5	248,2	268,9	295,0	329,2	375,9	443,4	549,7	741,6
	1,0	219,8	234,9	253,4	276,6	306,6	346,8	403,6	489,8	636,3
	1,1	208,9	222,6	239,2	259,9	286,3	321,2	369,4	440,4	555,3
	1,2	198,7	211,2	226,2	244,7	268,0	298,5	339,8	399,0	491,2
	1,3	189,2	200,5	214,1	230,7	251,5	278,2	313,9	363,9	439,0

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	272,5	295,5	324,8	363,3	416,1	493,2	616,2	843,5	1404,8
	4%	244,1	262,7	285,8	315,4	354,6	409,3	490,5	624,1	884,3
	5%	219,8	234,9	253,4	276,6	306,6	346,8	403,6	489,8	636,3
	6%	198,7	211,2	226,2	244,7	268,0	298,5	339,8	399,0	491,2
	7%	180,3	190,6	202,9	217,9	236,4	260,0	291,0	333,6	395,8
	8%	164,0	172,6	182,9	195,1	210,0	228,7	252,5	284,2	328,3
	9%	149,5	156,8	165,4	175,5	187,7	202,6	221,4	245,6	278,1

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	598,0	559,0	524,3	493,2	465,2	439,7	416,6	395,4	375,9
	4%	513,6	474,2	439,7	409,3	382,2	358,0	336,2	316,4	298,5
	5%	447,9	409,3	375,9	346,8	321,2	298,5	278,2	260,0	243,6
	6%	395,4	358,0	326,1	298,5	274,4	253,2	234,5	217,7	202,6
	7%	352,3	316,4	286,1	260,0	237,4	217,7	200,3	184,8	170,9
	8%	316,4	282,1	253,2	228,7	207,5	189,0	172,8	158,4	145,6
	9%	286,1	253,2	225,8	202,6	182,7	165,4	150,2	136,8	124,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o wskaźniki producentów aluminium, wyrobów aluminiowych i opakowań giętkich. Analizę spółek oparto na dwóch wskaźnikach: P/E (do wyceny użyliśmy porównywalny zysk netto, czyli bez efektu rozpoznania aktywa podatkowego) oraz EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2019-21), dla każdego roku przypisaliśmy wagę 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Porównując wyniki Kęt ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,13 mld PLN, co odpowiada 327,2 PLN na jedną akcję. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 30%.

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

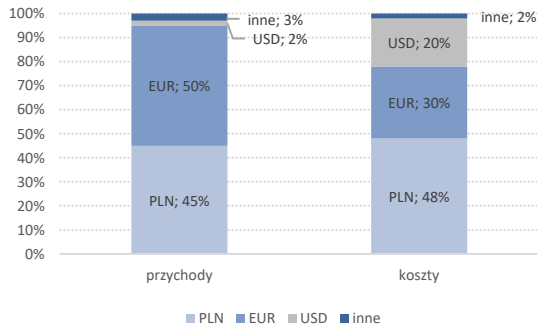
Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Hindalco	7,8	7,3	7,2	5,3	4,8	4,0
Norsk Hydro	28,0	11,0	9,1	6,4	4,4	3,9
Kaiser Aluminium	13,4	12,0	11,3	7,7	6,9	6,1
Amcor	35,3	26,5	22,5	20,8	15,5	13,9
Alumetal	9,8	9,5	8,7	7,3	7,0	6,3
Ball Corp	29,1	25,6	22,9	16,3	15,0	14,0
Wintpak	26,2	25,7	25,3	13,3	12,5	11,9
Huhtamaki	18,5	16,2	15,3	10,3	9,4	8,7
Wielton	8,0	8,5	5,5	6,2	6,1	6,1
Lindab	12,3	12,0	11,2	7,6	6,7	6,0
Assa Abloy	23,2	21,3	19,9	15,0	14,0	12,9
Arconic	12,6	11,3	10,0	6,8	6,4	6,2
UACJ	18,4	8,7	7,1	10,1	8,3	7,7
Mediana	18,4	12,0	11,2	7,7	7,0	6,3
Kęty	12,1	11,7	11,6	8,4	8,0	7,9
Premia/dyskonto do Kęt	-34,5%	-1,7%	3,9%	9,1%	14,8%	24,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	501,8	334,2	316,1	293,3	273,3	244,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		384,0			270,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	327,2					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

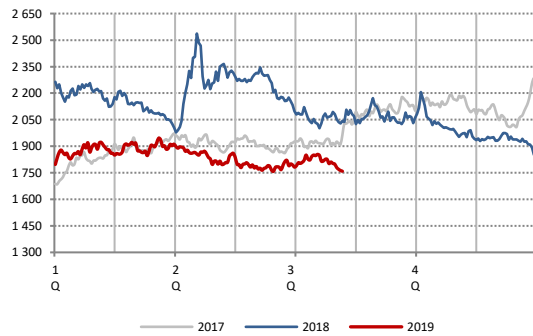
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura walutowa przychodów i kosztów Kęty w 2018 roku



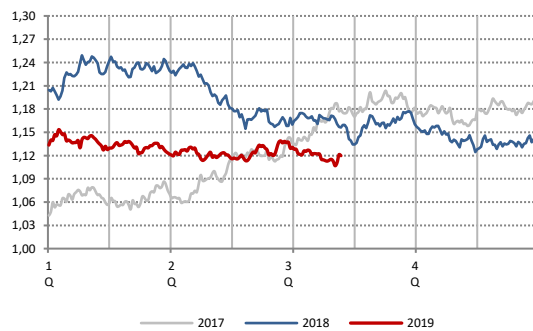
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



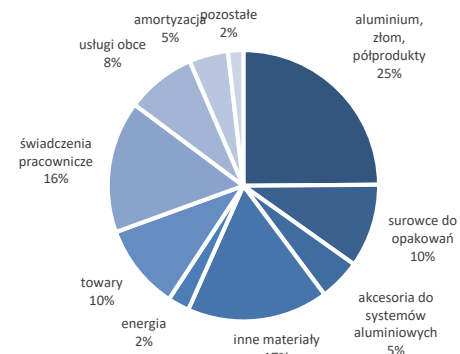
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



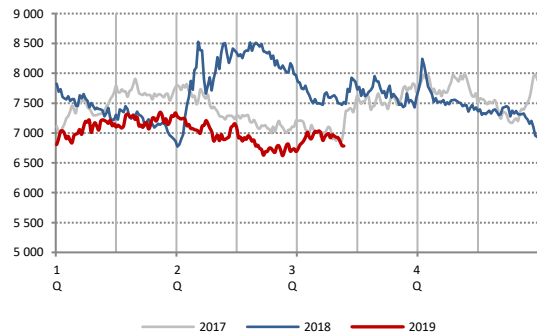
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów w 2018 roku



