



Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

W 2017 i 2018 roku kurs Seleny FM znajdował się w mocnym trendzie spadkowym. Wynik finansowy spółki ciążyła m.in. presja kosztowa dotycząca podstawowych surowców oraz wynagrodzeń. Zwracamy jednocześnie uwagę, że spółka od 3Q'18 zaczęła poprawiać w ujęciu r/r marżę brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się, że trend ten zostanie podtrzymany w najbliższych kwartałach. Pomóc w tym powinien spadek cen podstawowych surowców. Zwracamy uwagę m.in. na wyraźne obniżenie ceny MDI, głównego surowca do produkcji pian (w Chinach ceny wróciły do poziomów z 2016 roku, natomiast w Europie co najmniej do poziomów z 1H'17). Spodziewamy się, że w 2019 roku efekt powinien wspomagać wyniki Seleny FM. Spółka wyceniana jest obecnie na poziomie EV/EBITDA=4-5x. Historycznie takie poziomy były dobrym momentem do zakupów akcji spółki. W tej sytuacji zmieniamy nasze zalecenie na Kupuj (ze Sprzedaj). Cenę docelową ustalamy na poziomie 14,4 PLN.

Rok 2017 i 1H'18 to okres bardzo trudnego otoczenia surowcowego dla Seleny FM. Cena MDI (podstawowy surowiec do produkcji pian, które są najpopularniejszą grupą produktów spółki), pomiędzy 4Q'16 a 1Q'18 wzrosła w Europie o blisko 60%. Przełożyło się to na wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży z 33% w 2016 roku do 29% w 2017 roku oraz dalszy spadek r/r w 1H'18. Od przełomu 2017/2018 ceny MDI w Europie ustabilizowały się na wysokich poziomach a następnie zaczęły stopniowo spadać. Według danych ICIS ceny MDI w Europie spadły w 1Q'19 do 1,3-1,5 EUR/kg (z ok. 2,7 EUR/kg rok temu). Presja cenowa powoli ustępuje także w grupie surowców do produkcji klejów czy uszczelnaczy. Niższe cen ropy powinny także sprzyjać sytuacji w grupie produktów bitumicznych. Okres 3Q'18 był pierwszym kwartałem od 3Q'16, w którym spółce udało się odnotować wzrost r/r marży brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się podtrzymania tej tendencji w kolejnych okresach.

W 2018 roku zakładamy EBITDA na poziomie 76 mln PLN (4Q'18 na poziomie porównywalnym r/r, uwzględniamy wyższe r/r saldo odpisów w końcówce roku – w 2018 roku zmienił się audytor). W 2019 roku spodziewamy się poprawy wyniku do 85 mln PLN. Z jednej strony zakładamy niższe ceny surowców (przy tym zwracamy uwagę, że nasze estymacje zakładają ok. 20% średnioroczny spadek MDI, tymczasem w 1Q'18 spadki są dużo głębsze), z drugiej przyjmujemy utrzymanie presji po stronie kosztów pracy oraz wzrost kosztów energii (aczkolwiek nie stanowią one istotnej pozycji w kosztach ogółem spółki). Zwracamy także uwagę, że w 2018 roku spółka podnosiła ceny produktów (w przeciwieństwie do części konkurencji), co pozwoliło już w 3Q'18 zanotować wzrost marży brutto r/r. W sytuacji braku presji po stronie surowcowej spółka może oddać część dodatkowej marży w postaci obniżek cen. Podkreślamy jednocześnie, że np. w okresie 2015-16, kiedy spółka także korzystała z niskiego poziomu cen surowców marża brutto ze sprzedaży wzrosła nawet do 32-33% (przy czym inna była wtedy sytuacja na rynku pracy).

