



Dom Maklerski BDM S.A.

## KĘTY

### RAPORT ANALITYCZNY

Kęty w lutym zaprezentowały prognozy wyników na 2019 rok. EBITDA ma wynieść 488 mln PLN, co jest zgodne z naszymi założeniami z początku roku. Spółka zaprezentowała także już wstępne szacunki wyników za 1Q'19. Przy dużym wzroście sprzedaży (+14% r/r) EBITDA wyniosła 107 mln PLN (+2 mln PLN r/r), minimalnie poniżej naszych założeń. Spodziewamy się jednak, że do przyrostu EBITDA w tym roku głównie będzie kontrybuować okres 2H'19. Zwracamy uwagę, że część wskaźników koniunktury sygnalizuje ostatnio szukanie dna w nastrojach w przemyśle (niemieckie Ifo/ZEW, PMI dla polskiego przemysłu). Wyraźnie wzrosły także od początku roku mnożniki dla spółek z grupy porównawczej. Ostatni korekta na kursie Kęt to w naszej opinii dobra okazja do doważenia się na akcjach spółki. Zwracamy uwagę, że przy obecnej wycenie rynkowej spółka handlowana jest na P/E'19=12x, a dividend yield jest bliski 7%. Zmieniamy nasze zalecenie z Trzymaj na Akumuluj. Obecną cenę docelową ustalamy na poziomie 355,8 PLN.

Na początku lutego zarząd zaprezentował prognozy na 2019 rok (488 mln PLN EBITDA, 261 mln PLN zysku netto). Naszym zdaniem założenia spółki są umiarkowanie optymistyczne i nie przyniosły większych zaskoczeń (spodziewaliśmy się 487 mln PLN EBITDA, konsensus w styczniu wynosił ok. 490 mln PLN). Zwracamy uwagę, że spółka założyła 41% r/r wzrost kosztów energii (mają wynieść 99 mln PLN; było to odczuwalne w 1Q'19). Zarząd przewiduje CAPEX w kwocie 284 mln PLN (przy czym 100 mln PLN to przesunięte wydatki właśnie z ubiegłego roku). W ostatnich miesiącach pojawiły się nowe moce w SWW w stopach miękkich (w najbliższym czasie także w stopach twardych). W SSA oddanie hali z lakiernią przewidziane jest na 2Q'19, natomiast II linia BOPP powinna zostać uruchomiona pod koniec tego roku.

Pod koniec marca spółka przedstawiła szacunkowe wyniki za 1Q'19. Mimo spowalniającej koniunktury i presji na rentowność (m.in. opóźnienie w dostosowaniu cen w SWW), spółce udało się utrzymać dodatnią dynamikę EBITDA. Na uwagę zwraca wysoka dynamika sprzedaży (+14% r/r). Spółka podtrzymała prognozy całoroczne. Spodziewamy się, że lepszy dla Kęt może być okres 2H'19, natomiast w 1H'19 baza jest dość wymagająca. Z otoczenia rynkowego zwracamy uwagę, że część wskaźników koniunktury sygnalizuje ostatnio szukanie dna w nastrojach w przemyśle. Niemieckie ZEW (dołek już listopadzie) i Ifo oraz PMI dla polskiego przemysłu odbiły od dna, mimo pogłębienia spadków niemieckiego PMI).

Przy założeniu, że w 2019 roku spółka przeznaczy 80% zysku netto na dywidendę (zgodnie z planami zarządu), div yield sięga obecnie blisko 7% (DPS=22 PLN), co uważamy za atrakcyjny poziom jak na spółkę przemysłową z potencjałem dalszego wzrostu EBITDA. 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 514 mln PLN EBITDA. Z bieżącej perspektywy cele wydają się realistyczne do wykonania (wzrost EBITDA o ok. 55 mln PLN na przestrzeni dwóch lat vs 2018 rok).

Kęty pod koniec stycznia rozpoczęły przegląd opcji strategicznych. Zakończenie przeglądu planowane jest na 2Q'19. Zarząd na ostatniej konferencji wynikowej zwrócił m.in. uwagę na bliski koniec obecnej perspektywy strategicznej (2015-20) oraz możliwość poszerzenia spektrum dalszych działań także o dezinwestycje. Generalnie każdy z głównych obszarów spółki mógłby działać samodzielnie (najprostsze byłoby to w przypadku SOG, dodatkowo wyceny spółek z branży opakowań są relatywnie najwyższe).

	2016	2017	2018*	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	2 267	2 643	2 987	3 276	3 542	3 683
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>394,2</b>	<b>421,2</b>	<b>460,0</b>	<b>488,0</b>	<b>514,4</b>	<b>525,9</b>
EBIT [mln PLN]	282,3	301,2	334,0	347,1	360,3	369,7
Zysk netto [mln PLN]	277,9	236,9	264,0	261,0	268,6	275,4
Zysk netto skoryg. [mln PLN]**	216,7	238,4	252,9	262,2	268,6	275,4
DPS [PLN]	18,0	29,9	23,9	22,1	21,8	22,4
Payout ratio	81%	102%	96%	80%	80%	80%
P/BV	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0
P/E	11,2	13,3	12,0	12,1	11,8	11,5
P/E skoryg.**	14,4	13,2	12,5	12,0	11,8	11,5
EV/EBITDA	8,9	8,9	8,6	8,3	8,0	7,8
EV/EBIT	12,5	12,4	11,8	11,7	11,4	11,1

\*dane szacunkowe (publikacja raportu rocznego przewidziana na 3/04/2019), \*\*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) 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: TRZYMAJ)

**WYCENA 355,8 PLN**

02 KWIECIEŃ 2019, 13:42 CEST

Wycena DCF [PLN]	347,0
Wycena porównawcza [PLN]	376,3
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>355,8</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	330,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 159,2
Ilość akcji [mln. szt.]*	9,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	386,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	315,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	0,6%
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%

stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

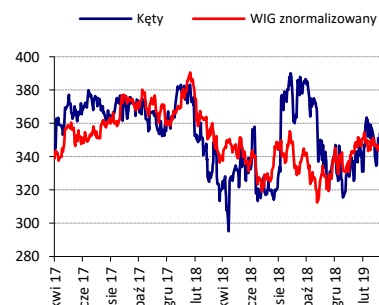
**Krzysztof Pado**

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**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 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 376,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 347,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 355,8 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	347,0
Wycena metodą porównawczą	30%	376,3
<b>Wycena 1 akcji Kęt [PLN]</b>		<b>355,8</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 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**
<b>Przychody</b>				
zarząd	2 500	2 893	3 216	3 357
BDM/wykonanie	2 646	2 987	3 276	3 542
<b>EBITDA</b>				
zarząd	488	448	488	514
BDM/wykonanie	421	460	488	514
<b>CAPEX</b>				
zarząd	288	335	284	b.d.
			suma 2018-20:	692
BDM/wykonanie	190	232	284	176
			suma 2018-20:	692
<b>dług netto</b>				
zarząd	599	775	866	b.d.
BDM/wykonanie**	591	775	911	932

Źródło: BDM S.A., spółka,

\* dane szacunkowe, \*\* 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 akwizycji. CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2028 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 2 kwietnia 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,32 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 347,0 PLN.