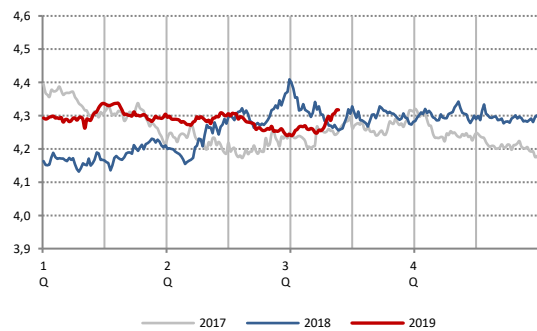
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



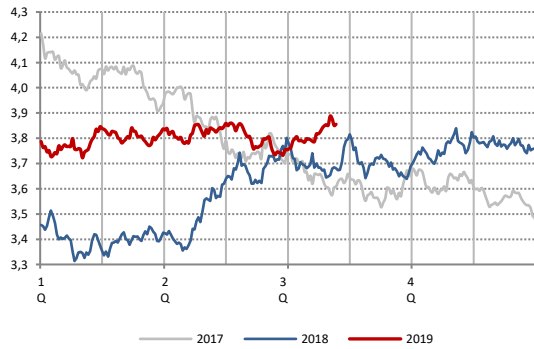
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



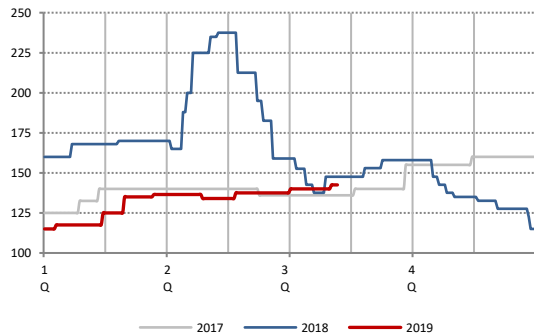
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs USD/PLN



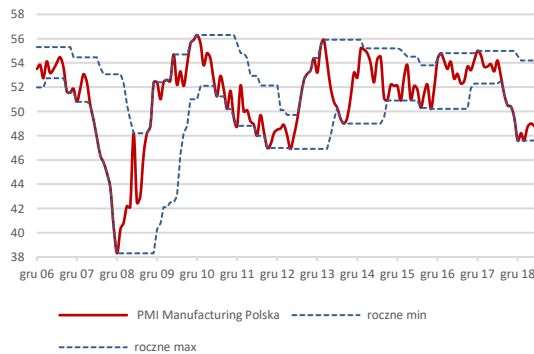
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]



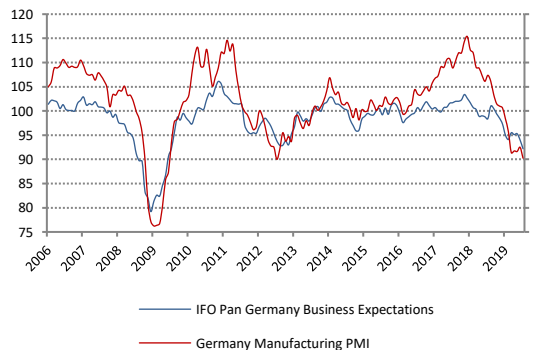
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ingot

PMI dla sektora przemysłu w Polsce



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik oczekiwań Ifo



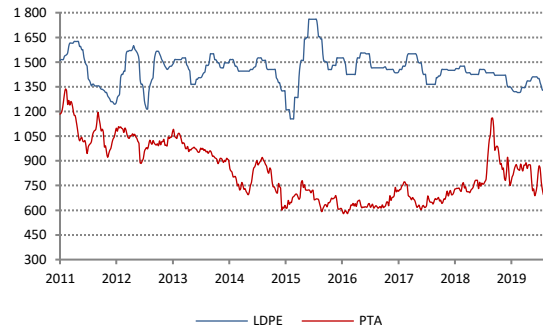
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

W 2018 roku wg szacunków zarządu 45% sprzedaży było realizowane w PLN, 50% w EUR a pozostałe 5% stanowiła sprzedaż rozliczana w USD, GBP oraz innych walutach. Po stronie kosztowej 48% stanowiły koszty ponoszone w PLN, 30% to koszty denominowane w EUR, 20% w USD i 2% w pozostałych walutach (GBP, UAH). W 1H'19 relacje te były prawie identyczne po stronie przychodów (45%/50%/5%), natomiast po stronie kosztowej wzrosło znaczenie kosztów ponoszonych w EUR (do 33%), a spadło w PLN (do 45%) a w przypadku USD (20%) i pozostałych walut było na zbliżonym poziomie. Według naszych kalkulacji umocnienie PLN vs EUR o 10 groszy niesie za sobą ok. 10-15 mln PLN spadku EBIT/rok przy innych elementach stałych.

W USD kwotowane są ceny aluminium. Obecnie ceny są najniższe od 2016/17 (presję na ceny powoduje m.in. niższe od oczekiwań zapotrzebowanie w Chinach). Ceny w PLN nieco podbija wyższy r/r kurs USD/PLN, ale także są one wyraźnie niższe w ujęciu r/r.

Cena polietylenu i PTA [EUR/t]



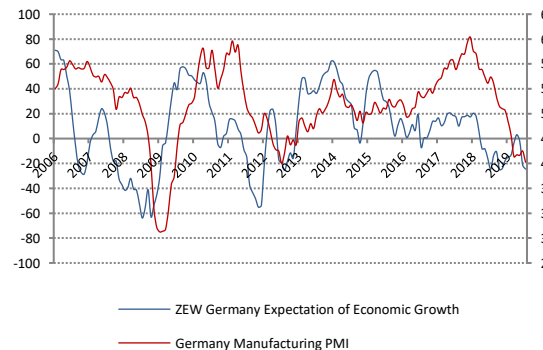
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE), PTA (Chiny, futures)

Po chwilowym wzroście w 2Q'18 (nałożenie sankcji na Rusal) premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME) spadały w kolejnych miesiącach. Od początku 2019 zaczęły nieco się podnosić z dołka, ale nie są to wysokie poziomy.

Od 2016 roku, poza chwilowymi wyskokami (spowodowanymi m.in. zmiennością cen ropy), w trendzie bocznym znajdują się ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG.

