

# KĘTY

## RAPORT ANALITYCZNY

Kęty pokazały lepsze od naszych oczekiwań wyniki za 2 i 3Q'18. Wzrost EBITDA po 1-3Q'18 wynosi +33 mln PLN r/r. Zarząd prognozował w 2018 rok wzrost o +27 mln PLN (z 421 mln PLN do 448 mln PLN). Przebieg założeń nie powinno więc stanowić problemu. Podniesienie prognozy (pod które chwilowo mógł grać rynek, a do którego byłoby potrzebne przekroczenie celu o >10%) jest jednak mało realistyczne. Zakładamy jednocześnie, że mimo spowalniającej koniunktury, spółka powinna utrzymać dodatnią dynamikę EBITDA w kolejnych kwartałach (m.in. dzięki stopniowemu zwiększaniu mocy produkcyjnych – najpierw w SWW, później także SOG i SSA). Po ostatniej korekcie kursu spółka jest dość racjonalnie wyceniana na wskaźnikach na 2018-19: P/E=12x, EV/EBITDA=8x (przy wypłacie 80% zysku netto z 2018 roku jako dywidenda przy ok. 7% dividend yield). Skłania to nas do podniesienia naszego zalecenie z Redukuj na Akumuluj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 343,8 PLN (poprzednio 340,5 PLN).

W naszych założeniach spodziewamy się EBITDA na poziomie 463 mln PLN 2018 roku (w poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy 444 mln PLN – wyniki 2 i 3Q'18 były lepsze od naszych założeń z pierwszej połowy roku). Jest to rezultat w pobliżu obecnego konsensusu rynkowego (wg Bloomberg: 469 mln PLN, zakres 440-486 mln PLN). Konsensus na 2019 rok wynosi 496 mln PLN EBITDA (widelki: 448-527 mln PLN). W naszej prognozie zakładamy wypracowanie 493 mln PLN. Nie wykluczamy, że zarząd może celować w nieco wyższy wynik - uruchomienie jednej z transz programu motywacyjnego, przyjętego w kwietniu 2015, byłoby możliwe przy wypracowaniu minimum 507 mln PLN EBITDA w 2019 roku. Głównym motorem napędowym wyników w 2019 roku powinno być ukończenie znaczących inwestycji w SWW (prasa do stopów miękkich ma pracować już od 4Q'18). Zakładamy, że dobrze będzie radzić sobie nadal SSA (w 2018 roku wprowadzono na rynek podwyżki cen, natomiast ostatnie miesiące przynoszą spadki cen aluminium). Spółka ma relatywnie niską ekspozycję na koszty energii/gazu, obecnie ok. 17 mln PLN kwartalnie (z czego ok. 60% to energia elektryczna) – zakładane podwyżki w 2019 roku powinny być możliwe do przeniesienia w końcowej cenie produktów na rynek.

Ścieżka poprawy wyników powinna być naszym zdaniem zachowana także 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, 514 mln PLN EBITDA (15,3% marży). Z bieżącej perspektywy cele wydają się realistyczne do wykonania (wzrost EBITDA o ok. 50-55 mln PLN na przestrzeni dwóch lat vs 2018 rok).

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

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	2 267	2 643	2 951	3 105	3 354	3 522
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>394,2</b>	<b>421,2</b>	<b>462,9</b>	<b>493,0</b>	<b>516,5</b>	<b>528,0</b>
EBIT [mln PLN]	282,3	301,2	337,5	353,7	362,3	374,4
Zysk netto [mln PLN]	277,9	236,9	266,0	273,6	269,5	278,7
Zysk netto skoryg. [mln PLN]*	216,7	238,4	257,0	264,6	269,5	278,7
DPS [PLN]	18,0	29,9	23,9	22,2	22,9	22,9
Payout ratio**	81%	102%	96%	80%	80%	81%
P/BV	2,1	2,2	2,2	2,1	2,0	1,9
P/E	10,9	12,8	11,5	11,2	11,4	11,0
P/E skoryg.*	13,9	12,8	11,9	11,6	11,4	11,0
EV/EBITDA	8,7	8,6	8,3	8,0	7,6	7,5
EV/EBIT	12,1	12,1	11,4	11,1	10,9	10,6

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

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

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

## AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

**WYCENA 343,8 PLN**

21 LISTOPAD 2018, 13:25 CEST

Wycena DCF [PLN]	352,5
Wycena porównawcza [PLN]	323,5
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>343,8</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	319,5
Kapitalizacja [mln PLN]	3 058,7
Ilość akcji [mln. szt.]*	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	390,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	313,3
Stopa zwrotu za 3 mc	-14,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-6,2%
Struktura akcjonariatu:	
OFE Aviva BZ WBK	18,3%
N-N OFE	18,1%
OFE PZU	9,1%
Aegon OFE	6,2%
Allianz OFE	5,2%
MetLife OFE	5,1%
Pozostali	37,9%

stopa zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

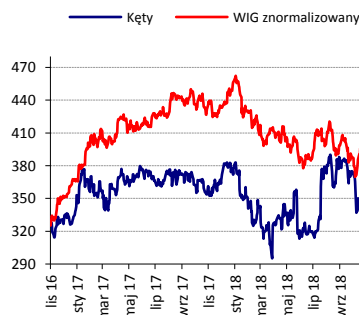
**Krzysztof Pado**

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

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

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Kęty opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 323,5 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 352,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 343,8 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	352,5
Wycena metodą porównawczą	30%	323,5
<b>Wycena 1 akcji Kęt [PLN]</b>		<b>343,8</b>

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA DCF

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

### Główne założenia modelu:

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

	2017	2018P	2019P	2020P***
<b>Przychody</b>				
zarząd	2 500	2 893	b.d.	3 357
BDM/wykonanie	2 646	2 951	3 105	3 354
<b>EBITDA</b>				
zarząd	448	448	b.d.	514
BDM/wykonanie	421	463	493	516
<b>CAPEX</b>				
zarząd	288	335	b.d.	b.d.
		suma 2018-20:		692
BDM/wykonanie	190	290	232	171
		suma 2018-20:		692
<b>dług netto</b>				
zarząd*	599	816	b.d.	b.d.
BDM/wykonanie**	591	803	872	892

Źródło: BDM S.A., spółka,

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

- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Wycena nie uwzględnia potencjalnych, nowych akwizycji. CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,57 mln akcji (9,545 mln akcji po 3Q'18 + 28 tys wyemitowanych opcji na akcje)
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 21 listopada 2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,37 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 352,5 PLN.