W 2018 roku w spółce doszło do wielu zmian w zarządzie (związanych m.in. z odejściem na początku roku prezesa J-N Fourel'a a później śmiercią M. Macewicza). Obowiązki prezesa pełni obecnie główny akcjonariusz, K. Domarecki (z końcem 2017 roku spłacono na konto wszystkie należności z obligacji, które wyemitowała spółka zależna głównego właściciela). Bieżąca kapitalizacja Seleny FM to 217 mln PLN. Zadłużenie netto na koniec 3Q'18 wynosiło 159 mln PLN (po 4Q'18 powinno być sezonowo niższe). EBITDA za ostatnie cztery kwartały wyniosła ok. 76 mln PLN. Spółka wyceniana jest więc na bieżącym wskaźniku EV/EBITDA=5x. Historycznie takie poziomy były dobrym momentem do zakupów akcji spółki (szczegółowe wykresy prezentujemy na stronie 4.)

W raporcie za 3Q'18 spółka nie podała wpływu MSSF 16 na wyniki i bilans od 2019 roku. Na koniec 2017 roku zobowiązania z tytułu umów leasingu operacyjnego dotyczących powierzchni biurowych i magazynowych wynosiły ok. 25 mln PLN a koszty z tego tytułu sięgały ok 7 mln PLN/rok.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	1 013,8	1 178,7	1 215,2	1 254,0	1 287,1	1 315,3
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	333,0	342,7	350,9	370,1	378,2	386,6
Koszty SG&A [mln PLN]	262,4	291,0	291,6	303,5	311,5	318,3
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	70,6	51,7	59,3	66,6	66,7	68,3
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	-35,0	-8,3	-10,9	-10,0	-10,0	-10,0
EBITDA [mln PLN]	59,2	69,2	75,9	85,1	85,6	87,4
EBIT [mln PLN]	35,6	43,4	48,4	56,6	56,7	58,3
Wynik brutto [mln PLN]	44,8	16,2	29,3	45,0	46,1	49,1
Wynik netto [mln PLN]	32,0	6,8	21,4	33,7	34,5	36,8
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/E	6,7	31,6	10,1	6,4	6,3	5,9
EV/EBITDA	6,1	5,0	4,8	4,0	3,7	3,4
EV/EBIT	10,1	7,9	7,5	6,0	5,6	5,1

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: SPRZEDAJ)

WYCENA 14,4 PLN

25 LUTY 2019, 09:35 CEST

Wycena DCF [PLN]	14,0
Wycena porównawcza [PLN]	16,3
Wycena końcowa [PLN]	14,4
Potencjał do wzrostu / spadku	52,8%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,45
Kapitalizacja [mln PLN]	215,8
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	12,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,1
Stopa zwrotu za 3 mc	11,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-26,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-24,4%
Struktura akcjonariatu:	
AD Niva**	42,8%
Syrius Investments**	35,3%
Quercus TFI	6,0%
Pozostali	16,0%

**podmioty kontrolowane przez K. Domareckiego

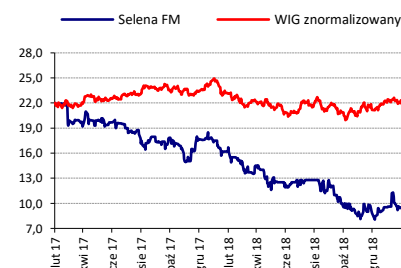
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	5
WYCENA PORÓWNAWCZA	8
OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE	9
PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 4Q'18 I KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