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu od początku 2018 roku znajduje się w trendzie spadkowym. Pod koniec 2018 roku wskaźnik zszedł poniżej poziom 50 pkt. Podobnie jak w przypadku wskaźników wyprzedzających dla niemieckiej gospodarki (Ifo i ZEW) przełom 1/2Q'19 mógł przynieść oczekiwania na ustabilizowanie się sytuacji. Jednak 3Q'19 przynosi na razie potwierdzenie spadkowej tendencji ze wcześniejszych okresów. Dodatkowo dynamika spadku PMI dla niemieckiego przemysłu jest już bliższa temu co działo się w 2008 roku niż w 2011-12 roku.

Wskaźnik oczekiwań ZEW



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2020

Założenia ogólne aktualnej strategii zarządu do 2020 roku oraz prognozy na 2019 rok [mln PLN]

	2018	2019P zarząd	2019P BDM	różnica	2020P zarząd aktualnie*	2020P BDM	różnica
Przychody	2 993	3 216	3 283	2%	3 357	3 491	4%
SWW	1 270	1 364	1 336	-2%	1 458	1 380	-5%
SSA	1 292	1 393	1 468	5%	1 420	1 541	9%
SOG	707	739	770	4%	750	858	14%
inne/wyłączenia	-275	-280	-291		-271	-287	
EBIT	338	344	347	-2%	360	360	0%
rentowność	11,3%	10,7%	10,6%		10,7%	10,3%	
EBITDA	463	488	484	-1%	514	513	0%
SWW	163	172	145	-16%	169	152	-10%
SSA	190	b.d.	216	-	217	232	7%
SOG	119	125	135	8%	139	141	2%
inne/wyłączenia	-8	b.d.	-12	-	-11	-13	-
rentowność	15,5%	15,2%	14,7%		15,3%	14,7%	
Zysk netto	268	261	261	0%	264	268	1%
rentowność	9,0%	8,1%	7,9%		7,9%	7,7%	
Dług netto	774	866	910		-	954	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *aktualizacja z października 2017 (dane wg sprawozdania zarządu za 2017 rok)

Obecne cele strategiczne do 2020 (z października 2017)

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

W październiku 2017 spółka zaktualizowała plan inwestycyjny na lata 2017-2020 (m.in. decyzja o wybudowaniu II linii do produkcji folii BOPP) oraz nieco podniosła docelowy poziom EBITDA na 2020 rok (do 514 mln PLN z 506 mln PLN). Łączne nakłady inwestycyjne w okresie 2015-20 mają wynieść 1,35 mld PLN. Polityka dywidendowa zakłada przeznaczenie 60-100% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę (przy relacji dług netto/EBITDA na koniec poprzedniego roku obrotowego na maksymalnym poziomie 2,0x) – w prognozach zarządu założono średnio 80%.

W naszych prognozach przyjmujemy, że spółka zrealizuje zakładane w strategii założenia EBITDA na 2020 rok. EBITDA w 2020 roku nie będzie w pełni uwzględniała inwestycji przeprowadzonych w ramach obecnej strategii – np. II linia do produkcji folii BOPP pełne moce ma uzyskać dopiero w 2022 roku. Można także spodziewać się, że CAPEX w 2020 roku będzie ostatecznie większy niż może to wynikać z sumy założonej na okres 2015-20. Nowa strategia pojawi się prawdopodobnie na początku 2020 rok, więc może ona już uwzględniać jakąś część nowych planów inwestycyjnych.

Nasze prognozy nie uwzględniają możliwych akwizycji, gdzie prawdopodobnie może istnieć duży potencjał do uzyskania synergii na możliwości wykorzystania istniejących struktur sprzedażowych spółki dla rozwoju komplementarnych biznesów. W prasie pojawiały się m.in. spekulacje o możliwości przejęcia biznesu Mercoru - jednak spółka nie potwierdziła tych doniesień.

Przegląd opcji strategicznych

Kęty na początku czerwca zakończyły przegląd opcji strategicznych. Zarząd podjął decyzję o kontynuowaniu dalszej ekspansji w oparciu o posiadane aktywa, co ma pozwolić utrzymać bezpieczną sytuację finansową i pozostawać bez wpływu na realizowaną politykę dywidendową. Nie zdecydowano się więc ani na przyspieszenie rozwoju przez akwizycje ani na dezinvestycje. Na konferencji wynikowej po 2Q'19 zarząd przyznał, że kandydatem do dezinvestycji był SOG, co potencjalnie mogło pomóc spółce pozyskać środki na zbudowanie większej grupy na bazie obszaru SWW+SSA.

Z końcowym etapem przeglądu opcji zbiegły się rezygnacje z zasiadaniu w zarządzie przez A. Pielę (CFO) oraz R. Lachowicza (odpowiedzialny za SOG).

WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY ORAZ PROGNOZY

Kęty –wyniki za 2Q'19 [mln PLN]

	2Q'18	2Q'19	zmiana r/r	2Q'19P zarząd	odchyl.	1H'18	1H'19	zmiana r/r	2019P zarząd	realizacja po 1H'19
Przychody ze sprzedaży	748,8	831,8	11,1%	820,0	1,4%	1 423,6	1 610,7	13,1%	3 216,0	50,1%
EBITDA	126,4	135,5	7,2%	135,0	0,4%	231,5	245,6	6,1%	488,0	50,3%
EBIT	94,5	101,3	7,3%	102,0	-0,6%	169,0	178,0	5,3%	344,0	51,7%
Zysk (strata) brutto	89,5	94,3	5,4%	96,0	-1,7%	158,8	166,1	4,6%	325,0	51,1%
Zysk (strata) netto	71,7	75,5	5,4%	77,0	-1,9%	125,0	133,5	6,8%	261,0	51,1%
Marża EBITDA	16,9%	16,3%		16,5%		16,3%	15,2%		15,2%	
Marża EBIT	12,6%	12,2%		12,4%		11,9%	11,0%		10,7%	
Marża netto	9,6%	9,1%		9,4%		8,8%	8,3%		8,1%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka, * wstępne wyniki z drugiej połowy czerwca

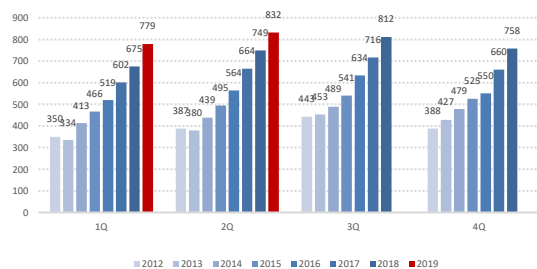
Spółka podała już szacunkowe wyniki za 2Q'19 pod koniec czerwca. Finalne wyniki na poziomie EBITDA były zgodne z nimi. Nieco wyższe okazały się przychody, nieco niższy natomiast zysk netto (większe od wstępnych szacunków ujemne saldo działalności finansowej).