### Podstawowe założenia makroekonomiczne\*

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,27	4,33	4,36	4,38	4,41	4,42	4,42	4,42	4,42	4,42
USD/PLN	3,77	3,94	3,78	3,61	3,77	3,76	3,75	3,74	3,68	3,57	3,47	3,43	3,43
EUR/USD	1,11	1,11	1,13	1,18	1,15	1,16	1,17	1,18	1,20	1,24	1,27	1,29	1,29
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 683	1 610	1 980	2 115	1 978	2 048	2 116	2 183	2 251	2 299	2 347	2 395	2 443

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

#### Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 951,1	3 105,3	3 354,1	3 522,1	3 661,9	3 759,0	3 818,9	3 875,1	3 948,7	4 040,7
EBIT [mln PLN]	337,5	353,7	362,3	374,4	380,1	386,2	393,3	399,7	405,0	409,2
Stopa podatkowa*	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	57,0	59,5	60,9	63,1	64,1	65,2	66,2	67,2	68,1	77,0
NOPLAT [mln PLN]	280,5	294,2	301,3	311,3	316,0	321,0	327,1	332,4	336,9	332,2
Amortyzacja [mln PLN]	125,4	139,3	154,2	153,6	157,6	161,3	164,5	167,3	169,8	172,0
CAPEX [mln PLN]	-290,0	-231,5	-170,5	-190,8	-191,0	-191,2	-191,3	-191,4	-191,5	-191,6
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]	-85,9	-37,7	-64,6	-44,4	-37,3	-25,5	-14,6	-13,8	-19,2	-24,8
FCF [mln PLN]	29,9	164,3	220,4	229,7	245,2	265,6	285,7	294,5	296,0	287,7
DFCF [mln PLN]	29,7	151,5	188,8	182,8	181,2	182,2	181,7	173,6	161,6	145,4
Suma DFCF [mln PLN]	1 578,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 176,1		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 615,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 193,4									
Dług netto 2017 [mln PLN]	590,5									
Dywidenda 2018 [mln PLN]	228,5									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>3 374,4</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	9,57									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>352,5</b>									

Przychody zmiana r/r	30,2%	5,2%	8,0%	5,0%	4,0%	2,7%	1,6%	1,5%	1,9%	2,3%
EBIT zmiana r/r	19,5%	4,8%	2,4%	3,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,6%	1,3%	1,0%
FCF zmiana r/r	-41,5%	449,2%	34,1%	4,2%	6,7%	8,3%	7,5%	3,1%	0,5%	-2,8%
Marża EBITDA	15,7%	15,9%	15,4%	15,0%	14,7%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,4%
Marża EBIT	11,4%	11,4%	10,8%	10,6%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,1%
Marża NOPLAT	9,5%	9,5%	9,0%	8,8%	8,6%	8,5%	8,6%	8,6%	8,5%	8,2%
CAPEX / Przychody	9,8%	7,5%	5,1%	5,4%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%
CAPEX / Amortyzacja	231,3%	166,2%	110,6%	124,2%	121,2%	118,5%	116,3%	114,4%	112,8%	111,4%
Zmiana KO / Przychody	2,9%	1,2%	1,9%	1,3%	1,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,6%	24,4%	26,0%	26,4%	26,7%	26,3%	24,4%	24,6%	26,0%	27,0%

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

#### Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	68,5%	68,1%	68,6%	69,5%	70,3%	71,9%	73,5%	75,2%	77,0%	78,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
Udział kapitału obcego	31,5%	31,9%	31,4%	30,5%	29,7%	28,1%	26,5%	24,8%	23,0%	21,1%
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	262,2	284,0	311,2	346,4	393,6	460,2	561,3	733,2	1090,0
	0,8	247,6	267,0	291,2	322,0	362,7	418,9	501,5	634,8	886,5
	0,9	234,0	251,5	273,0	300,2	335,5	383,4	451,8	557,7	743,6
	1,0	221,5	237,2	256,5	280,5	311,4	352,5	409,9	495,6	637,8
	1,1	209,8	224,0	241,3	262,7	289,8	325,4	374,0	444,5	556,1
	1,2	198,9	211,8	227,4	246,5	270,4	301,4	343,0	401,8	491,3
	1,3	188,8	200,5	214,6	231,7	252,9	280,0	315,9	365,5	438,5

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	278,2	302,5	333,3	373,7	428,9	508,8	634,8	863,0	1402,9
	4%	247,6	267,0	291,2	322,0	362,7	418,9	501,5	634,8	886,5
	5%	221,5	237,2	256,5	280,5	311,4	352,5	409,9	495,6	637,8
	6%	198,9	211,8	227,4	246,5	270,4	301,4	343,0	401,8	491,3
	7%	179,3	190,0	202,7	218,1	237,0	260,9	292,0	334,2	394,7
	8%	162,0	170,9	181,4	194,0	209,2	228,0	251,9	283,3	326,2
	9%	146,7	154,2	163,0	173,3	185,7	200,8	219,5	243,4	275,1

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	622,0	579,8	542,3	508,8	478,6	451,4	426,6	404,1	383,4
	4%	530,7	488,3	451,4	418,9	390,1	364,3	341,2	320,3	301,4
	5%	460,2	418,9	383,4	352,5	325,4	301,4	280,0	260,9	243,6
	6%	404,1	364,3	330,5	301,4	276,1	253,8	234,1	216,5	200,8
	7%	358,3	320,3	288,3	260,9	237,2	216,5	198,3	182,1	167,7
	8%	320,3	284,1	253,8	228,0	205,8	186,5	169,6	154,7	141,3
	9%	288,3	253,8	225,1	200,8	179,9	161,9	146,2	132,2	119,9

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 (2018-20), dla 2018 roku przypisaliśmy wagę 20%, dla pozostałych lat po 40%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Porównując wyniki Kęty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,10 mld PLN, co odpowiada 323,5 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.

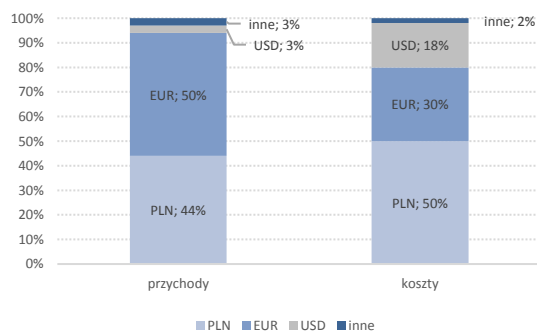
### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Alcoa	8,8	8,2	8,7	2,1	2,1	2,0
Norsk Hydro	13,1	10,9	9,2	5,5	4,7	4,0
Kaiser Aluminium	14,9	12,4	12,1	8,8	7,7	7,3
Bemis	17,1	16,1	15,0	10,0	9,3	8,8
Amcor	20,1	17,0	15,4	12,9	11,1	10,3
Alumetal	7,4	7,8	7,5	6,2	6,3	5,8
Ball Corp	21,4	18,7	17,6	12,3	11,5	11,1
Wipak	25,3	23,3	22,4	13,3	11,9	11,0
Huhtamaki	16,1	13,7	12,3	10,0	8,5	7,7
Wielton	8,4	7,5	6,7	5,8	5,3	4,5
Lindab	11,2	10,4	9,7	8,4	7,0	6,3
Assa Abloy	21,0	18,5	17,2	16,1	12,7	11,6
Arconic	14,8	12,0	10,4	8,4	7,7	7,0
UACJ	11,0	8,7	7,9	8,1	7,7	7,0
Mediana	14,8	12,2	11,2	8,6	7,7	7,1
Kęty*	11,9	11,6	11,4	8,3	8,0	7,6
Premia/dyskonto do Kęt	-19,6%	-5,4%	1,1%	-3,3%	3,2%	7,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	397,6	337,8	315,9	333,1	306,9	291,7
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>341,0</b>			<b>306,1</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>323,5</b>					

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

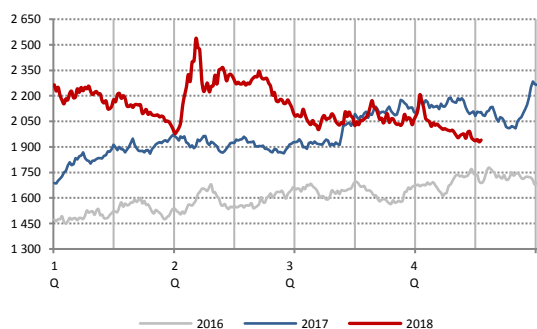
## RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura walutowa przychodów i kosztów Kęt w 2017 roku