### Podstawowe założenia makroekonomiczne\*

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,32	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36
USD/PLN	3,77	3,94	3,61	3,81	3,76	3,66	3,57	3,53	3,53	3,53	3,53	3,53	3,53
EUR/USD	1,11	1,11	1,18	1,13	1,16	1,19	1,22	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 683	1 610	2 114	1 913	2 035	2 095	2 155	2 215	2 275	2 337	2 398	2 459	2 520

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]	3 275,9	3 542,1	3 683,1	3 796,6	3 900,9	4 010,1	4 114,0	4 219,9	4 327,8	4 437,6
EBIT [mln PLN]	347,1	360,3	369,7	378,7	384,9	388,4	391,2	394,4	397,9	401,7
Stopa podatkowa*	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	58,1	60,5	62,1	63,7	64,7	65,3	65,8	73,0	75,6	76,3
NOPLAT [mln PLN]	289,0	299,8	307,5	315,0	320,2	323,1	325,4	321,4	322,3	325,4
Amortyzacja [mln PLN]	140,9	154,1	156,2	159,6	162,8	165,7	168,3	170,6	172,7	174,6
CAPEX [mln PLN]	-284,0	-175,5	-190,7	-190,9	-191,1	-191,2	-191,4	-191,6	-191,7	-191,9
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]	-54,0	-70,1	-35,8	-29,0	-27,5	-29,6	-28,4	-28,9	-29,5	-30,1
FCF [mln PLN]	91,9	208,4	237,2	254,7	264,5	268,0	273,9	271,5	273,7	278,0
DFCF [mln PLN]	87,0	183,4	194,0	193,5	186,7	175,6	166,6	153,2	143,2	134,8
Suma DFCF [mln PLN]	1 618,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 111,0									wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 478,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 096,5									
Dług netto 2018P [mln PLN]	774,7									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>3 321,8</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	9,57									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>347,0</b>									

Przychody zmiana r/r	9,7%	8,1%	4,0%	3,1%	2,7%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%
EBIT zmiana r/r	3,9%	3,8%	2,6%	2,4%	1,6%	0,9%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
FCF zmiana r/r	57,0%	126,7%	13,8%	7,4%	3,8%	1,3%	2,2%	-0,9%	0,8%	1,5%
Marża EBITDA	14,9%	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%
Marża EBIT	10,6%	10,2%	10,0%	10,0%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,2%	9,1%
Marża NOPLAT	8,8%	8,5%	8,3%	8,3%	8,2%	8,1%	7,9%	7,6%	7,4%	7,3%
CAPEX / Przychody	8,7%	5,0%	5,2%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,3%
CAPEX / Amortyzacja	201,6%	113,9%	122,1%	119,6%	117,3%	115,4%	113,7%	112,3%	111,0%	109,9%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	2,0%	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,7%	26,3%	25,4%	25,6%	26,4%	27,1%	27,3%	27,3%	27,4%	27,4%

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

**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	67,1%	67,7%	68,5%	69,3%	70,0%	70,7%	72,0%	73,2%	74,4%	75,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	32,9%	32,3%	31,5%	30,7%	30,0%	29,3%	28,0%	26,8%	25,6%	24,4%
WACC	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	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	260,7	281,3	307,2	340,7	385,9	450,1	548,5	718,2	1080,8
	0,8	246,6	265,0	288,0	317,4	356,5	410,7	491,1	622,8	877,8
	0,9	233,5	250,1	270,6	296,5	330,4	376,6	443,3	548,0	735,8
	1,0	221,3	236,3	254,6	277,6	307,3	347,0	402,9	487,7	630,9
	1,1	210,0	223,5	240,0	260,4	286,5	320,9	368,3	438,0	550,2
	1,2	199,4	211,7	226,5	244,8	267,8	297,8	338,3	396,4	486,2
	1,3	189,5	200,7	214,1	230,4	250,9	277,1	312,1	361,0	434,2

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%	276,0	299,1	328,4	366,8	419,6	496,4	618,7	843,8	1394,9
	4%	246,6	265,0	288,0	317,4	356,5	410,7	491,1	622,8	877,8
	5%	221,3	236,3	254,6	277,6	307,3	347,0	402,9	487,7	630,9
	6%	199,4	211,7	226,5	244,8	267,8	297,8	338,3	396,4	486,2
	7%	180,2	190,4	202,5	217,3	235,5	258,6	289,0	330,6	391,0
	8%	163,3	171,8	181,9	193,9	208,5	226,7	250,0	280,8	323,6
	9%	148,4	155,5	163,9	173,8	185,7	200,2	218,4	241,9	273,4

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%	603,5	563,7	528,2	496,4	467,7	441,8	418,1	396,5	376,6
	4%	517,2	477,0	441,8	410,7	383,1	358,4	336,1	316,0	297,8
	5%	450,1	410,7	376,6	347,0	320,9	297,8	277,1	258,6	241,9
	6%	396,5	358,4	325,9	297,8	273,3	251,7	232,6	215,5	200,2
	7%	352,6	316,0	285,1	258,6	235,6	215,5	197,8	182,1	168,0
	8%	316,0	281,1	251,7	226,7	205,2	186,4	169,9	155,3	142,2
	9%	285,1	251,7	223,8	200,2	179,9	162,4	147,0	133,4	121,3

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 3,60 mld PLN, co odpowiada 376,3 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.