Przychody w 2Q'19 wzrosły o 11,1% r/r (mimo 14% spadku ceny aluminium w PLN). Pomimo spowalniającej koniunktury i utrzymującej się presji na rentowność w SWW, spółce udało się utrzymać dodatnią dynamikę EBITDA (135,5 mln PLN vs 126,4 mln PLN rok temu). Wzrost r/r EBITDA w 2Q'19 odnotowano w SOG i SSA, natomiast spadek w SWW (trzeci taki kwartał z rzędu; z jednej strony dość wysoka baza, z drugiej presja kosztowa i spowalniający rynek).

Okres 2Q'19 (podobnie jak 1Q'19) był bardzo dobry pod względem przepływów z działalności operacyjnej (+137 mln PLN vs +60 mln PLN rok temu), głównie przez ograniczenie zapasów. CAPEX po 1H'19 wyniósł 145 mln PLN (plan na 2019 to 284 mln PLN, aczkolwiek zarząd na konferencji wynikowej zasugerował, że wydatki mogą się częściowo przesunąć na kolejny rok). Dług netto wynosi obecnie 709 mln PLN (z uwzględnieniem wpływu MSSF16 na poziomie 25 mln PLN). Po 3Q'19 ma wzrosnąć o max. 40 mln PLN (w tym kwartale zostanie wypłacona pierwsza, mniejsza, rata dywidendy).

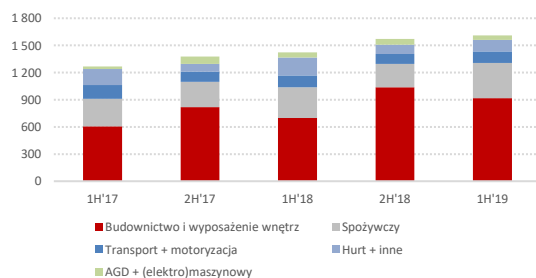
Po 1H'19 spółka wypracowała 246 mln PLN EBITDA, co daje realizację prognozy rocznej na poziomie 50,3% (wykonanie wyniku w 2018 i 2017 roku po 1H wynosiło 50%, w kilku wcześniejszych latach nie przekraczało tej wartości). Zarząd podtrzymał prognozę roczną.

Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]



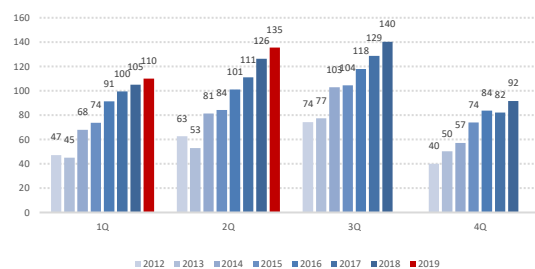
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody wg odbiorców branżowych [mln PLN]



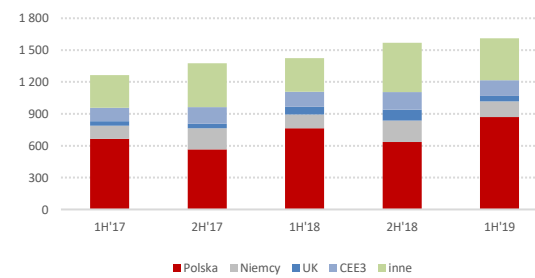
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody wg odbiorców geograficznie [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, CEE3=Czechy, Słowacja, Węgry

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19
Razem														
Sprzedaż	519,0	564,2	633,9	550,3	601,5	664,3	716,5	660,3	674,8	748,8	811,5	758,3	778,9	831,8
zmiana r/r	11,4%	14,0%	17,2%	4,8%	15,9%	17,7%	13,0%	20,0%	12,2%	12,7%	13,3%	14,8%	15,4%	11,1%
EBITDA	91,4	101,1	117,8	83,8	99,5	110,9	128,7	82,1	105,1	126,4	140,3	91,6	110,1	135,5
marża	17,6%	17,9%	18,6%	15,2%	16,5%	16,7%	18,0%	12,4%	15,6%	16,9%	17,3%	12,1%	14,1%	16,3%
SWW														
Sprzedaż ogółem	197,5	229,8	273,6	231,3	272,7	298,5	305,0	261,7	296,4	327,9	351,9	293,6	326,5	341,5
zmiana r/r	-2%	7%	20%	32%	38%	30%	11%	13%	9%	10%	15%	12%	10%	4%
Sprzedaż na zewn.	157,4	179,5	211,7	185,9	220,0	227,8	236,0	207,9	232,5	255,1	274,0	237,7	250,3	263,2
zmiana r/r	0%	16%	29%	33%	40%	27%	12%	12%	6%	12%	16%	14%	8%	3%
EBITDA	27,9	39,7	48,0	23,7	32,7	38,8	48,3	30,2	38,8	50,2	48,7	25,0	29,7	41,7
marża	14,1%	17,3%	17,5%	10,2%	12,0%	13,0%	15,8%	11,5%	13,1%	15,3%	13,8%	8,5%	9,1%	12,2%
SOG														
Sprzedaż ogółem	122,1	117,0	130,7	128,8	147,5	150,2	161,6	165,6	178,4	170,0	178,7	179,4	200,4	192,8
zmiana r/r	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%	8%	12%	13%
Sprzedaż na zewn.	122,1	116,9	130,6	128,7	147,5	150,2	161,6	165,5	178,4	170,0	178,7	179,4	200,4	192,8
zmiana r/r	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%	8%	12%	13%
EBITDA	23,1	24,0	28,1	29,2	28,5	27,1	32,3	24,6	30,3	29,8	34,1	24,7	36,1	36,8
marża	18,9%	20,6%	21,5%	22,7%	19,3%	18,0%	20,0%	14,9%	17,0%	17,5%	19,1%	13,8%	18,0%	19,1%
SSA+SUB+SAB*														
Sprzedaż ogółem	240,3	268,7	293,0	237,0	235,1	287,8	320,1	288,1	264,9	324,8	360,0	342,5	328,8	376,4
zmiana r/r	18%	13%	4%	-22%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	12%	19%	24%	16%
Sprzedaż na zewn.	239,4	267,7	291,6	235,7	234,0	286,3	318,8	286,8	263,9	323,6	358,8	341,1	328,1	375,8
zmiana r/r	22%	15%	11%	-12%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	13%	19%	24%	16%
EBITDA	42,9	39,4	47,8	30,2	40,2	49,6	54,6	27,7	38,8	52,7	58,9	39,4	45,8	62,4
marża	17,9%	14,7%	16,4%	12,8%	17,2%	17,3%	17,1%	9,7%	14,7%	16,3%	16,4%	11,5%	14,0%	16,6%
Inne + wyłączenia														
Sprzedaż ogółem	3,0	3,0	3,5	4,3	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8
zmiana r/r	-59%	-49%	-48%	-29%	17%	16%	4%	-14%	8%	10%	6%	6%	1%	-1%
Sprzedaż na zewn.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
zmiana r/r	-99%	-98%	-99%	-99%	-31%	-31%	60%	67%	66%	32%	5%	-1%	-5%	11%
EBITDA	-2,5	-2,0	-6,0	0,7	-1,9	-4,5	-6,5	-0,4	-2,8	-6,3	-1,3	2,5	-1,4	-5,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, marża EBITDA liczona do sprzedaży ogółem, *od 2Q'16 spółka połączyła segmenty, przeliczyliśmy skonsolidowane wyniki wstecz dodając do siebie wyniki segmentów