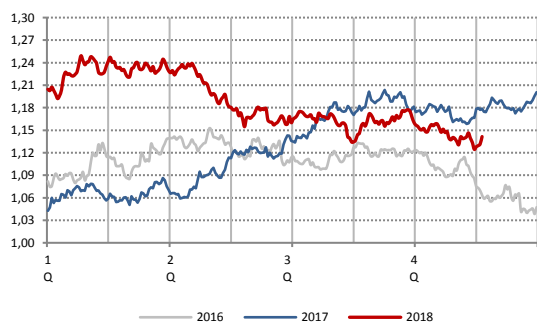
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



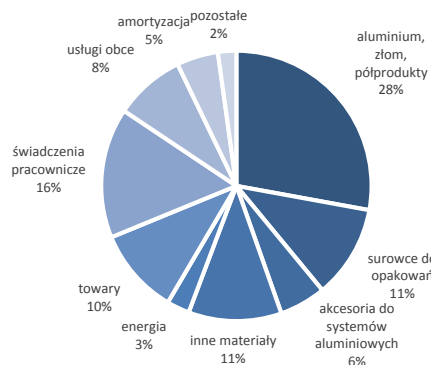
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



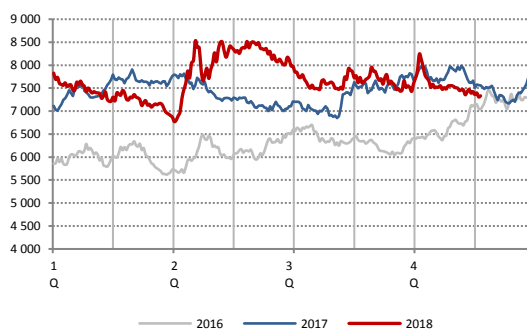
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów w 2017 roku



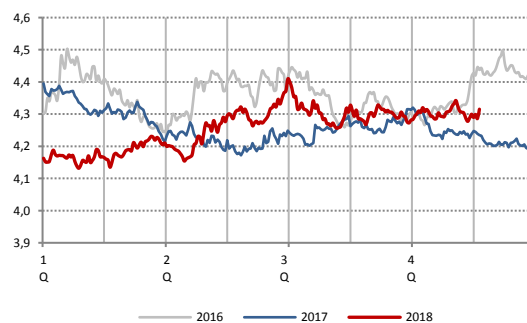
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



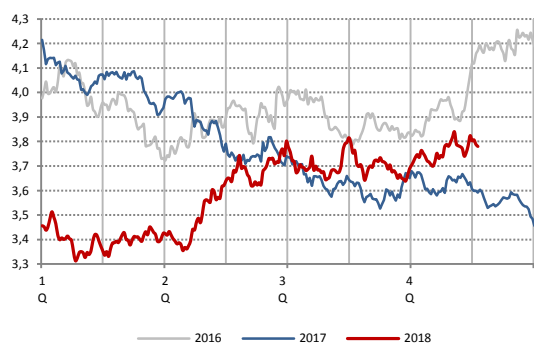
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



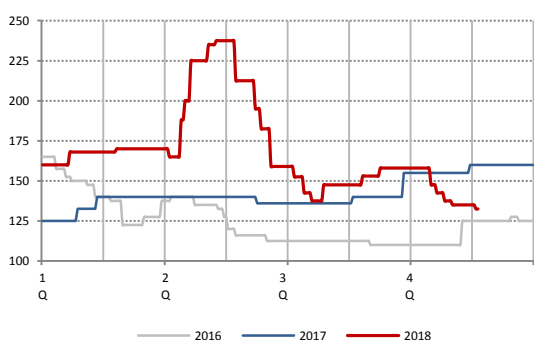
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## Kurs USD/PLN



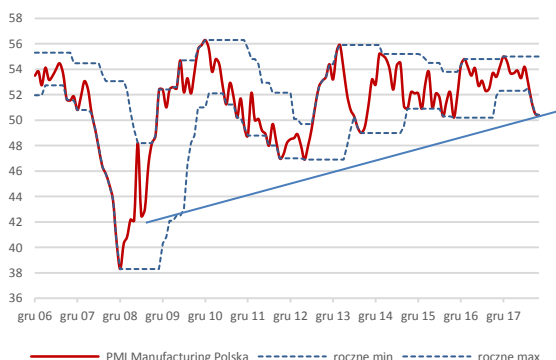
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]



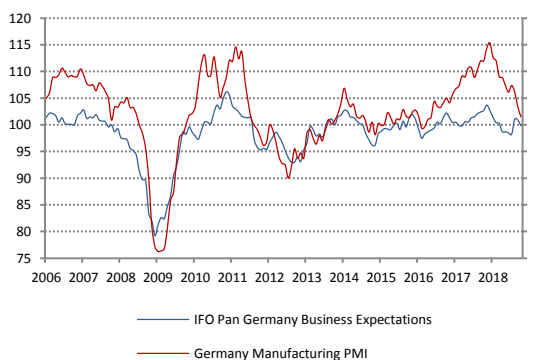
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ingot

## PMI dla sektora przemysłu w Polsce



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## Wskaźnik oczekiwań Ifo



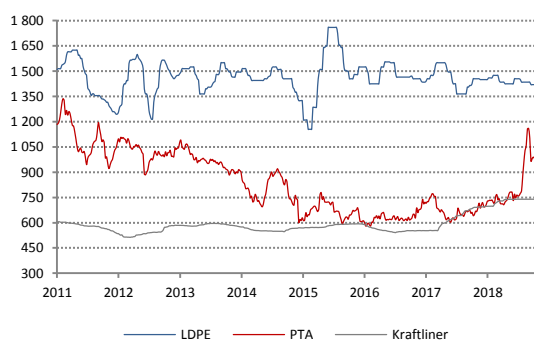
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

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

W USD kwotowane są ceny aluminium. Obecnie ceny są najniższe do 3Q'17 (presję na ceny powoduje m.in. niższe od oczekiwań zapotrzebowanie w Chinach oraz większy eksport metalu z tego kierunku). Także ceny w PLN są niższe r/r, jednak wpływ mocniejszego USD vs PLN powoduje, że jest jednak nadal drożej niż było to na przełomie 1/2Q'18.

## Cena polietylenu, PTA i Kraftlinera [EUR/t]



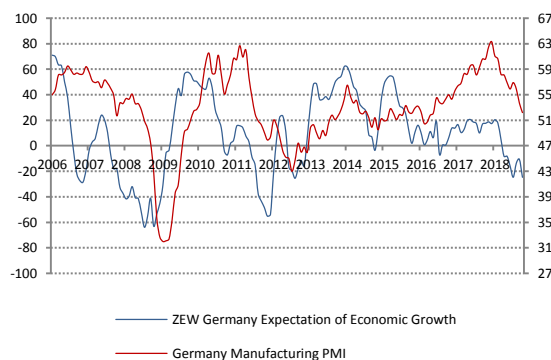
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE), PTA (Chiny, futures)

Po chwilowym wzroście w 2Q'18 (nałożenie sankcji na Rusal) premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME) w ostatnich miesiącach spadły już wyraźnie poniżej poziomów z 4Q'17.