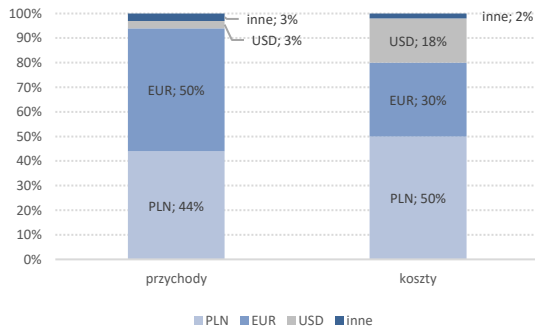
### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Alcoa	19,3	10,9	11,5	2,6	2,2	1,7
Norsk Hydro	17,0	10,4	10,0	6,1	4,5	4,2
Kaiser Aluminium	14,6	13,7	12,8	8,5	7,9	7,3
Bemis	18,6	17,8	17,2	10,7	10,0	9,2
Amcor	19,4	17,4	19,3	12,2	11,4	12,1
Alumetal	9,8	9,5	8,9	7,6	7,2	6,7
Ball Corp	22,0	20,4	19,1	13,0	12,4	11,8
Winpak	24,6	23,6	22,4	12,1	11,2	10,5
Huhtamaki	17,7	15,9	14,9	10,4	9,4	8,7
Wielton	8,6	8,2	7,9	6,2	5,7	5,9
Lindab	12,9	12,3	11,4	8,4	7,7	6,9
Assa Abloy	21,0	19,8	19,0	14,7	13,4	12,6
Arconic	11,2	9,8	9,0	6,4	5,8	7,8
UACJ	13,3	8,8	7,6	9,5	8,8	8,6
Mediana	17,4	13,0	12,2	9,0	8,4	8,2
Kęty	12,0	11,8	11,5	8,3	8,0	7,8
Premia/dyskonto do Kęt	-30,6%	-9,7%	-5,6%	-7,3%	-4,9%	-4,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	475,3	365,4	349,7	363,3	352,2	351,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>396,8</b>			<b>355,7</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>376,3</b>					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

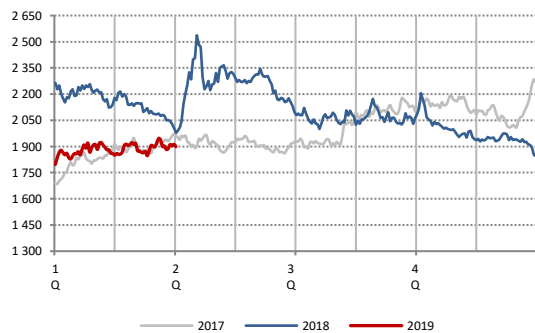
## RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura walutowa przychodów i kosztów Kęty w 2017 roku



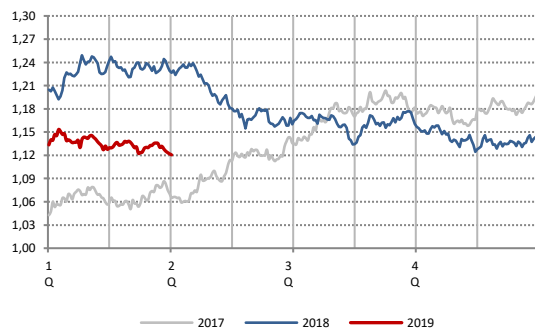
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



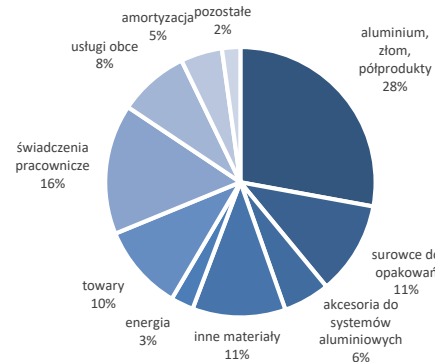
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



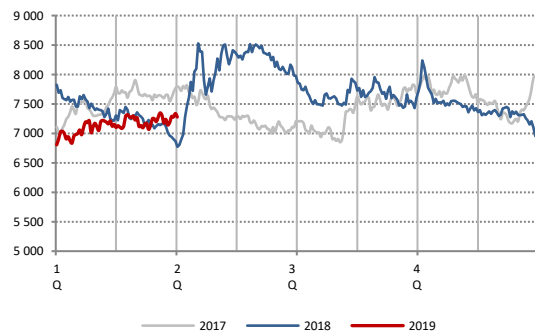
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów w 2017 roku



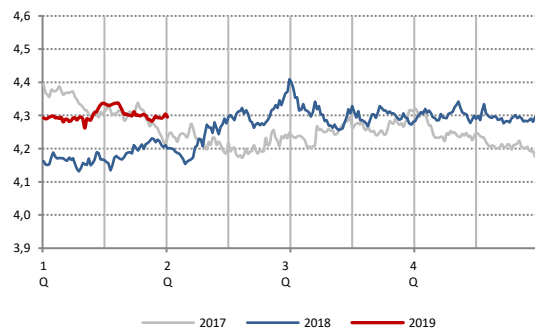
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



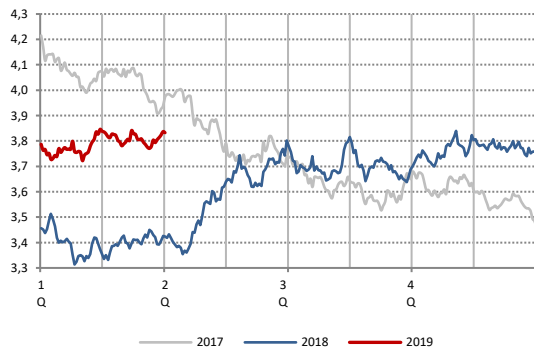
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



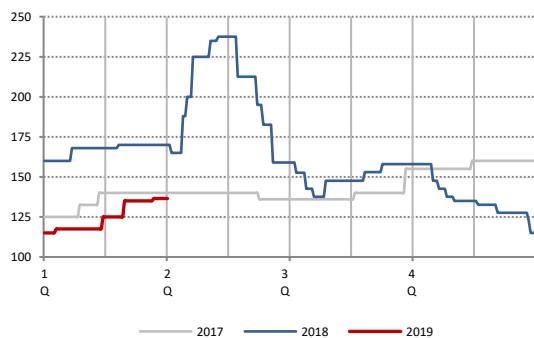
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Kurs USD/PLN**



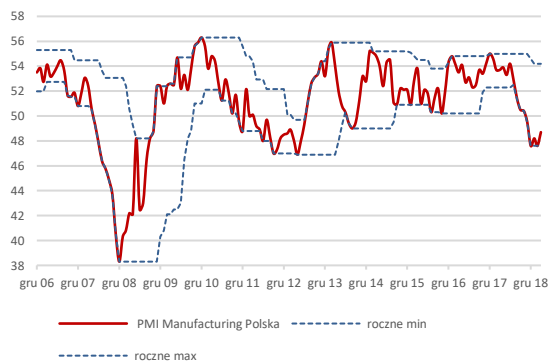
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



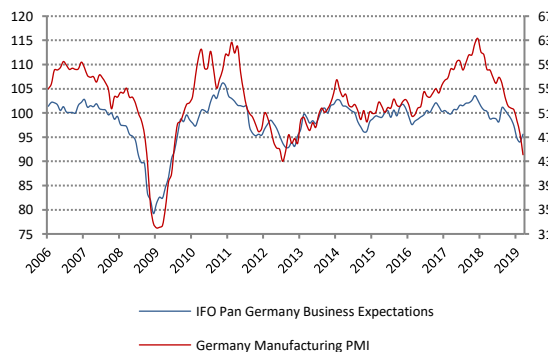
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ingot