Prognozy na kolejne okresy
Prognoza wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	1Q'19	2Q'19	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody ze sprzedaży	601,5	664,3	716,5	660,3	2 642,6	674,8	748,8	811,5	758,3	2 993,4	778,9	831,8	869,5	802,7	3 282,9
zmiana r/r	15,9%	17,7%	13,0%	20,0%	16,5%	12,2%	12,7%	13,3%	14,8%	13,3%	15,4%	11,1%	7,1%	5,9%	9,7%
EBITDA	99,5	110,9	128,7	82,1	421,2	105,1	126,4	140,3	91,6	463,5	110,1	135,5	142,4	95,7	483,7
zmiana r/r	8,9%	9,7%	9,2%	-2,1%	6,9%	5,6%	14,0%	9,0%	11,6%	10,0%	4,7%	7,2%	1,5%	4,5%	4,4%
EBIT	69,8	81,4	98,7	51,3	301,2	74,5	94,5	109,2	59,4	337,7	76,6	101,3	108,2	60,5	346,6
Saldo finansowe	-0,6	-1,6	-3,7	-1,3	-7,2	-5,2	-5,0	-5,5	-5,2	-21,0	-4,9	-7,0	-5,8	-5,7	-23,4
Zysk (strata) brutto	69,2	79,8	95,0	50,1	294,0	69,3	89,5	103,7	54,2	316,7	71,8	94,3	102,3	54,8	323,3
Zysk (strata) netto	54,7	64,8	77,3	40,1	236,9	53,3	71,7	83,2	60,1	268,2	57,9	75,5	82,9	44,4	260,8
Marża EBITDA	16,5%	16,7%	18,0%	12,4%	15,9%	15,6%	16,9%	17,3%	12,1%	15,5%	14,1%	16,3%	16,4%	11,9%	14,7%
Marża EBIT	11,6%	12,3%	13,8%	7,8%	11,4%	11,0%	12,6%	13,5%	7,8%	11,3%	9,8%	12,2%	12,4%	7,5%	10,6%
Marża zysku netto	9,1%	9,8%	10,8%	6,1%	9,0%	7,9%	9,6%	10,2%	7,9%	9,0%	7,4%	9,1%	9,5%	5,5%	7,9%

Źródło: BDM S.A., spółka

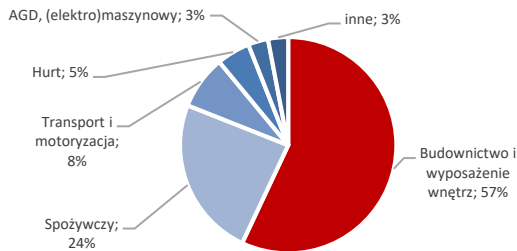
W lutym spółka przedstawiła prognozy na 2019 rok. W budżecie zarząd zapisał wypracowanie ponad 3,2 mld PLN przychodów (+8% r/r w SSA, +7% w SWW, +5% r/r w SOG), 488 mln PLN EBITDA oraz 261 mln PLN wyniku netto (spółka nie zakłada w tym roku zawiązania aktywa podatkowego z SSE). Zarząd przewidywał CAPEX na 2019 rok w kwocie 284 mln PLN (więcej niż w 2018 roku, kiedy wyniósł 232 mln PLN, przy czym 100 mln PLN to przesunięte wydatki właśnie z ubiegłego roku). Dług netto na koniec 2019 roku miał wynieść 866 mln PLN przy założeniu: i) wypłaty 80% zysku netto jako dywidenda (ostatecznie jest to 85%), ii) braku akwizycji.

Po 2Q'19 podtrzymane zostały prognozy na 2019 rok. Na konferencji wynikowej zarząd określił perspektywę na kolejny kwartał jako „stabilne” (po 1Q'19 perspektywę określano jako „dobre”). Podkreślono nadal dobrą koniunkturę w budownictwie oraz opakowaniach, zwracając natomiast uwagę na wyraźne spowolnienie w obszarze automotive, a tym samym m.in. w niemieckim przemyśle (rynek niemiecki to ok. 9% łącznej sprzedaży Kęty). Sam 3Q'19 powinien przynieść wzrost sprzedaży w każdym z segmentów, przy czym największy znak zapytania pojawia się przy SWW (wyraźnie niższa r/r cena aluminium w PLN).

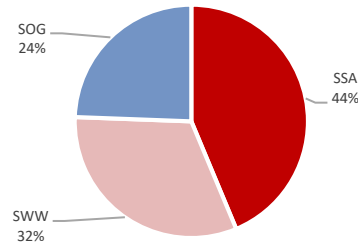
Przypominamy, że w SWW uruchomiono nowe moce na przełomie 2018/19 (stopy miękkie) oraz w 2Q'19 (stopy twarde), co także generuje podwyższone koszty przy spowolniającej dynamice popytu na rynku. II linia BOPP powinna zostać uruchomiona w 4Q'19, ale generowania dodatniej EBITDA z tego projektu należy spodziewać się dopiero w 2020 roku.