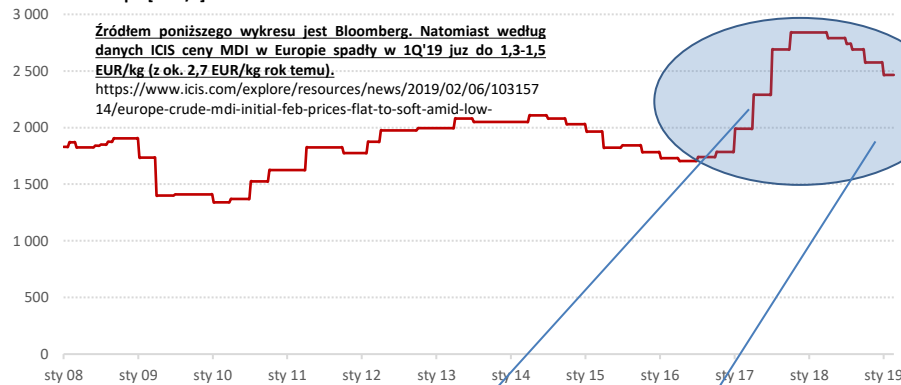
Wycena spółki Selena FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 16,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 14,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 14,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	14,0
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	16,3
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	13,7
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	18,9
Wycena 1 akcji Selena FM [PLN]		14,4

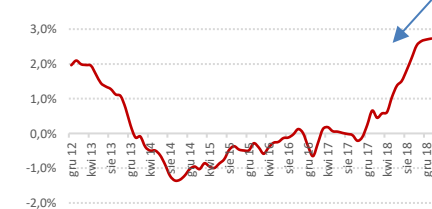
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Cena MDI Europa [EUR/t]



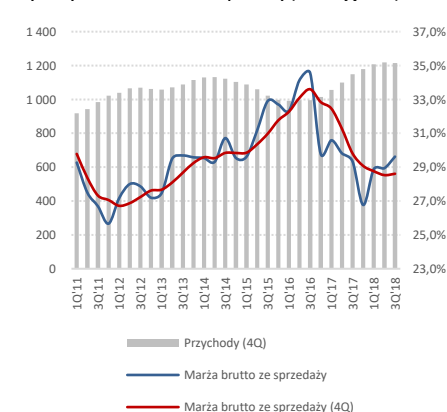
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zmiana indeksu cen chemii budowlanej w Polsce r/r (średnia 12M)



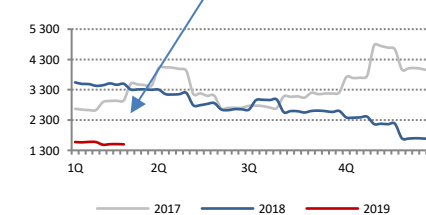
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



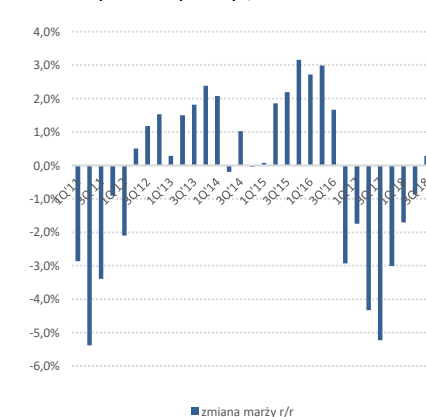
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ceny MDI Chin r/r [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