**PMI dla sektora przemysłu w Polsce**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Wskaźnik oczekiwań Ifo**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

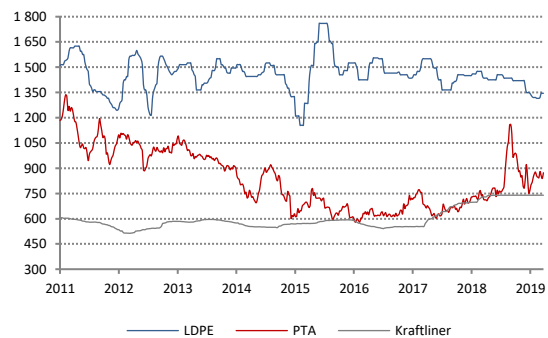
Biorąc pod uwagę mix walutowy przychody/koszty dla spółki korzystne jest mocne EUR względem USD przy relatywnej słabości PLN vs EUR.

Spółka nie opublikowała jeszcze pełnego raportu za 2018 rok – poniżej prezentujemy ekspozycję walutową z poprzednich okresów.

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 porównywalne z 1Q'17 (presję na ceny powoduje m.in. niższe od oczekiwań zapotrzebowanie w Chinach oraz większy eksport metalu z tego kierunku). Ceny w PLN nieco podbija wyższy r/r kurs USD/PLN.

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



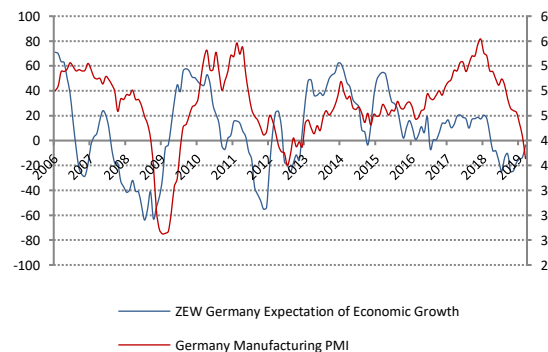
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE), PTA (Chiny, futures)

Po chwilowym wzroście w 2Q'18 (nałożenie sankcji na Rusal) premia za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME) w ostatnich miesiącach spadły wyraźnie poniżej poziomów z 2017 roku (od początku 2019 nieco się podnoszą z dołka).

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. Pod koniec 2018 roku wskaźnik zszedł poniżej poziom 50 pkt. Relatywnie mocniejszy spadek w tym czasie odnotowały wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec (ten ostatni spadł już poniżej polskiego odpowiednika). Przełamać spadkowy trend próbują obecnie wskaźniki wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki (Ifo, ZEW), co być może będzie zapowiedzią poprawy koniunktury w dalszej części 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
<b>Przychody</b>	<b>2 987</b>	<b>3 216</b>	<b>3 276</b>	<b>2%</b>	<b>3 357</b>	<b>3 542</b>	<b>6%</b>
SWW	1 270	1 364	1 392	2%	1 458	1 514	4%
SSA	1 285	1 393	1 421	2%	1 420	1 492	5%
SOG	707	739	749	1%	750	836	11%
inne/wyłączenia	-275	-280	-285		-271	-299	
<b>EBIT</b>	<b>334</b>	<b>344</b>	<b>347</b>	<b>-3%</b>	<b>360</b>	<b>360</b>	<b>0%</b>
rentowność	11,2%	10,7%	10,6%		10,7%	10,2%	
<b>EBITDA</b>	<b>460</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>0%</b>	<b>514</b>	<b>514</b>	<b>0%</b>
SWW	163	172	170	-1%	169	182	8%
SSA	187	b.d.	203	-	217	207	-5%
SOG	119	125	125	0%	139	138	-1%
inne/wyłączenia	-9	b.d.	-10	-	-11	-12	10%
rentowność	15,4%	15,2%	14,9%		15,3%	14,5%	-5%
<b>Zysk netto</b>	<b>264</b>	<b>261</b>	<b>261</b>	<b>0%</b>	<b>264</b>	<b>269</b>	<b>2%</b>
rentowność	8,8%	8,1%	8,0%		7,9%	7,6%	
<b>Dług netto</b>	<b>775</b>	<b>866</b>	<b>911</b>		<b>-</b>	<b>932</b>	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*aktualizacja z października 2017 (dane wg sprawozdania zarządu za 2017 rok), \*\*2018 – dane szacunkowe

### Prognoza na 2019 rok

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. Na poziomie salda finansowego założono koszty odsetkowe netto na 19 mln PLN. Spółka nie zakłada w tym roku zawiązania aktywa podatkowego z SSE.

Naszym zdaniem założenia zarządu na 2019 rok na poziomie EBITDA są umiarkowanie optymistyczne i nie przyniosły większych zaskoczeń. Odpowiadają one mniej więcej prognozom, które przedstawialiśmy w styczniowej rekomendacji. Zwracamy uwagę, że spółka założyła 41% r/r wzrost kosztów energii (mają wynieść 99 mln PLN).

Zarząd przewiduje CAPEX 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). Nowe moce doszły w SWW na przełomie roku (stopy miękkie, stopy twarde pojawią się w 2Q'19). W SSA oddanie hali z lakiernią przewidziane jest na 2Q'19, natomiast II linia BOPP powinna zostać uruchomiona pod koniec tego roku. Spodziewamy się, że lepszy dla spółki może być okres 2H'19, natomiast w 1H'19 baza jest dość wymagająca, a wyniki mogą być obciążane przez koszty nowych linii produkcyjnych w SWW.

Dług netto na koniec 2019 roku miał wynieść 866 mln PLN przy założeniu: i) wypłaty 80% zysku netto jako dywidenda, ii) braku akwizycji (aktualne pozostają cele akwizycyjne, które generowałyby sprzedaż na poziomie ok. 50 mln EUR w SWW, 20 mln EUR w SSA lub 50 mln EUR w nowym obszarze działalności).

### 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 obecnie przewidziane na koniec 2019 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. 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%, ostatnie lata wskazują jednak, że apetyty w tym zakresie ze strony akcjonariuszy są większe.

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 prawdopodobnie na początku 2020 rok, więc może on już uwzględniać jakaś 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. Ostatnio w prasie pojawiały się m.in. spekulacje o możliwości przejęcia biznesu Mercoru - jednak spółka nie potwierdziła tych doniesień.