Po 1H'19 wykonanie prognozy zarządu na poziomie EBITDA wynosi nieco ponad 50% (czyli jest to poziom dość zbliżony do sytuacji jak wyglądało wykonanie prognozy rocznej po 1H'17 i 1H'18). Wynik jest o 6% wyższy r/r (+14 mln PLN EBITDA r/r). Zakładamy, że kolejne kwartały przyniosą podtrzymanie ścieżki wzrostowej EBITDA. Będzie to już jednak bardziej wymagające niż w ostatnich czasie. Widoczne już zawirowania w europejskim przemyśle zwiększają prawdopodobieństwa wyhamowanie także w budownictwie, które jest głównym odbiorcą produktów Kęt (50-60% sprzedaży w ostatnich latach).

Przychody wg odbiorców branżowych w 1H'19

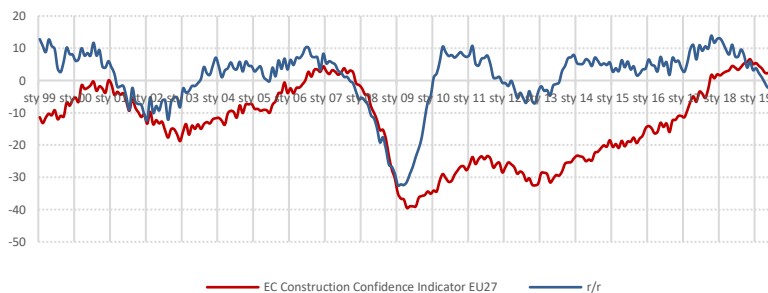


Przychody wg segmentów w 1H'19



Źródło: BDM S.A., spółka

EC Construction Confidence Indicator EU27

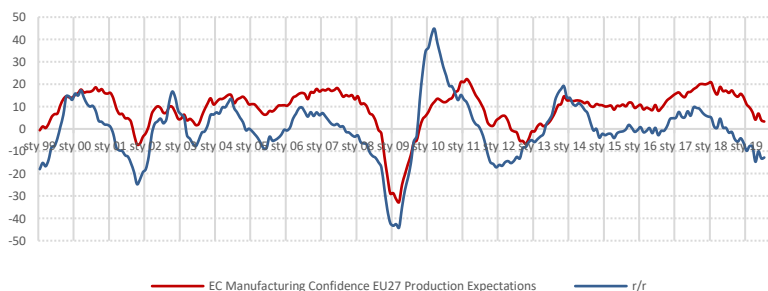


Źródło: BDM S.A., spółka

Wskaźnik zaufania w branży budowlanej dla EU27 publikowany przez Komisję Europejską, po długoletnim trendzie wzrostowym znajduje się nadal w pobliżu poprzednich historycznych szczytów z lat 2006-07, ale przestał się już poprawiać r/r.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EC Manufacturing Confidence EU27 Production Expectations



Wskaźnik zaufania w przemyśle obrazujący oczekiwania produkcyjne dla EU27 publikowany przez Komisję Europejską, znajduje się obecnie najniższej od 2013 roku.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Obecny konsensus na poziomie EBITDA na 2019 rok wynosi 485 mln PLN, czyli nieco poniżej prognozy zarządu (488 mln PLN). W naszych prognozach przyjmujemy jeszcze nieznacznie niższy poziom (483 mln PLN). Obawiamy się, że w 2H'19 słabsze r/r wyniki może nadal notować SWW, spodziewamy się także słabszych przyrostów w pozostałych segmentach.

Na kolejne lata nasze założenia oscylują w okolicach konsensusu. Ścieżka poprawy wyników r/r powinna być naszym zdaniem zachowana w 2020 roku, m.in. ze względu na dalsze efekty prowadzonych inwestycji. Według założeń obecnej strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 3,36 mld PLN sprzedaży i 514 mln PLN EBITDA. Z bieżącej perspektywy cele wydają się nadal realistyczne do wykonania.

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2019		odchylenie	2020		odchylenie	2021		odchylenie
	konsensus	BDM		konsensus	BDM		konsensus	BDM	
Przychody	3 205,3	3 282,9	2,4%	3 409,7	3 491,3	2,4%	3 577,0	3 660,0	2,3%
EBITDA	485,3	483,7	-0,3%	511,3	512,9	0,3%	532,2	521,3	-2,0%
EBIT	354,8	346,6	-2,3%	372,4	359,6	-3,4%	393,3	364,6	-7,3%
Zysk (strata) netto	265,9	260,8	-1,9%	272,4	267,6	-1,8%	290,0	270,6	-6,7%
Dług netto	933,0	910,2	-2,4%	971,8	953,7	-1,9%	934,2	963,6	3,2%
Marża EBITDA	15,1%	14,7%		15,0%	14,7%		14,9%	14,2%	
Marża EBIT	11,1%	10,6%		10,9%	10,3%		11,0%	10,0%	
Marża zysku netto	8,3%	7,9%		8,0%	7,7%		8,1%	7,4%	

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

Skorygowane prognozy wyników na lata 2019-2021 rok [mln PLN]

	2019P		zmiana	2019P zarząd		2020P			2021P		
	poprzednio*	aktualnie		prognoza	odchylenie BDM	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	3 275,9	3 282,9	0,2%	3 216,0	2,1%	3 542,1	3 491,3	-1,4%	3 683,1	3 660,0	-0,6%
EBITDA	488,0	483,7	-0,9%	488,0	-0,9%	514,4	512,9	-0,3%	525,9	521,3	-0,9%
EBIT	347,1	346,6	-0,1%	344,0	0,8%	360,3	359,6	-0,2%	369,7	364,6	-1,4%
Zysk (strata) netto	261,0	260,8	-0,1%	261,0	-0,1%	268,6	267,6	-0,4%	275,4	270,6	-1,7%
Marża EBITDA	14,9%	14,7%		15,2%		14,5%	14,7%		14,3%	14,2%	
Marża EBIT	10,6%	10,6%		10,7%		10,2%	10,3%		10,0%	10,0%	
Marża zysku netto	8,0%	7,9%		8,1%		7,6%	7,7%		7,5%	7,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 2.04.2019

Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2018-2028

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	2 027,1	2 267,4	2 642,6	2 993,4	3 282,9	3 491,3	3 660,0	3 802,6	3 933,5	4 067,8	4 166,0	4 266,1	4 368,0	4 471,8
SOG	435,0	498,5	624,9	706,5	770,2	857,7	920,7	965,7	985,0	1 004,7	1 024,8	1 045,3	1 066,2	1 087,5
SWW	820,7	932,3	1 137,9	1 269,8	1 336,3	1 379,5	1 447,3	1 513,4	1 594,4	1 679,4	1 730,3	1 782,0	1 834,5	1 887,8
SSA	1 027,9	1 039,0	1 131,1	1 292,1	1 467,6	1 541,0	1 587,2	1 626,9	1 667,6	1 709,2	1 743,4	1 778,3	1 813,9	1 850,1
Inne	26,1	13,8	14,4	15,5	15,6	15,9	16,3	16,6	16,9	17,2	17,6	17,9	18,3	18,7
Korekty	-282,6	-216,2	-265,8	-290,5	-306,9	-302,8	-311,4	-320,0	-330,4	-342,8	-350,1	-357,5	-364,9	-372,3
zmiana r/r	11,4%	11,9%	16,5%	13,3%	9,7%	6,3%	4,8%	3,9%	3,4%	3,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
SOG	9,4%	14,6%	25,4%	13,1%	9,0%	11,3%	7,3%	4,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SWW	12,3%	13,6%	22,1%	11,6%	5,2%	3,2%	4,9%	4,6%	5,4%	5,3%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%
SSA	16,3%	1,1%	8,9%	14,2%	13,6%	5,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inne	-9,4%	-47,0%	4,3%	7,3%	0,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA [mln PLN]	336,2	394,2	421,2	463,5	483,7	512,9	521,3	530,8	537,4	541,3	547,1	552,9	558,9	564,9
SOG	94,5	104,5	112,5	118,8	134,9	141,5	147,5	152,0	154,4	156,8	159,3	161,8	164,3	166,8
SWW	98,9	139,2	150,0	162,7	144,5	152,3	154,5	157,5	160,6	162,1	163,7	165,2	166,8	168,4
SSA	157,0	160,2	172,0	189,8	216,2	232,5	232,9	235,2	236,5	236,8	238,8	241,0	243,2	245,5
Inne	-14,2	-9,8	-13,4	-7,9	-11,9	-13,3	-13,6	-13,9	-14,1	-14,4	-14,7	-15,0	-15,4	-15,7
korekty	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	1 438,8	1 574,7	1 694,9	1 748,9	1 773,8	1 795,1	1 813,2	1 828,4	1 847,1	1 866,7	1 884,3	1 900,2
Wartości niematerialne i prawne	65,5	59,5	57,6	55,3	55,7	56,3	56,9	57,4	58,0	58,4	58,9	59,3
Rzeczowe aktywa trwałe	1 240,3	1 375,5	1 506,1	1 571,6	1 605,2	1 635,1	1 661,9	1 685,7	1 707,1	1 726,2	1 743,4	1 758,8
Pozostałe aktywa trwałe	133,0	139,7	131,2	122,1	112,9	103,7	94,5	85,3	82,0	82,0	82,0	82,0
Aktywa obrotowe	1 060,5	1 205,1	1 262,3	1 310,1	1 366,1	1 425,2	1 486,7	1 552,0	1 577,9	1 604,1	1 633,8	1 666,6
Zapasy	457,8	509,5	541,5	572,6	606,0	635,8	665,9	699,3	721,5	744,1	767,3	791,0
Należności krótkoterminowe	514,2	594,3	633,5	673,7	706,3	733,8	759,0	785,0	803,9	823,2	842,9	862,9
Inwestycje krótkoterminowe	88,5	101,4	87,3	63,8	53,8	55,7	61,7	67,8	52,5	36,8	23,6	12,7
- w tym środki pieniężne	78,9	100,7	86,6	63,1	53,1	55,0	61,0	67,1	51,8	36,0	22,9	12,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	2 499,4	2 779,8	2 957,2	3 059,0	3 139,9	3 220,4	3 299,9	3 380,5	3 424,9	3 470,8	3 518,1	3 566,8
Kapitał (fundusz) własny	1 362,8	1 396,3	1 428,0	1 486,9	1 543,5	1 602,3	1 659,9	1 716,4	1 774,6	1 834,0	1 894,4	1 955,9
Kapitał (fundusz) podstawowy	67,7	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8	67,8
Zysk z lat ubiegłych	1 266,4	1 305,7	1 076,6	1 128,8	1 182,3	1 236,5	1 291,5	1 347,1	1 402,8	1 459,1	1 516,0	1 573,6
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	260,8	267,6	270,6	275,3	277,9	278,7	281,3	284,4	288,0	291,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 136,0	1 382,8	1 528,2	1 570,8	1 594,9	1 616,4	1 638,0	1 662,0	1 647,9	1 634,2	1 620,8	1 607,9
Rezerwy na zobowiązania	88,3	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5
Zobowiązania długoterminowe	181,0	221,9	221,9	241,9	241,9	241,9	241,9	241,9	241,9	241,9	241,9	241,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	179,4	220,8	220,8	240,8	240,8	240,8	240,8	240,8	240,8	240,8	240,8	240,8
Zobowiązania krótkoterminowe	832,0	1 033,3	1 178,7	1 201,3	1 225,4	1 246,8	1 268,5	1 292,4	1 278,4	1 264,7	1 251,3	1 238,3
- w tym zobowiązania oprocentowane	490,1	654,3	754,3	754,3	754,3	754,3	754,3	754,3	724,3	694,3	664,3	634,3
Pasywa razem	2 499,4	2 779,8	2 957,2	3 059,0	3 139,9	3 220,4	3 299,9	3 380,5	3 424,9	3 470,8	3 518,1	3 566,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	2 642,6	2 993,4	3 282,9	3 491,3	3 660,0	3 802,6	3 933,5	4 067,8	4 166,0	4 266,1	4 368,0	4 471,8
EBITDA	421,2	463,5	483,7	512,9	521,3	530,8	537,4	541,3	547,1	552,9	558,9	564,9
EBIT	301,2	337,7	346,6	359,6	364,6	370,4	373,5	374,4	377,4	380,8	384,6	388,8
Saldo działalności finansowej	-7,2	-21,0	-23,4	-28,9	-30,2	-30,3	-30,1	-30,0	-29,9	-29,5	-28,9	-28,2
Zysk (strata) brutto	294,0	316,7	323,3	330,7	334,4	340,2	343,4	344,4	347,5	351,4	355,8	360,5
Zysk (strata) netto	236,9	268,2	260,8	267,6	270,6	275,3	277,9	278,7	281,3	284,4	288,0	291,8

CF [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	276,1	293,3	379,7	408,0	422,5	437,1	445,2	447,5	456,8	458,1	462,7	467,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-187,3	-228,7	-243,4	-216,1	-190,5	-190,8	-191,0	-191,2	-191,4	-191,7	-192,0	-192,3
Przepływy z działalności finansowej	-84,8	-42,8	-150,4	-215,4	-241,9	-244,5	-248,2	-250,3	-280,7	-282,1	-283,8	-285,8
Przepływy pieniężne netto	4,0	21,8	-14,1	-23,5	-10,0	1,8	6,0	6,1	-15,3	-15,7	-13,1	-10,9
Środki pieniężne na początek okresu	74,9	78,9	100,7	86,6	63,1	53,1	55,0	61,0	67,1	51,8	36,0	22,9
Środki pieniężne na koniec okresu	78,9	100,7	86,6	63,1	53,1	55,0	61,0	67,1	51,8	36,0	22,9	12,0