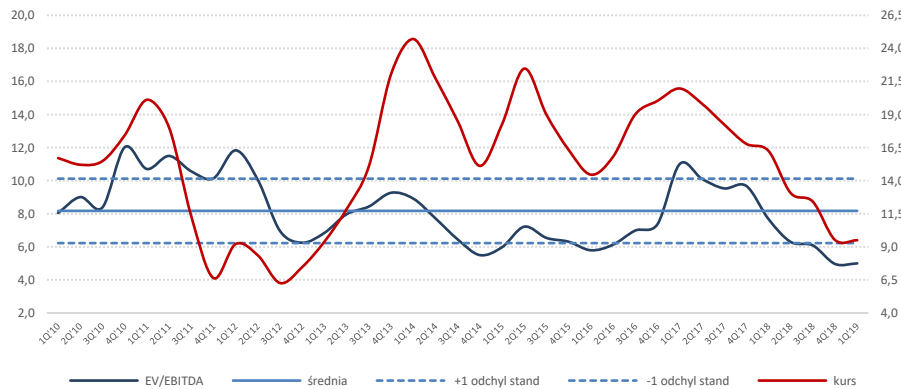
Zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce).
- Rok 2017 i 1H'18 to okres bardzo trudnego otoczenia surowcowego dla Selena FM. Dynamicznie wzrosty notował m.in. podstawowy surowiec do produkcji pian (najpopularniejsza grupa produktów spółki), MDI – pomiędzy 4Q'16 a 1Q'18 cena wzrosła w Europie o blisko 60%.
- Szacujemy, że koszt MDI może stanowić ok 1/3 w koszcie wytworzenia pian, które z kolei mogą generować ok. 1/4 sprzedaży spółki.
- Wzrost cen surowców przełożył się na wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży z 33% w 2016 roku do 29% w 2017 roku oraz dalszy spadek r/r w 1H'18 (<29%)
- Od przełomu 2017/2018 ceny MDI w Europie ustabilizowały się na wysokich poziomach a następnie zaczęły stopniowo spadać. Wcześniej wyraźnie obniżyły się już ceny w Chinach, które obecnie wróciły do poziomów z 2016 roku (historycznie ceny w Chinach cechują się większą amplitudą wahań niż w Europie, kierunek ruchu jest przy tym bardzo zbliżony).
- Presja na wyższy cen stopniowo ustępuje także w grupie surowców do produkcji klejów czy uszczelnaczy. Niższe cen ropy powinny także sprzyjać sytuacji w grupie produktów bitumicznych
- Zwracamy także uwagę, że przy wymagającym rynku wzrosty w ostatnim roku notował Indeks cen PSB dla chemii budowlanej, co pozwalało częściowo neutralizować presję kosztową.
- Spadek marży brutto ze sprzedaży stopniowo wyhamował. 3Q'18 był pierwszym kwartałem od 3Q'16, w którym udało się odnotować wzrost r/r marży brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się podtrzymanie tej tendencji w kolejnych okresach.

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



Bieżąca EV/EBITDA spółki za poprzednie cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 1Q'18-4Q'18P) wynosi 5,0x (przy założeniu średniorocznego długu netto za ten okres). Historycznie rzecz spoglądając jest to relatywnie tanio. Średnia za okres notowań spółki od 2010 roku to 8,2x (okres 2008-09 wyłączyliśmy z obliczeń ze względu na duże rozchwianie kursu i wyników – jednak średnia wychodzi bardzo podobna – 8,1x). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 6,2x. Historycznie już poziomy w okolicach 6x przynosiły dobry moment na zakup akcji spółki.

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 1Q'19 – kurs bieżący
Zachowanie kursu a EV/EBITDA(4Q do przodu łącznie z bieżącym)



Podobne ćwiczenie wykonaliśmy także dla estymacji EBITDA na przyszłe cztery kwartały (licząc z bieżącym – w takim układzie obecnie jest to 1Q'19P-4Q'19P). Tak liczona EV/EBITDA spółki na kolejne cztery kwartały wynosi 4,3x. Historycznie rzecz spoglądając także jest to relatywnie tanio. Średnia za okres 2010-2018 to 8,1x (8,5x za cały okres pobytu spółki na GPW). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 4,7x