Zarząd Kęty pod koniec stycznia'19 rozpoczął przegląd opcji strategicznych. Zakończenie przeglądu planowane jest na 2Q'19. Zarząd na ostatniej konferencji wynikowej zwrócił m.in. uwagę na bliski koniec obecnej perspektywy strategicznej (2015-20) oraz możliwość poszerzenia spektrum dalszych działań także o dezinvestycje. Naszym zdaniem generalnie każdy z głównych obszarów spółki mógłby działać samodzielnie (najprostsze byłoby to w przypadku SOG, dodatkowo wyceny spółek z branży opakowań są relatywnie najwyższe).

## WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY ORAZ PROGNOZY

### Kęty – wstępne szacunkowe wyniki 1Q'19 [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19	zmiana r/r	1Q'19P BDM*	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	674,8	770,0	14,1%	695,6	10,7%
EBITDA	105,1	107,0	1,8%	109,8	-2,6%
EBIT	74,5	73,0	-2,1%	76,1	-4,1%
Zysk (strata) brutto	69,3	67,0	-3,3%	69,2	-3,2%
Zysk (strata) netto	53,3	53,0	-0,6%	56,1	-5,5%
Marża EBITDA	15,6%	13,9%		15,8%	
Marża EBIT	11,0%	9,5%		10,9%	
Marża netto	7,9%	6,9%		8,1%	

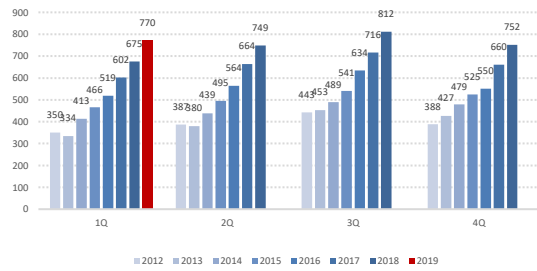
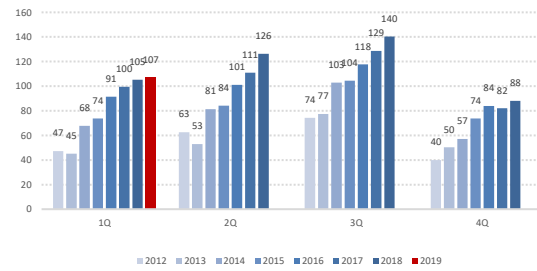
Źródło: DM BDM S.A., spółka, \* założenie z 7/01/2019

Spółka podała już szacunkowe wyniki za 1Q'19 pod koniec marca.

Sporym zaskoczeniem jest przyrost sprzedaży aż o 14% r/r, biorąc pod uwagę, że cena aluminium w PLN była nieznacznie niższa r/r (-3%). Wzrost widoczny był przede wszystkim w SSA (+20%, spółka w komunikacie pisze o wysokim popycie). W SOG sprzedaż wzrosła o 11% a w SWW o 7% r/r.

Mimo spowalniającej koniunktury i presji na rentowność (m.in. opóźnienie w dostosowaniu cen produktów do rosnącej bazy kosztowej w SWW), spółce udało się utrzymać dodatnią dynamikę EBITDA, przy czym była ona nieco niższa niż zakładaliśmy na początku roku (107 mln PLN vs 110 mln PLN prognozowane przez nas w ostatniej rekomendacji). Generalnie jednak nie spodziewaliśmy się rewelacji po 1H'19 ze względu na dość wymagającą bazę. Zakładamy, że do poprawy EBITDA r/r przyczyniły się SOG i SSA (przy czym zakładamy, że przy słabszej rentowności), natomiast spadek wyniku mógł pojawić się w SWW. Dług netto na koniec 1Q'19 wyniósł 750 mln PLN (rok temu 583 mln PLN).

Dla przypomnienia zarząd w całym roku zakłada wzrost sprzedaży o 8% r/r, a EBITDA o +28 mln PLN r/r (z 460 mln PLN na 488 mln PLN).

**Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]**

**EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]**


Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'18 – dane szacunkowe

Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'18 – dane szacunkowe

**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'19P**
<b>Razem</b>													
Sprzedaż	519,0	564,2	633,9	550,3	601,5	664,3	716,5	660,3	674,8	748,8	811,5	751,9	770,0
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%	13,9%	14,1%
EBITDA	91,4	101,1	117,8	83,8	99,5	110,9	128,7	82,1	105,1	126,4	140,3	88,1	107,0
marża	17,6%	17,9%	18,6%	15,2%	16,5%	16,7%	18,0%	12,4%	15,6%	16,9%	17,3%	11,7%	13,9%
<b>SWW</b>													
Sprzedaż ogółem	197,5	229,8	273,6	231,3	272,7	298,5	305,0	261,7	296,4	327,9	351,9	293,8	318,6
zmiana r/r	-2%	7%	20%	32%	38%	30%	11%	13%	9%	10%	15%	12%	8%
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	238,2	254,1
zmiana r/r	0%	16%	29%	33%	40%	27%	12%	12%	6%	12%	16%	15%	9%
EBITDA	27,9	39,7	48,0	23,7	32,7	38,8	48,3	30,2	38,8	50,2	48,7	25,3	34,7
marża	14,1%	17,3%	17,5%	10,2%	12,0%	13,0%	15,8%	11,5%	13,1%	15,3%	13,8%	8,6%	10,9%
<b>SOG</b>													
Sprzedaż ogółem	122,1	117,0	130,7	128,8	147,5	150,2	161,6	165,6	178,4	170,0	178,7	179,9	197,8
zmiana r/r	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%	9%	11%
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	179,9	197,8
zmiana r/r	14%	13%	20%	12%	21%	28%	24%	29%	21%	13%	11%	9%	11%
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	31,4
marża	18,9%	20,6%	21,5%	22,7%	19,3%	18,0%	20,0%	14,9%	17,0%	17,5%	19,1%	13,7%	15,9%
<b>SSA+SUB+SAB*</b>													
Sprzedaż ogółem	240,3	268,7	293,0	237,0	235,1	287,8	320,1	288,1	264,9	324,8	360,0	335,3	319,1
zmiana r/r	18%	13%	4%	-22%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	12%	16%	21%
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	333,8	318,0
zmiana r/r	22%	15%	11%	-12%	-2%	7%	9%	22%	13%	13%	13%	16%	21%
EBITDA	42,9	39,4	47,8	30,2	40,2	49,6	54,6	27,7	38,8	52,7	58,9	36,5	43,0
marża	17,9%	14,7%	16,4%	12,8%	17,2%	17,3%	17,1%	9,7%	14,7%	16,3%	16,4%	10,9%	13,5%
<b>Inne + wyłączenia</b>													
Sprzedaż ogółem	3,0	3,0	3,5	4,3	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	3,8	3,8	3,9
zmiana r/r	-59%	-49%	-48%	-29%	17%	16%	4%	-14%	8%	10%	6%	2%	2%
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	0,0	0,0
zmiana r/r	-99%	-98%	-99%	-99%	-31%	-31%	60%	67%	66%	32%	5%	-46%	-46%
EBITDA	-2,5	-2,0	-6,0	0,7	-1,9	-4,5	-6,5	-0,4	-2,8	-6,3	-1,3	1,5	-2,0