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

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu od początku 2018 roku znajduje się w trendzie spadkowym. Relatywnie nawet mocniejszy spadek w tym czasie odnotowały wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec (ale znajdują się nadal na wyższych poziomach niż w przypadku Polski). Niejednoznacznie wyglądają obecne wskaźniki wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki. Słabo prezentuje się ZEW, nieco lepiej wygląda natomiast Ifo, które nie pogłębia na razie dołków,

## Wskaźnik oczekiwań ZEW



Źródło: BDM S.A., Bloomberg



## AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2020

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

	2017	2018P zarząd	2018P BDM	różnica	2020P zarząd aktualnie*	2020P BDM	różnica
<b>Przychody</b>	<b>2 643</b>	<b>2 893</b>	<b>2 951</b>	<b>2%</b>	<b>3 357</b>	<b>3 354</b>	<b>0%</b>
SWW	1 138	1 235	1 258	2%	1 458	1 488	2%
SSA	1 131	1 235	1 274	3%	1 420	1 458	3%
SOG	625	658	704	7%	750	814	9%
inne/wyłączenia	-251	-235	-285		-271	-406	
<b>EBIT</b>	<b>282</b>	<b>317</b>	<b>338</b>	<b>6%</b>	<b>360</b>	<b>362</b>	<b>1%</b>
rentowność	10,7%	11,0%	11,4%		10,7%	10,8%	
<b>EBITDA</b>	<b>421</b>	<b>448</b>	<b>463</b>	<b>3%</b>	<b>514</b>	<b>516</b>	<b>0%</b>
SWW	150	-	169	-	169	186	10%
SSA	172	-	185	-	217	205	-6%
SOG	113	-	123	-	139	138	-1%
inne/wyłączenia	-13	-	-14	-	-11	-12	8%
rentowność	15,9%	15,5%	15,7%		15,3%	15,4%	1%
<b>Zysk netto</b>	<b>237</b>	<b>253</b>	<b>266</b>	<b>5%</b>	<b>264</b>	<b>269</b>	<b>2%</b>
rentowność	9,0%	8,7%	9,0%		7,9%	8,0%	
<b>Dług netto</b>	<b>591</b>	<b>746</b>	<b>803</b>		<b>-</b>	<b>892</b>	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*aktualizacja z października 2017 (dane wg sprawozdania zarządu za 2017 rok), \*\* wg prognozy zarządu z początku roku (wg prezentacji po 3Q'18 dług netto ma wynieść ok 816 mln PLN – różnica wynika m.in. z wyższej dywidendy)

### Obecne cele strategiczne do 2020 (z października 2017)

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

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

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

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

**Potencjalne akwizycje**

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

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

**Polityka dywidendowa**

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

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

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

## WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY

## Kęty – wyniki 3Q'18 [mln PLN]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18P zarząd	odchyl.	1-3Q'17	1-3Q'18	zmiana r/r	2018P zarząd	realizacja
Przychody ze sprzedaży	716,5	811,6	13,3%	815,0	-0,4%	1 982,3	2 235,2	12,8%	2 893,0	77,3%
EBITDA	128,7	140,3	9,0%	140,0	0,2%	339,2	371,9	9,6%	448,0	83,0%
EBIT	98,7	109,2	10,7%	109,0	0,2%	249,9	278,3	11,3%	317,0	87,8%
Zysk (strata) brutto	95,0	103,7	9,2%	103,0	0,7%	243,9	262,5	7,6%	295,0	89,0%
Zysk (strata) netto	77,3	83,2	7,7%	83,0	0,2%	196,8	208,1	5,8%	253,0	82,3%
Marża EBITDA	18,0%	17,3%		17,2%		17,1%	16,6%		15,5%	
Marża EBIT	13,8%	13,5%		13,4%		12,6%	12,4%		11,0%	
Marża netto	10,8%	10,2%		10,2%		9,9%	9,3%		8,7%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

W 3Q'18 spółka wypracowała przychody na poziomie 812 mln PLN (+13% r/r) oraz 140 mln PLN (vs 129 mln PLN rok wcześniej). Skonsolidowany wynik należy ocenić bardzo dobrze, jeśli weźmiemy pod uwagę, że baza z 3Q'17 była dość wymagająca. Spoglądając segmentowo to największą poprawę r/r odnotowano w SSA, nieco mniejszą w SOG, natomiast w SWW wynik EBITDA był w zasadzie porównywalny. Znacząco lepszy był wynik EBITDA w obszarze „wyłączenia”. Spółka podała w komunikacie przy wstępnych wynikach, że obserwuje wysoki popyt, jedynie w SSA barierą są problemy płynnościowe w branży budowlanej.

Dług netto sięga obecnie 786 mln PLN (wzrost q/q głównie ze względu na dywidendę). CAPEX po 1-3Q'18 wynosi 163 mln PLN, w 4Q'18 spółka planuje wydatki na poziomie 140 mln PLN. W 4Q'18 spółka spodziewa się wzrostu przychodów w SSA i SWW po 10-15% oraz w SOG o 5-10%.

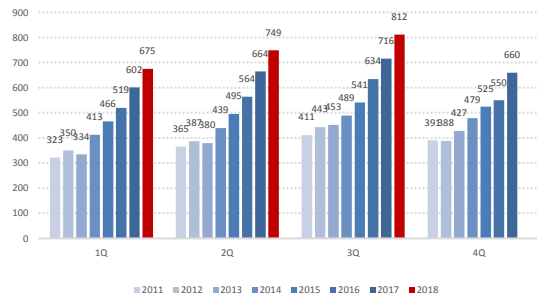
W całym roku zarząd spółki zakłada wzrost EBITDA z 421 mln PLN do 448 mln PLN, czyli o 27 mln PLN. Po 1-3Q'18 przyrost wynosi już 33 mln PLN r/r, więc spółka powinna przekroczyć prognozę (tym bardziej, że 4Q'17 nie był jakiś rewelacyjny). Kęty pozytywnie oceniają perspektywę końcówki roku, ale w wywiadzie z początku października przedstawiciele spółki podniesienie prognoz określili jako mało prawdopodobne (potrzebne byłoby do tego przekroczenie pierwotnych planów >10%). Zwracamy przy tym uwagę, że wzrost sprzedaży w 4Q'18 po zakładanych przez spółkę górnych widełkach implikowałby przychody za cały rok na poziomie blisko 3,0 mld PLN (prognoza zakłada 2,89 mld PLN).

## Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
<b>Razem</b>															
Sprzedaż	466,0	494,9	541,1	525,2	519,0	564,2	633,9	550,3	601,5	664,3	716,5	660,3	674,8	748,8	811,5
zmiana r/r	12,9%	12,8%	10,7%	9,7%	11,4%	14,0%	17,2%	4,8%	15,9%	17,7%	13,0%	20,0%	12,2%	12,7%	13,3%
EBITDA	73,7	84,2	104,4	73,9	91,4	101,1	117,8	83,8	99,5	110,9	128,7	82,1	105,1	126,4	140,3
marża	15,8%	17,0%	19,3%	14,1%	17,6%	17,9%	18,6%	15,2%	16,5%	16,7%	18,0%	12,4%	15,6%	16,9%	17,3%
<b>SWW</b>															
Sprzedaż ogółem	201,8	215,0	228,5	175,5	197,5	229,8	273,6	231,3	272,7	298,5	305,0	261,7	296,4	327,9	351,9
zmiana r/r	24%	22%	14%	-9%	-2%	7%	20%	32%	38%	30%	11%	13%	9%	10%	15%
Sprzedaż na zewn.	157,3	155,1	164,5	140,2	157,4	179,5	211,7	185,9	220,0	227,8	236,0	207,9	232,5	255,1	274,0
zmiana r/r	23%	18%	14%	-6%	0%	16%	29%	33%	40%	27%	12%	12%	6%	12%	16%
EBITDA	22,9	21,5	31,4	23,1	27,9	39,7	48,0	23,7	32,7	38,8	48,3	30,2	38,8	50,2	48,7
marża	11,4%	10,0%	13,7%	13,2%	14,1%	17,3%	17,5%	10,2%	12,0%	13,0%	15,8%	11,5%	13,1%	15,3%	13,8%
<b>SOG</b>															
Sprzedaż ogółem	107,2	103,9	109,2	114,7	122,1	117,0	130,7	128,8	147,5	150,2	161,6	165,6	178,4	170,0	178,7
zmiana r/r	5%	13%	9%	11%	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%
Sprzedaż na zewn.	107,2	103,9	109,1	114,6	122,1	116,9	130,6	128,7	147,5	150,2	161,6	165,5	178,4	170,0	178,7
zmiana r/r	6%	13%	9%	11%	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%
EBITDA	23,4	25,2	25,7	20,2	23,1	24,0	28,1	29,2	28,5	27,1	32,3	24,6	30,3	29,8	34,1
marża	21,8%	24,2%	23,5%	17,6%	18,9%	20,6%	21,5%	22,7%	19,3%	18,0%	20,0%	14,9%	17,0%	17,5%	19,1%
<b>SSA+SUB+SAB*</b>															
Sprzedaż ogółem	203,2	238,8	281,7	304,1	240,3	268,7	293,0	237,0	235,1	287,8	320,1	288,1	264,9	324,8	360,0
zmiana r/r	10%	10%	13%	31%	18%	13%	4%	-22%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	12%
Sprzedaż na zewn.	196,7	232,4	263,4	267,3	239,4	267,7	291,6	235,7	234,0	286,3	318,8	286,8	263,9	323,6	358,8
zmiana r/r	10%	10%	10%	20%	22%	15%	11%	-12%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	13%
EBITDA	28,6	37,5	50,2	40,6	42,9	39,4	47,8	30,2	40,2	49,6	54,6	27,7	38,8	52,7	58,9
marża	14,5%	16,1%	19,1%	15,2%	17,9%	14,7%	16,4%	12,8%	17,2%	17,3%	17,1%	9,7%	14,7%	16,3%	16,4%
<b>Inne + wyłączenia</b>															
Sprzedaż ogółem	7,4	6,0	6,8	6,0	3,0	3,0	3,5	4,3	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	3,8
zmiana r/r	-2%	-18%	-5%	-13%	-59%	-49%	-48%	-29%	17%	16%	4%	-14%	8%	10%	6%
Sprzedaż na zewn.	4,7	3,5	4,0	3,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
zmiana r/r	-9%	-31%	-12%	-30%	-99%	-98%	-99%	-99%	-31%	-31%	60%	67%	66%	32%	5%
EBITDA	-1,2	-0,1	-2,9	-10,0	-2,5	-2,0	-6,0	0,7	-1,9	-4,5	-6,5	-0,4	-2,8	-6,3	-1,3

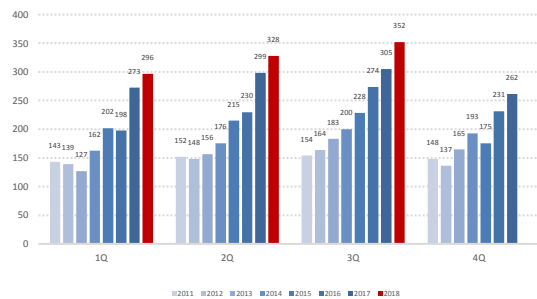
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, marża EBITDA liczona do sprzedaży ogółem, \*od 2Q'16 spółka połączyła segmenty, przeliczyliśmy skonsolidowane wyniki wstecz dodając do siebie wyniki segmentów

### Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]



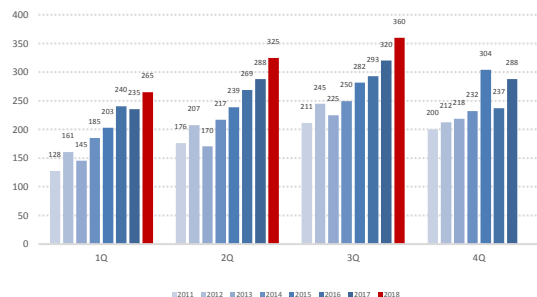
Źródło: BDM S.A., spółka

### Przychody kwartalnie – SWW [mln PLN]



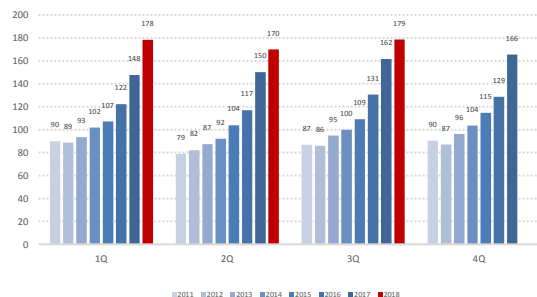
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami

### Przychody kwartalnie – SSA [mln PLN]\*



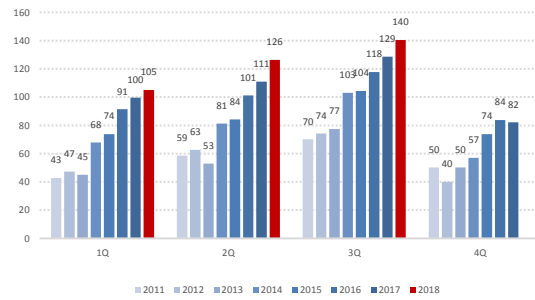
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami, +SUB/SAB historycznie

### Przychody kwartalnie – SOG [mln PLN]



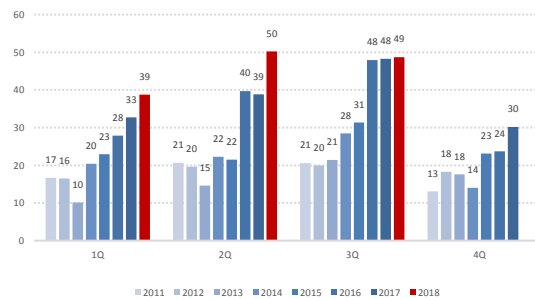
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami

### EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]



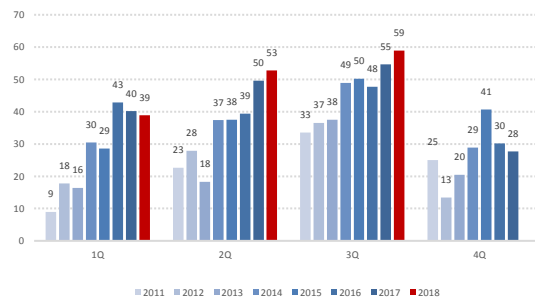
Źródło: BDM S.A., spółka

### EBITDA kwartalnie – SWW [mln PLN]



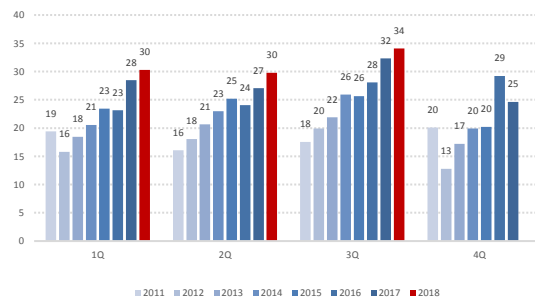
Źródło: BDM S.A., spółka

### EBITDA kwartalnie – SSA [mln PLN]\*



Źródło: BDM S.A., spółka, +SUB/SAB historycznie

### EBITDA kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

## PROGNOZY WYNIKÓW

### Prognoza wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	2018P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody ze sprzedaży	601,5	664,3	716,5	660,3	2 642,6	674,8	748,8	811,5	716,0	2 951,1	711,0	770,9	858,9	764,6	3 105,3
zmiana r/r	15,9%	17,7%	13,0%	20,0%	16,5%	12,2%	12,7%	13,3%	8,4%	11,7%	5,4%	3,0%	5,8%	6,8%	5,2%
EBITDA	99,5	110,9	128,7	82,1	421,2	105,1	126,4	140,3	91,0	462,9	111,3	134,3	147,9	99,5	493,0
zmiana r/r	8,9%	9,7%	9,2%	-2,1%	6,9%	5,6%	14,0%	9,0%	10,9%	9,9%	5,8%	6,2%	5,4%	9,3%	6,5%
EBIT	69,8	81,4	98,7	51,3	301,2	74,5	94,5	109,2	59,3	337,5	78,1	99,2	113,2	63,2	353,7
Saldo finansowe	-0,6	-1,6	-3,7	-1,3	-7,2	-5,2	-5,0	-5,5	-4,8	-20,5	-6,8	-6,8	-6,8	-6,8	-27,3
Zysk (strata) brutto	69,2	79,8	95,0	50,1	294,0	69,3	89,5	103,7	54,5	317,0	71,2	92,4	106,4	56,4	326,4
Zysk (strata) netto	54,7	64,8	77,3	40,1	236,9	53,3	71,7	83,2	57,9	266,0	57,7	74,8	86,2	54,9	273,6
Marża EBITDA	16,5%	16,7%	18,0%	12,4%	15,9%	15,6%	16,9%	17,3%	12,7%	15,7%	15,7%	17,4%	17,2%	13,0%	15,9%
Marża EBIT	11,6%	12,3%	13,8%	7,8%	11,4%	11,0%	12,6%	13,5%	8,3%	11,4%	11,0%	12,9%	13,2%	8,3%	11,4%
Marża zysku netto	9,1%	9,8%	10,8%	6,1%	9,0%	7,9%	9,6%	10,2%	8,1%	9,0%	8,1%	9,7%	10,0%	7,2%	8,8%

Źródło: BDM S.A., spółka

### 4Q'18/2018

W całym roku zarząd spółki zakłada wzrost EBITDA z 421 mln PLN do 448 mln PLN, czyli o 27 mln PLN. Po 1-3Q'18 przyrost wynosi już 33 mln PLN r/r, więc spółka powinna przekroczyć prognozę (tym bardziej, że 4Q'17 nie był rewelacyjny – odnotowano wtedy spadek EBITDA r/r). Kęty pozytywnie oceniają perspektywy końcówki roku, ale w wywiadzie z początku października przedstawiciele spółki podniesienie prognoz określili jako mało prawdopodobne (potrzebne byłoby do tego przekroczenie pierwotnych planów >10%).

W 4Q'18 spółka spodziewamy się wzrostu przychodów w SSA i SWW po 10-15% oraz w SOG o 5-10%. Wzrost sprzedaży w 4Q'18 po zakładanych przez spółkę górnych widełkach implikowałby przychody za cały rok na poziomie blisko 3,0 mld PLN (prognoza zakłada 2,89 mld PLN). Wstępne wyniki 4Q'18 powinny pojawić się pod koniec grudnia. Zakładamy w tym okresie wypracowanie 716 mln PLN sprzedaży (dynamika +8%) oraz 91,0 mln PLN EBITDA. Wynik netto powinien być wsparty przez zapowiadane w prognozie uwzględniono 11,0 mln aktywa podatkowego z SSE (zwracamy uwagę, że podstawę do wypłaty dywidendy stanowi zysk raportowany).

Dług netto aktualnych założeń spółki powinien być ok. 30 mln PLN wyższy niż po 3Q'18 (wynosił wtedy 786 mln PLN). CAPEX po 1-3Q'18 wynosił 163 mln PLN - spółka zakłada, że w 4Q'18 wyda 140 mln PLN, co oznaczałoby, że nieco zabraknie do wykonania pierwotnego planu rocznego (335 mln PLN) i część wydatków przesunie się na 2019 rok. Według założeń zarządu w latach 2018-20 Kęty mają przeznaczyć na inwestycje 692 mln PLN, co oznacza, że na lata 2019-20 pozostanie do wydania ok. 400 mln PLN.

### 2019

W kontekście 2019 roku zwracamy uwagę, że w SWW (gdzie dotychczasowe moce produkcyjne były już na wyczerpaniu) na przestrzeni 4Q'18 dochodzi nowa prasa do stopów miękkich (max moce ok. 10 tys ton rocznie), która stopniowo powinna dodawać nowe wolumeny w kolejnych kwartałach. W połowie przyszłego roku powinna także zakończyć się inwestycja w nową prasę do stopów twardych (ok. 5 tys ton nowych mocy). W SOG do kolejnego wzrostu mocy powinno dojść na przełomie 2019/20, kiedy pojawi się II linia BOPP (I uruchomiono na przełomie 2016/17). W SSA spodziewamy się stabilnego rozwoju w Polsce oraz nieco lepszych dynamik na rynkach zagranicznych, gdzie oferta spółki znajduje coraz szersze uznanie (rok 2018 rok jest jednak nieco rozczarowujący pod względem dynamik przychodów, m.in. ze względu na przesunięcia w dostawach do USA; głównym ryzykiem jest koniunktura w UK po Brexicie).

Obecny konsensus na poziomie EBITDA na 2019 rok wynosi 496 mln PLN. W naszej prognozie zakładamy wypracowanie 493 mln PLN. Nie wykluczamy, że zarząd może celować w nieco wyższy wynik. Zwracamy uwagę, że jednym z elementów programu motywacyjnego (przyjęty w kwietniu 2015) jest 3-letni wzrost EBITDA o 33%, a dokładnie o 28,7%, ponieważ wystarczający jest 87% próg wykonania wzrostu. W 2016 roku EBITDA wyniosła 394 mln PLN, co oznaczałoby, w 2019 roku wynik powinien wynieść min. 507 mln PLN.

Głównym motorem napędowym wyników w 2019 roku powinny być wspomniane wcześniej inwestycje w SWW. Zakładamy, że dobrze będzie radzić sobie nadal SSA (w 2018 roku wprowadzono na rynek podwyżki cen, natomiast ostatnie miesiące przynoszą spadki cen aluminium). Spółka ma relatywnie niską ekspozycję na koszty energii/gazu, obecnie ok. 17 mln PLN kwartalnie (z czego ok. 60% to energia elektryczna) – zakładane podwyżki w 2019 roku powinny być do przeniesienia w końcowej cenie produktów na rynek.