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 1Q'19 – kurs bieżący

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2018 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,22 mld PLN. W kolejnych dwóch latach zakładamy wzrost do 1,25-1,3 mld PLN. Zwracamy uwagę, że popytowi na produkty spółki powinien sprzyjać m.in. moment cyklu budowlanego w Polsce (materiały wykończeniowe).
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że >50% mogą stanowić „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Przy załamaniu cen ropy w 2008/09 roku spółka była w stanie zwiększyć marżę nawet o kilka punktów r/r (34% w 2009 roku). W kolejnych latach marża wyraźnie spadła (w latach 2011-12 nawet do 27-28%), gdy spółka nie była w stanie nadążyć za odbiciem cen surowców, jednocześnie dokonano wtedy mało trafnych akwizycji. W okresie 2015/16, przy niskich cenach ropy, spółka znów była w stanie wygenerować wysokie marże (32-33%). Okres 2017-1H'18 to kolejny słaby okres dla rentowności brutto ze sprzedaży (spadek w okolicach 29%). Spodziewamy się, że widoczne obecnie tendencje spadkowe na cenach surowców powinny pozwolić spółce znów odbudować marżę. Nasze założenia w modelu są w tym zakresie raczej konserwatywne. Jeśli ziszczy się scenariusz spadku cen MDI w Europie do poziomów z 2016 roku (co już stało się w Chinach) – marże powinny być wyraźnie wyższe niż w naszym modelu. Jednocześnie zwracamy uwagę, że od okresu 2015/16 wyraźnie zmieniła się sytuacja na rynku pracy, co w naszej opinii będzie częściowo tłumić efekt surowcowy.
- Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.
- Estymujemy, że rentowność EBITDA w będzie oscylować w okolicach 6,2% w 2018 roku i 6,6-6,8% w kolejnych latach (zakładamy przy tym z ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie ok. -10 mln PLN w długim terminie). Średnioważona marża w okresie 2011-17 (czyli w okresie gdy spółka przekroczyła pułap 1,0 mld PLN sprzedaży) wyniosła 6,1%. Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych na bazie wykorzystania systemu ERP czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych w Rumunii, Turcji czy w Chinach (a także nadal w Hiszpanii).
- Cykl konwersji gotówki przyjmujemy na poziomie 83 dni w długim terminie (nieco wyżej niż w 2017 roku; w ostatnich latach wahał się w przedziale 62-92 dni w ujęciu rocznym).
- Przyjmujemy CAPEX w horyzoncie szczegółowej prognozy na poziomie minimalnie wyższym od amortyzacji (podobnie jak średnio w poprzednich kilku latach). Zwracamy uwagę, że spółka dysponuje niewykorzystanym potencjałem w części obszarów – Hiszpania, Chiny, Rumunia.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 25%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na prognozowanym poziomie na koniec 2018 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 22,8 mln akcji, a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 25 lutego 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 319 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 14,0 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 254,0	1 287,1	1 315,3	1 340,8	1 363,4	1 383,5	1 400,8	1 416,1	1 431,5	1 447,2
EBIT [mln PLN]	56,6	56,7	58,3	59,7	61,0	62,1	63,1	64,0	64,8	65,7
Stopa podatkowa	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,1	14,2	14,6	14,9	15,3	15,5	15,8	16,0	16,2	16,4
NOPLAT [mln PLN]	42,4	42,5	43,7	44,8	45,8	46,6	47,3	48,0	48,6	49,3
Amortyzacja [mln PLN]	28,5	28,9	29,1	29,4	29,6	29,8	30,0	30,1	30,3	30,4
CAPEX [mln PLN]	-29,3	-29,4	-29,6	-29,7	-29,9	-30,0	-30,2	-30,3	-30,4	-30,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-2,6	-7,9	-6,8	-6,1	-5,4	-4,8	-4,2	-3,7	-3,7	-3,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,5
FCF [mln PLN]	39,1	34,0	36,5	38,3	40,0	41,5	43,0	44,1	44,8	18,6
DFCF [mln PLN]	36,4	29,0	28,5	27,4	26,1	24,7	23,3	21,8	20,1	18,6
Suma DFCF [mln PLN]	255,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	511,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	208,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	464,6									
Dług netto 2018P [mln PLN]	145,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	319,3									
Ilość akcji [mln szt.]	22,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14,0									
Przychody zmiana r/r	3,2%	2,6%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	16,9%	0,2%	2,8%	2,5%	2,1%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%
FCF zmiana r/r	-	-13,0%	7,4%	4,9%	4,5%	3,7%	3,5%	2,7%	1,4%	1,6%
Marża EBITDA	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	4,5%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża NOPLAT	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
CAPEX / Amortyzacja	102,6%	102,0%	101,5%	101,2%	100,9%	100,8%	100,6%	100,6%	100,5%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,6%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *uwzględnia zrealizowane różnice kursowe