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 BDM na bazie szacunkowych wyników spółki

**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'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	751,9	2 987,0	770,0	795,3	888,5	822,1	3 275,9
zmiana r/r	15,9%	17,7%	13,0%	20,0%	16,5%	12,2%	12,7%	13,3%	13,9%	13,0%	14,1%	6,2%	9,5%	9,3%	9,7%
EBITDA	99,5	110,9	128,7	82,1	421,2	105,1	126,4	140,3	88,1	460,0	107,0	131,1	150,3	99,6	488,0
zmiana r/r	8,9%	9,7%	9,2%	-2,1%	6,9%	5,6%	14,0%	9,0%	7,3%	9,2%	1,8%	3,7%	7,1%	13,0%	6,1%
EBIT	69,8	81,4	98,7	51,3	301,2	74,5	94,5	109,2	55,7	334,0	72,9	95,6	115,1	63,5	347,1
Saldo finansowe	-0,6	-1,6	-3,7	-1,3	-7,2	-5,2	-5,0	-5,5	-6,0	-21,7	-5,9	-5,8	-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	49,7	312,2	67,0	89,8	109,3	57,7	323,7
Zysk (strata) netto	54,7	64,8	77,3	40,1	236,9	53,3	71,7	83,2	55,8	264,0	53,0	72,7	88,5	46,8	261,0
<b>Marża EBITDA</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,7%</b>	<b>18,0%</b>	<b>12,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>15,6%</b>	<b>16,9%</b>	<b>17,3%</b>	<b>11,7%</b>	<b>15,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,9%</b>	<b>12,1%</b>	<b>14,9%</b>
Marża EBIT	11,6%	12,3%	13,8%	7,8%	11,4%	11,0%	12,6%	13,5%	7,4%	11,2%	9,5%	12,0%	13,0%	7,7%	10,6%
Marża zysku netto	9,1%	9,8%	10,8%	6,1%	9,0%	7,9%	9,6%	10,2%	7,4%	8,8%	6,9%	9,1%	10,0%	5,7%	8,0%

Źródło: BDM S.A., spółka, \*na bazie szacunków zarządu

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. Na poziomie salda finansowego założono koszty odsetkowe netto na 19 mln PLN. Naszym zdaniem założenia zarządu na 2019 rok na poziomie EBITDA są umiarkowanie optymistyczne i nie przyniosły większych zaskoczeń. Odpowiadają one mniej więcej prognozom, które przedstawialiśmy w styczniowej rekomendacji.

W komunikacie dotyczącym szacunkowych wyników 1Q'19 spółka podała, że początek roku nie zmienił zasadniczo dobrego obrazu rynku z 2H'18. W SWW producenci zakładają stabilny poziom zamówień w przyszłych okresach. W SSA popyt utrzymuje się na wysokim poziomie, co przełożyło się na osiągniętą przez segment dynamikę wzrostu. Również w SOG pomimo bardzo wysokiego obłożenia mocy produkcyjnych wypracowano w 1Q'19 dynamikę wzrostu powyżej oczekiwań na rok bieżący.

Okres 1Q'19 przyniósł presję na rentowność EBITDA (13,9% vs 15,6% przed rokiem). Spółka w komunikacie podkreśliła, że spadek marży wynika głównie z opóźnienia w dostosowywaniu cen do wyższej bazy kosztowej w SWW. Zwracamy też uwagę, że spadek nominalnego EBIT to pochodna wyższej r/r amortyzacji (nowe moce produkcyjne). Zwracamy uwagę, że spółka już w prognozie rocznej założyła 41% r/r wzrost kosztów energii (mają wynieść 99 mln PLN). Spodziewamy się, że przy dobrym popycie dostosowanie cen do kosztów powinno być możliwe w perspektywie 1-2 kwartałów. Uważamy też, że spadek rentowności w części jest pochodną wstępnego etapu pracy nowych mocy produkcyjnych w SWW, co także powinno być niwelowane wraz ze wzrostem ich wykorzystania i efektywności.

Spodziewamy się, że lepszy dla spółki może być okres 2H'19, natomiast baza z 1H'18 jest dość wymagająca. Z otoczenia rynkowego zwracamy uwagę, że część wskaźników koniunktury sygnalizuje ostatnio szukanie dna w nastrojach w przemyśle. Niemieckie ZEW (dołek już listopadzie) i Ifo oraz PMI dla polskiego przemysłu odbiły od dna, mimo pogłębienia spadków niemieckiego PMI).

Obecny konsensus na poziomie EBITDA na 2019 rok wynosi 493 mln PLN, czyli nieco powyżej prognozy zarządu (488 mln PLN). W naszych prognozach przyjmujemy poziom raczej zbliżony do założeń spółki i nie zmienić się on zasadniczo od poprzednich estymacji.

Na kolejne lata nasze założenia są minimalnie niższe od konsensusu (po ok 1% na 2020 i 2021 roku). 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 realistyczne do wykonania (wzrost EBITDA o ok. 55 mln PLN na przestrzeni dwóch lat vs 2018 rok).

**Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]**

	2019	2019	odchylenie	2020	2020	odchylenie	2021	2021	odchylenie
	konsensus	BDM		konsensus	BDM		konsensus	BDM	
Przychody	3 205,7	3 275,9	2,2%	3 456,0	3 542,1	2,5%	3 618,5	3 683,1	1,8%
EBITDA	492,9	488,0	-1,0%	515,8	514,4	-0,3%	533,5	525,9	-1,4%
EBIT	351,6	347,1	-1,3%	361,6	360,3	-0,4%	369,0	369,7	0,2%
Zysk (strata) netto	267,6	261,0	-2,5%	272,2	268,6	-1,3%	287,0	275,4	-4,0%
Dług netto	896,4	911,3	1,7%	921,5	932,2	1,2%	911,5	932,5	2,3%
Marża EBITDA	15,4%	14,9%		14,9%	14,5%		14,7%	14,3%	
Marża EBIT	11,0%	10,6%		10,5%	10,2%		10,2%	10,0%	
Marża zysku netto	8,3%	8,0%		7,9%	7,6%		7,9%	7,5%	