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	13,3%	9,7%	6,3%	4,8%	3,9%	3,4%	3,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
EBITDA zmiana r/r	10,0%	4,4%	6,0%	1,6%	1,8%	1,2%	0,7%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	12,1%	2,6%	3,7%	1,4%	1,6%	0,8%	0,2%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	13,2%	-2,8%	2,6%	1,1%	1,7%	0,9%	0,3%	0,9%	1,1%	1,3%	1,3%
Marża EBITDA	15,5%	14,7%	14,7%	14,2%	14,0%	13,7%	13,3%	13,1%	13,0%	12,8%	12,6%
Marża EBIT	11,3%	10,6%	10,3%	10,0%	9,7%	9,5%	9,2%	9,1%	8,9%	8,8%	8,7%
Marża brutto	10,6%	9,8%	9,5%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%
Marża netto	9,0%	7,9%	7,7%	7,4%	7,2%	7,1%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%
ROE	19,4%	18,5%	18,4%	17,9%	17,5%	17,0%	16,5%	16,1%	15,8%	15,4%	15,2%
ROA	9,6%	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Dług	875,1	996,8	1 016,8	1 016,8	1 016,8	1 016,8	1 016,8	986,8	956,8	926,8	896,8
D / (D+E)	31,5%	33,7%	33,2%	32,4%	31,6%	30,8%	30,1%	28,8%	27,6%	26,3%	25,1%
D / E	45,9%	50,8%	49,8%	47,9%	46,1%	44,5%	43,0%	40,5%	38,1%	35,8%	33,6%
Odsetki / EBIT	-6,2%	-6,7%	-8,0%	-8,3%	-8,2%	-8,1%	-8,0%	-7,9%	-7,7%	-7,5%	-7,3%
Dług / kapitał własny	62,6%	69,8%	68,3%	65,8%	63,4%	61,2%	59,2%	55,5%	52,1%	48,8%	45,8%
Dług netto	774,4	910,2	953,7	963,6	961,8	955,8	949,7	935,0	920,7	903,9	884,8
Dług netto / kapitał własny	55,5%	63,7%	64,1%	62,4%	60,0%	57,6%	55,3%	52,7%	50,2%	47,7%	45,2%
Dług netto / EBITDA	1,7	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6
Dług netto / EBIT	2,3	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,3
EV	3 910,1	4 053,9	4 097,4	4 107,4	4 105,6	4 099,5	4 093,4	4 078,8	4 064,5	4 047,6	4 028,5
Dług / EV	22,4%	24,6%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	24,2%	23,5%	22,9%	22,3%
CAPEX / Przychody	7,7%	7,4%	6,2%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%
CAPEX / Amortyzacja	183,6%	178,0%	141,2%	121,7%	119,1%	116,7%	114,6%	112,9%	111,4%	110,1%	109,0%
Amortyzacja / Przychody	4,2%	4,2%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%
Zmiana KO / Przychody	3,4%	1,5%	1,5%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	28,9%	17,5%	24,3%	25,8%	26,1%	26,8%	27,3%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E*	11,7	12,1	11,7	11,6	11,4	11,3	11,3	11,2	11,1	10,9	10,8
P/BV*	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6
P/CE*	8,0	7,9	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	7,0	6,9	6,8	6,7
EV/EBITDA*	8,4	8,4	8,0	7,9	7,7	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1
EV/EBIT*	11,6	11,7	11,4	11,3	11,1	11,0	10,9	10,8	10,7	10,5	10,4
EV/S*	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
BVPS	146,4	149,3	155,5	161,4	167,6	173,7	179,6	185,7	191,9	198,3	204,7
EPS	28,1	27,3	28,0	28,3	28,8	29,0	29,1	29,4	29,7	30,1	30,5
CEPS	41,3	41,6	44,0	44,7	45,5	46,2	46,6	47,1	47,7	48,3	48,9
DPS**	23,9	23,9**	21,8	22,4	22,6	23,0	23,2	23,3	23,5	23,8	24,1
Payout ratio	96,5%	85,4%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 328,5 PLN, **przy liczbie akcji na koniec roku

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Krzysztof Pado

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

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	340,9	akumuluj	355,8	09.08.2019	12:02 CEST	328,5	56 813
akumuluj	355,8	trzymaj	334,3	02.04.2019	13:42 CEST	330,0	61 045
trzymaj	334,3	akumuluj	343,8	07.01.2019	15:11 CEST	335,0	58 616
akumuluj	343,8	redukuje	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	21.11.2018	13:25 CEST	319,5	56 129
redukuje	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	17.05.2018	15:02 CEST	365,0	59 600
trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	19.06.2017	11:45 CEST	437,7	61 060
akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	akumuluj	310,6	02.06.2016		313,0	44 638
akumuluj	310,6	trzymaj	305,0	11.02.2016		280,1	43 859
trzymaj	305,0	trzymaj	193,9	17.08.2015		325,0	52 500
trzymaj	193,9	akumuluj	187,5	08.11.2013		197,4	53 317
akumuluj	187,5	akumuluj	162,8	20.08.2013		170,3	49 334
akumuluj	162,8	trzymaj	127,7	08.03.2013		141,0	46 939
trzymaj	127,7	akumuluj	131,9	17.08.2012		117,0	42 126
akumuluj	131,9	trzymaj	107,6	11.04.2012		117,0	40 302
trzymaj	107,6	redukuje	112,2	04.11.2011		101,5	41 560
redukuje	112,2	trzymaj	118,3	15.07.2011		122,0	47 699
trzymaj	118,3	redukuje	103,2	05.11.2010		119,7	47 040
redukuje	103,2	akumuluj	118,7	16.02.2010		117,5	38 760
akumuluj	118,7	kupuj	103,4	09.11.2009		107,5	39 277
kupuj	103,4	redukuje	52,6	18.08.2009		86,0	35 000
redukuje	52,6	-	-	27.02.2009		58,9	22 160

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'19*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	14%	0	0%
Akumuluj	4	57%	0	0%
Trzymaj	1	14%	0	0%
Redukuj	1	14%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i 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 09.08.2019 roku (12:02 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.08.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi 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.

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 09.08.2019 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.