## 2020

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

## Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2018 konsensus	2018 BDM	odchylenie	2019 konsensus	2019 BDM	odchylenie	2019 konsensus	2019 BDM	odchylenie
Przychody	2 959,7	2 951,1	-0,3%	3 172,4	3 105,3	-2,1%	3 374,0	3 354,1	-0,6%
<b>EBITDA</b>	<b>468,8</b>	<b>462,9</b>	<b>-1,3%</b>	<b>496,1</b>	<b>493,0</b>	<b>-0,6%</b>	<b>524,9</b>	<b>516,5</b>	<b>-1,6%</b>
EBIT	338,5	337,5	-0,3%	360,9	353,7	-2,0%	371,2	362,3	-2,4%
Zysk (strata) netto	257,3	266,0	3,4%	265,7	273,6	3,0%	278,9	269,5	-3,4%
Dług netto	748,4	802,7	7,2%	805,7	871,7	8,2%	813,6	892,0	9,6%
Marża EBITDA	15,8%	15,7%		15,6%	15,9%		15,6%	15,4%	
Marża EBIT	11,4%	11,4%		11,4%	11,4%		11,0%	10,8%	
Marża zysku netto	8,7%	9,0%		8,4%	8,8%		8,3%	8,0%	

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

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

	2018P poprzednio*	2018P aktualnie	zmiana	2018P zarząd prognoza	2018P zarząd odchylenie BDM	2019P poprzednio*	2019P aktualnie	zmiana	2020P poprzednio*	2020P aktualnie	zmiana
Przychody	2 921,0	2 951,1	1,0%	2 893,0	2,0%	3 150,0	3 105,3	-1,4%	3 351,0	3 354,1	0,1%
<b>EBITDA</b>	<b>444,4</b>	<b>462,9</b>	<b>4,2%</b>	<b>448,0</b>	<b>3,3%</b>	<b>475,5</b>	<b>493,0</b>	<b>3,7%</b>	<b>515,1</b>	<b>516,5</b>	<b>0,3%</b>
EBIT	314,8	337,5	7,2%	317,0	6,5%	334,1	353,7	5,9%	361,3	362,3	0,3%
Zysk (strata) netto	247,4	266,0	7,5%	253,0	5,1%	257,1	273,6	6,4%	267,9	269,5	0,6%
Marża EBITDA	15,2%	15,7%		15,5%		15,1%	15,9%		15,4%	15,4%	
Marża EBIT	10,8%	11,4%		11,0%		10,6%	11,4%		10,8%	10,8%	
Marża zysku netto	8,5%	9,0%		8,7%		8,2%	8,8%		8,0%	8,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 17.05.2018

## Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2018-2027

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>1 819,6</b>	<b>2 027,1</b>	<b>2 267,4</b>	<b>2 642,6</b>	<b>2 951,1</b>	<b>3 105,3</b>	<b>3 354,1</b>	<b>3 522,1</b>	<b>3 661,9</b>	<b>3 759,0</b>	<b>3 818,9</b>	<b>3 875,1</b>	<b>3 948,7</b>	<b>4 040,7</b>
SOG	397,4	435,0	498,5	624,9	704,4	727,4	814,0	877,0	922,0	940,4	959,2	978,4	998,0	1 017,9
SWW	730,7	820,7	932,3	1 137,9	1 258,2	1 353,2	1 488,2	1 560,3	1 627,8	1 674,4	1 677,2	1 682,9	1 708,3	1 754,6
SSA	883,7	1 027,9	1 039,0	1 131,1	1 273,8	1 369,3	1 458,3	1 502,1	1 539,6	1 578,1	1 617,6	1 649,9	1 682,9	1 716,6
Inne	28,8	26,1	13,8	14,4	15,3	15,6	15,9	16,3	16,6	16,9	17,3	17,6	18,0	18,3
Korekty	-221,1	-282,6	-216,2	-265,8	-300,7	-360,4	-422,4	-433,5	-444,1	-450,9	-452,4	-453,8	-458,5	-466,7
zmiana r/r	<b>14,2%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>16,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>5,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,3%</b>
SOG	6,9%	9,4%	14,6%	25,4%	12,7%	3,3%	11,9%	7,7%	5,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SWW	15,7%	12,3%	13,6%	22,1%	10,6%	7,6%	10,0%	4,8%	4,3%	2,9%	0,2%	0,3%	1,5%	2,7%
SSA	16,4%	16,3%	1,1%	8,9%	12,6%	7,5%	6,5%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
Inne	14,3%	-9,4%	-47,0%	4,3%	6,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>309,3</b>	<b>336,2</b>	<b>394,2</b>	<b>421,2</b>	<b>462,9</b>	<b>493,0</b>	<b>516,5</b>	<b>528,0</b>	<b>537,7</b>	<b>547,5</b>	<b>557,8</b>	<b>567,0</b>	<b>574,8</b>	<b>581,2</b>
SOG	89,4	94,5	104,5	112,5	123,0	127,4	137,8	144,0	148,2	150,6	153,0	155,5	158,0	160,6
SWW	85,2	98,9	139,2	150,0	168,7	178,7	185,7	188,4	192,1	195,8	197,7	199,6	201,5	203,4
SSA	145,6	157,0	160,2	172,0	184,8	198,7	204,8	207,7	209,7	213,6	219,8	224,9	228,6	230,9
Inne	-10,0	-14,2	-9,8	-13,4	-13,8	-11,8	-11,7	-12,1	-12,3	-12,5	-12,8	-13,1	-13,3	-13,7
korekty	-0,8	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Aktywa trwałe	1 395,6	1 438,8	1 605,4	1 698,9	1 707,3	1 736,5	1 761,8	1 783,5	1 801,8	1 817,1	1 830,0	1 848,9
Wartości niematerialne i prawne	69,1	65,5	63,2	60,7	58,0	58,2	58,7	59,1	59,5	59,8	60,2	60,5
Rzeczowe aktywa trwałe	1 186,6	1 240,3	1 407,3	1 502,1	1 521,0	1 558,0	1 591,0	1 620,4	1 646,8	1 670,5	1 691,9	1 711,2
Pozostałe aktywa trwałe	139,9	133,0	134,9	136,2	128,3	120,2	112,2	103,9	95,5	86,8	77,9	77,2
Aktywa obrotowe	927,3	1 060,5	1 183,6	1 217,6	1 315,8	1 372,4	1 433,8	1 456,3	1 480,4	1 508,5	1 543,9	1 582,6
Zapasy	393,6	457,8	515,2	537,9	587,3	623,0	654,1	674,4	683,2	691,8	706,5	727,8
Należności krótkoterminowe	453,4	514,2	582,0	612,4	661,5	694,6	722,2	741,4	753,2	764,2	778,8	796,9
Inwestycje krótkoterminowe	80,2	88,5	86,4	67,3	67,0	54,7	57,5	40,6	44,1	52,5	58,6	57,8
- w tym środki pieniężne	74,9	78,9	76,8	57,7	57,5	45,2	48,0	31,0	34,5	42,9	49,0	48,2
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	2 322,8	2 499,4	2 788,9	2 916,5	3 023,2	3 108,9	3 195,6	3 239,8	3 282,2	3 325,6	3 373,9	3 431,5
Kapitał (fundusz) własny	1 405,4	1 362,8	1 400,3	1 461,1	1 511,7	1 571,4	1 635,7	1 705,3	1 781,3	1 863,6	1 951,3	2 043,5
Kapitał (fundusz) podstawowy	67,5	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7
Zysk z lat ubiegłych	1 313,8	1 266,4	1 037,9	1 091,1	1 145,8	1 196,4	1 256,2	1 320,5	1 390,0	1 466,0	1 548,3	1 636,0
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	266,0	273,6	269,5	278,7	283,2	288,4	295,0	301,2	306,6	311,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	917,5	1 136,0	1 388,3	1 455,3	1 511,6	1 537,8	1 560,6	1 535,4	1 502,0	1 463,5	1 424,3	1 389,8
Rezerwy na zobowiązania	88,9	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3
Zobowiązania długoterminowe	140,4	181,0	181,0	181,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	138,5	179,4	179,4	179,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4
Zobowiązania krótkoterminowe	652,1	832,0	1 084,4	1 151,4	1 187,7	1 213,9	1 236,6	1 211,5	1 178,1	1 139,5	1 100,3	1 065,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	333,9	490,1	700,1	750,1	750,1	750,1	750,1	710,1	670,1	625,1	575,1	525,1
Pasywa razem	2 322,8	2 499,4	2 788,9	2 916,5	3 023,2	3 108,9	3 195,6	3 239,8	3 282,2	3 325,6	3 373,9	3 431,5