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	3 060,0	3 275,9	7,1%	3 216,0	1,9%	3 313,6	3 542,1	6,9%	3 464,9	3 683,1	6,3%
<b>EBITDA</b>	<b>486,8</b>	<b>488,0</b>	<b>0,2%</b>	<b>488,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>514,2</b>	<b>514,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>527,1</b>	<b>525,9</b>	<b>-0,2%</b>
EBIT	346,7	347,1	0,1%	344,0	0,9%	359,3	360,3	0,3%	370,5	369,7	-0,2%
Zysk (strata) netto	265,8	261,0	-1,8%	261,0	0,0%	266,9	268,6	0,6%	275,4	275,4	0,0%
Marża EBITDA	15,9%	14,9%		15,2%		15,5%	14,5%		15,2%	14,3%	
Marża EBIT	11,3%	10,6%		10,7%		10,8%	10,2%		10,7%	10,0%	
Marża zysku netto	8,7%	8,0%		8,1%		8,1%	7,6%		7,9%	7,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 7.01.2019

**Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2018-2028**

	2015	2016	2017	2018*	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>2 027,1</b>	<b>2 267,4</b>	<b>2 642,6</b>	<b>2 987,0</b>	<b>3 275,9</b>	<b>3 542,1</b>	<b>3 683,1</b>	<b>3 796,6</b>	<b>3 900,9</b>	<b>4 010,1</b>	<b>4 114,0</b>	<b>4 219,9</b>	<b>4 327,8</b>	<b>4 437,6</b>
SOG	435,0	498,5	624,9	707,0	748,8	835,8	898,8	943,8	962,7	981,9	1 001,5	1 021,6	1 042,0	1 062,8
SWW	820,7	932,3	1 137,9	1 270,0	1 391,6	1 513,7	1 550,5	1 584,1	1 635,9	1 693,7	1 752,7	1 812,7	1 873,6	1 935,4
SSA	1 027,9	1 039,0	1 131,1	1 285,0	1 421,0	1 492,0	1 536,8	1 575,2	1 614,6	1 655,0	1 688,1	1 721,8	1 756,2	1 791,4
Inne	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	18,7
Korekty	-282,6	-216,2	-265,8	-290,3	-301,1	-315,4	-319,3	-323,0	-329,2	-337,7	-345,9	-354,1	-362,4	-370,7
zmiana r/r	<b>11,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>16,5%</b>	<b>13,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>
SOG	9,4%	14,6%	25,4%	13,1%	5,9%	11,6%	7,5%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SWW	12,3%	13,6%	22,1%	11,6%	9,6%	8,8%	2,4%	2,2%	3,3%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%
SSA	16,3%	1,1%	8,9%	13,6%	10,6%	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%	6,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>336,2</b>	<b>394,2</b>	<b>421,2</b>	<b>460,0</b>	<b>488,0</b>	<b>514,4</b>	<b>525,9</b>	<b>538,3</b>	<b>547,7</b>	<b>554,1</b>	<b>559,5</b>	<b>565,0</b>	<b>570,6</b>	<b>576,3</b>
SOG	94,5	104,5	112,5	118,8	125,0	137,8	143,9	148,1	150,5	152,9	155,4	157,8	160,3	162,8
SWW	98,9	139,2	150,0	163,0	170,1	181,7	184,4	188,0	191,7	193,5	195,3	197,2	199,1	201,0
SSA	157,0	160,2	172,0	187,0	203,2	206,9	209,8	214,6	218,2	220,6	222,0	223,5	225,1	226,7
Inne	-14,2	-9,8	-13,4	-8,9	-10,3	-12,0	-12,2	-12,5	-12,7	-13,0	-13,3	-13,6	-13,9	-14,2
korekty	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	0,0

Źródło: BDM S.A., \*dane szacunkowe

**DANE FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018*</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>	<b>2028P</b>
Aktywa trwałe	1 438,8	1 548,7	1 683,9	1 697,3	1 723,7	1 746,7	1 766,5	1 783,6	1 798,1	1 817,1	1 836,2	1 853,5
Wartości niematerialne i prawne	65,5	63,2	60,7	58,0	58,2	58,6	59,0	59,4	59,8	60,2	60,6	61,0
Rzeczowe aktywa trwałe	1 240,3	1 348,7	1 494,3	1 518,3	1 552,7	1 583,6	1 611,4	1 636,5	1 659,2	1 679,8	1 698,4	1 715,3
Pozostałe aktywa trwałe	133,0	136,8	128,9	121,0	112,9	104,6	96,2	87,7	79,1	77,2	77,2	77,2
Aktywa obrotowe	1 060,5	1 243,0	1 289,1	1 396,3	1 449,0	1 503,7	1 561,7	1 624,0	1 658,3	1 689,5	1 722,2	1 757,9
Zapasy	457,8	521,3	563,5	619,0	644,1	664,9	686,7	712,3	737,3	762,9	789,0	815,8
Należności krótkoterminowe	514,2	607,4	647,9	700,5	728,4	750,9	771,5	793,1	813,7	834,6	855,9	877,7
Inwestycje krótkoterminowe	88,5	114,3	77,7	76,8	76,5	88,0	103,5	118,6	107,3	92,0	77,2	64,4
- w tym środki pieniężne	78,9	104,8	68,2	67,2	66,9	78,4	94,0	109,1	97,8	82,5	67,6	54,9
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
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 499,4</b>	<b>2 791,7</b>	<b>2 973,1</b>	<b>3 093,6</b>	<b>3 172,8</b>	<b>3 250,5</b>	<b>3 328,3</b>	<b>3 407,6</b>	<b>3 456,4</b>	<b>3 506,7</b>	<b>3 558,3</b>	<b>3 611,4</b>
Kapitał (fundusz) własny	1 362,8	1 398,3	1 448,0	1 507,9	1 568,4	1 630,8	1 692,6	1 753,3	1 813,9	1 875,5	1 938,1	2 001,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	67,7	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	1 266,4	1 037,9	1 090,7	1 142,9	1 196,6	1 251,7	1 308,3	1 365,9	1 424,1	1 482,8	1 542,0	1 602,0
Zysk (strata) netto	0,0	264,0	261,0	268,6	275,4	282,7	288,0	291,1	293,4	296,4	299,7	303,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 136,0	1 392,9	1 524,4	1 585,2	1 603,7	1 619,1	1 635,1	1 653,8	1 642,0	1 630,6	1 619,7	1 609,2
Rezerwy na zobowiązania	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3
Zobowiązania długoterminowe	181,0	181,0	181,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	179,4	179,4	179,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4	199,4
Zobowiązania krótkoterminowe	832,0	1 088,9	1 220,5	1 261,2	1 279,8	1 295,1	1 311,1	1 329,8	1 318,0	1 306,7	1 295,7	1 285,2
- w tym zobowiązania oprocentowane	490,1	700,1	800,1	800,1	800,1	800,1	800,1	800,1	770,1	740,1	710,1	680,1
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 499,4</b>	<b>2 791,7</b>	<b>2 973,1</b>	<b>3 093,6</b>	<b>3 172,8</b>	<b>3 250,5</b>	<b>3 328,3</b>	<b>3 407,6</b>	<b>3 456,4</b>	<b>3 506,7</b>	<b>3 558,3</b>	<b>3 611,4</b>

<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018*</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>	<b>2028P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	2 642,6	2 987,0	3 275,9	3 542,1	3 683,1	3 796,6	3 900,9	4 010,1	4 114,0	4 219,9	4 327,8	4 437,6
EBITDA	421,2	460,0	488,0	514,4	525,9	538,3	547,7	554,1	559,5	565,0	570,6	576,3
EBIT	301,2	334,0	347,1	360,3	369,7	378,7	384,9	388,4	391,2	394,4	397,9	401,7
Saldo działalności finansowej	-7,2	-21,7	-23,4	-28,7	-29,6	-29,6	-29,3	-29,1	-28,9	-28,5	-27,9	-27,3
Zysk (strata) brutto	294,0	312,2	323,7	331,6	340,1	349,1	355,5	359,3	362,3	365,9	370,0	374,4
Zysk (strata) netto	236,9	264,0	261,0	268,6	275,4	282,7	288,0	291,1	293,4	296,4	299,7	303,3

<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018*</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>	<b>2028P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	276,1	294,3	379,4	389,3	432,4	449,9	459,8	463,6	469,6	467,2	469,5	473,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-187,3	-231,5	-283,4	-175,2	-190,4	-190,5	-190,6	-190,6	-190,8	-191,1	-191,4	-191,7
Przepływy z działalności finansowej	-84,8	-37,0	-132,5	-215,1	-242,2	-247,8	-253,7	-257,9	-290,1	-291,4	-292,9	-294,8
Przepływy pieniężne netto	4,0	25,8	-36,6	-1,0	-0,2	11,5	15,5	15,1	-11,3	-15,3	-14,9	-12,8
Środki pieniężne na początek okresu	74,9	78,9	104,8	68,2	67,2	66,9	78,4	94,0	109,1	97,8	82,5	67,6
Środki pieniężne na koniec okresu	78,9	104,8	68,2	67,2	66,9	78,4	94,0	109,1	97,8	82,5	67,6	54,9

\*w oparciu o dane szacunkowe

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	13,0%	9,7%	8,1%	4,0%	3,1%	2,7%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%
EBITDA zmiana r/r	9,2%	6,1%	5,4%	2,2%	2,3%	1,8%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	10,9%	3,9%	3,8%	2,6%	2,4%	1,6%	0,9%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
Zysk netto zmiana r/r	11,5%	-1,2%	2,9%	2,5%	2,6%	1,9%	1,1%	0,8%	1,0%	1,1%	1,2%
Marża EBITDA	15,4%	14,9%	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%
Marża EBIT	11,2%	10,6%	10,2%	10,0%	10,0%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,2%	9,1%
Marża brutto	10,5%	9,9%	9,4%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,8%	8,7%	8,5%	8,4%
Marża netto	8,8%	8,0%	7,6%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,1%	7,0%	6,9%	6,8%
ROE	19,1%	18,3%	18,2%	17,9%	17,7%	17,3%	16,9%	16,5%	16,1%	15,7%	15,4%
ROA	9,5%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%
Dług	879,4	979,4	999,4	999,4	999,4	999,4	999,4	969,4	939,4	909,4	879,4
D / (D+E)	31,5%	32,9%	32,3%	31,5%	30,7%	30,0%	29,3%	28,0%	26,8%	25,6%	24,4%
D / E	46,0%	49,1%	47,7%	46,0%	44,4%	42,9%	41,5%	39,0%	36,6%	34,3%	32,2%
Odsetki / EBIT	-6,5%	-6,7%	-8,0%	-8,0%	-7,8%	-7,6%	-7,5%	-7,4%	-7,2%	-7,0%	-6,8%
Dług / kapitał własny	62,9%	67,6%	66,3%	63,7%	61,3%	59,0%	57,0%	53,4%	50,1%	46,9%	43,9%
Dług netto	774,7	911,3	932,2	932,5	921,0	905,5	890,4	871,7	857,0	841,8	824,6
Dług netto / kapitał własny	55,4%	62,9%	61,8%	59,5%	56,5%	53,5%	50,8%	48,1%	45,7%	43,4%	41,2%
Dług netto / EBITDA	1,7	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
Dług netto / EBIT	2,3	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1
EV	3 933,9	4 070,5	4 091,5	4 091,7	4 080,3	4 064,7	4 049,6	4 030,9	4 016,2	4 001,1	3 983,8
Dług / EV	22,4%	24,1%	24,4%	24,4%	24,5%	24,6%	24,7%	24,1%	23,4%	22,7%	22,1%
CAPEX / Przychody	7,8%	8,7%	5,0%	5,2%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,3%
CAPEX / Amortyzacja	184,1%	201,6%	113,9%	122,1%	119,6%	117,3%	115,4%	113,7%	112,3%	111,0%	109,9%
Amortyzacja / Przychody	4,2%	4,3%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%
Zmiana KO / Przychody	3,8%	1,6%	2,0%	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	32,9%	18,7%	26,3%	25,4%	25,6%	26,4%	27,1%	27,3%	27,3%	27,4%	27,4%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2018</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>	<b>2028P</b>
MC/S*	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E*	12,0	12,1	11,8	11,5	11,2	11,0	10,9	10,8	10,7	10,5	10,4
P/BV*	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6
P/CE*	8,1	7,9	7,5	7,3	7,1	7,0	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6
EV/EBITDA*	8,6	8,3	8,0	7,8	7,6	7,4	7,3	7,2	7,1	7,0	6,9
EV/EBIT*	11,8	11,7	11,4	11,1	10,8	10,6	10,4	10,3	10,2	10,1	9,9
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	146,1	151,3	157,6	163,9	170,4	176,9	183,2	189,5	196,0	202,5	209,1
EPS	27,6	27,3	28,1	28,8	29,5	30,1	30,4	30,7	31,0	31,3	31,7
CEPS	40,7	42,0	44,2	45,1	46,2	47,1	47,7	48,2	48,8	49,3	49,9
DPS	23,9	22,1	21,8	22,4	23,0	23,6	24,1	24,3	24,5	24,8	25,0
Payout ratio	96,5%	80,0%	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 330,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Krzysztof Pado**

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

**Krystian Brymora**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Bartosz Zieliński**

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

**Maciej Bąk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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	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.

**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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'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	0	0%	0	0%
Akumuluj	1	100%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	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 jakiegokolwiek 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 uwzględnił 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 poszczególne instrumenty 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 02.04.2019 roku (13:42 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.04.2019 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 wyczytane 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 powiązanimi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 02.04.2019 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 jakiegokolwiek 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.
- 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 jakiegokolwiek 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.