<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	2 267,4	2 642,6	2 951,1	3 105,3	3 354,1	3 522,1	3 661,9	3 759,0	3 818,9	3 875,1	3 948,7	4 040,7
EBITDA	394,2	421,2	462,9	493,0	516,5	528,0	537,7	547,5	557,8	567,0	574,8	581,2
EBIT	282,3	301,2	337,5	353,7	362,3	374,4	380,1	386,2	393,3	399,7	405,0	409,2
Saldo działalności finansowej	-14,8	-7,2	-20,5	-27,3	-29,9	-30,6	-30,8	-30,4	-29,4	-28,2	-26,8	-25,4
Zysk (strata) brutto	267,5	294,0	317,0	326,4	332,4	343,7	349,3	355,8	363,9	371,5	378,2	383,8
Zysk (strata) netto	277,9	236,9	266,0	273,6	269,5	278,7	283,2	288,4	295,0	301,2	306,6	311,2

<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	315,1	276,1	324,4	400,0	396,6	425,5	441,1	461,3	481,0	489,7	491,2	482,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-270,1	-187,3	-289,5	-231,1	-170,2	-190,6	-190,9	-191,1	-191,3	-191,4	-191,4	-191,5
Przepływy z działalności finansowej	-42,8	-84,8	-37,0	-188,0	-226,6	-247,2	-247,4	-287,1	-286,2	-289,9	-293,6	-292,1
Przepływy pieniężne netto	2,2	4,0	-2,1	-19,1	-0,2	-12,3	2,8	-16,9	3,5	8,4	6,2	-0,8
Środki pieniężne na początek okresu	72,7	74,9	78,9	76,8	57,7	57,5	45,2	48,0	31,0	34,5	42,9	49,0
Środki pieniężne na koniec okresu	74,9	78,9	76,8	57,7	57,5	45,2	48,0	31,0	34,5	42,9	49,0	48,2

## Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	16,5%	11,7%	5,2%	8,0%	5,0%	4,0%	2,7%	1,6%	1,5%	1,9%	2,3%
EBITDA zmiana r/r	6,9%	9,9%	6,5%	4,8%	2,2%	1,8%	1,8%	1,9%	1,6%	1,4%	1,1%
EBIT zmiana r/r	6,7%	12,0%	4,8%	2,4%	3,3%	1,5%	1,6%	1,8%	1,6%	1,3%	1,0%
Zysk netto zmiana r/r	-14,8%	12,3%	2,9%	-1,5%	3,4%	1,6%	1,8%	2,3%	2,1%	1,8%	1,5%
Marża EBITDA	15,9%	15,7%	15,9%	15,4%	15,0%	14,7%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,4%
Marża EBIT	11,4%	11,4%	11,4%	10,8%	10,6%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,1%
Marża brutto	11,1%	10,7%	10,5%	9,9%	9,8%	9,5%	9,5%	9,5%	9,6%	9,6%	9,5%
Marża netto	9,0%	9,0%	8,8%	8,0%	7,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%
ROE	17,1%	19,3%	19,1%	18,1%	18,1%	17,7%	17,3%	16,9%	16,5%	16,1%	15,6%
ROA	9,5%	9,5%	9,4%	8,9%	9,0%	8,9%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%
Dług	669,4	879,4	929,4	949,4	949,4	949,4	909,4	869,4	824,4	774,4	724,4
D / (D+E)	26,8%	31,5%	31,9%	31,4%	30,5%	29,7%	28,1%	26,5%	24,8%	23,0%	21,1%
D / E	36,6%	46,1%	46,8%	45,8%	44,0%	42,3%	39,0%	36,0%	33,0%	29,8%	26,8%
Odsetki / EBIT	-2,4%	-6,1%	-7,7%	-8,3%	-8,2%	-8,1%	-7,9%	-7,5%	-7,0%	-6,6%	-6,2%
Dług / kapitał własny	49,1%	62,8%	63,6%	62,8%	60,4%	58,1%	53,4%	48,8%	44,3%	39,7%	35,5%
Dług netto	590,5	802,7	871,7	892,0	904,3	901,5	878,4	834,9	781,6	725,4	676,2
Dług netto / kapitał własny	43,3%	57,3%	59,7%	59,0%	57,5%	55,1%	51,5%	46,9%	41,9%	37,2%	33,1%
Dług netto / EBITDA	1,4	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
Dług netto / EBIT	2,0	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	2,0	1,8	1,7
EV	3 632,7	3 861,4	3 930,4	3 950,7	3 963,0	3 960,2	3 937,1	3 893,6	3 840,3	3 784,1	3 734,9
Dług / EV	18,4%	22,8%	23,6%	24,0%	24,0%	24,0%	23,1%	22,3%	21,5%	20,5%	19,4%
CAPEX / Przychody	11,5%	9,8%	7,5%	5,1%	5,4%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%
CAPEX / Amortyzacja	233,7%	231,3%	166,2%	110,6%	124,2%	121,2%	118,5%	116,3%	114,4%	112,8%	111,4%
Amortyzacja / Przychody	4,5%	4,2%	4,5%	4,6%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Zmiana KO / Przychody	3,9%	2,9%	1,2%	1,9%	1,3%	1,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,6%	27,9%	24,4%	26,0%	26,4%	26,7%	26,3%	24,4%	24,6%	26,0%	27,0%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	12,8	11,5	11,2	11,4	11,0	10,8	10,6	10,4	10,2	10,0	9,8
P/BV*	2,2	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
P/CE*	8,5	7,8	7,4	7,2	7,1	6,9	6,8	6,7	6,5	6,4	6,3
EV/EBITDA*	8,6	8,3	8,0	7,6	7,5	7,4	7,2	7,0	6,8	6,6	6,4
EV/EBIT*	12,1	11,4	11,1	10,9	10,6	10,4	10,2	9,9	9,6	9,3	9,1
EV/S*	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
BVPS	143,2	146,3	152,6	157,9	164,1	170,8	178,0	185,9	194,5	203,7	213,3
EPS	24,9	27,8	28,6	28,1	29,1	29,6	30,1	30,8	31,5	32,0	32,5
CEPS	37,5	40,9	43,1	44,3	45,2	46,0	47,0	48,0	48,9	49,8	50,5
DPS	29,9	23,9	22,2	22,9	22,9	22,9	22,9	22,9	22,9	22,9	22,9
Payout ratio	102,5%	96,5%	80,0%	80,0%	81,2%	78,6%	77,3%	75,9%	74,2%	72,7%	71,4%

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 319,5 PLN



## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Krzysztof Pado**

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

**Krzysztof Brymora**

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

**Adrian Górniak**

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

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

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

**Bartosz Zieliński**

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

**Maciej Bąk**

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

## Historia rekomendacji spółki:

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

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### 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 (zasieg 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.

#### Słabe i silne 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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'18*:			, 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	17%	1	50%
Akumuluj	2	33%	0	0%
Trzymaj	1	17%	1	50%
Redukuj	2	33%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**Nota prawna:**

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem 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 (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 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 21.11.2018 roku (13:25 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 26.11.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi 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 21.11.2018 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 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.
- 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.