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	81,7%	84,1%	86,5%	88,8%	91,0%	93,2%	95,4%	97,6%	99,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału obcego	18,3%	15,9%	13,5%	11,2%	9,0%	6,8%	4,6%	2,4%	1,0%	0,0%
WACC	8,9%	9,1%	9,2%	9,3%	9,5%	9,6%	9,7%	9,9%	9,9%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	15,3	16,4	17,7	19,4	21,6	24,6	29,0	35,8	48,2
	0,8	14,3	15,2	16,4	17,8	19,7	22,1	25,6	30,8	39,4
	0,9	13,3	14,1	15,1	16,4	18,0	20,0	22,8	26,9	33,2
	1,0	12,4	13,2	14,1	15,1	16,5	18,2	20,5	23,7	28,5
	1,1	11,7	12,3	13,1	14,0	15,2	16,6	18,5	21,1	24,9
	1,2	10,9	11,5	12,2	13,0	14,0	15,2	16,8	19,0	21,9
	1,3	10,2	10,8	11,4	12,1	12,9	14,0	15,4	17,1	19,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	15,1	16,1	17,4	19,1	21,2	24,1	28,3	34,7	46,2
	4%	12,8	13,6	14,5	15,6	17,0	18,9	21,4	24,9	30,2
	5%	10,9	11,5	12,2	13,0	14,0	15,2	16,8	19,0	21,9
	6%	9,4	9,8	10,3	10,9	11,6	12,5	13,6	15,0	16,8
	7%	8,1	8,4	8,8	9,3	9,8	10,4	11,2	12,2	13,4
	8%	7,0	7,3	7,6	7,9	8,3	8,8	9,3	10,0	10,9
	9%	6,0	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,8	8,3	8,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	29,2	27,2	25,5	23,9	22,5	21,2	20,0	18,9	18,0
	4%	24,9	22,9	21,2	19,7	18,3	17,0	15,9	14,9	14,0
	5%	21,6	19,7	18,0	16,5	15,2	14,0	12,9	12,0	11,1
	6%	18,9	17,0	15,4	14,0	12,7	11,6	10,7	9,8	9,0
	7%	16,7	14,9	13,3	12,0	10,8	9,8	8,9	8,1	7,4
	8%	14,9	13,1	11,6	10,4	9,3	8,3	7,5	6,7	6,0
	9%	13,3	11,6	10,2	9,0	8,0	7,1	6,3	5,6	4,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 371 mln PLN, czyli 16,3 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		16,3
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	13,7
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	18,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Ferro	6,6	6,4	6,3	5,6	5,4	5,2
Śnieżka	16,4	15,7	15,4	11,0	10,2	9,6
Megaron	7,8	7,5	7,3	5,6	5,3	5,0
Mediana	7,8	7,5	7,3	5,6	5,4	5,2
Selena FM	6,4	6,3	5,9	4,0	3,7	3,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-17,5%	-16,9%	-19,7%	-29,7%	-30,4%	-33,7%
Wycena wg wskaźnika	11,5	11,4	11,8	15,7	15,6	16,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		11,5			15,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	13,7					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

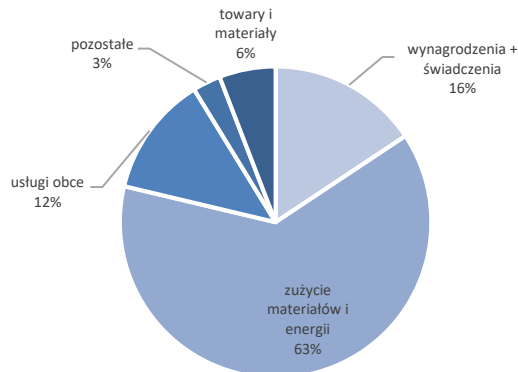
Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Henkel	16,1	15,3	14,5	10,3	9,6	8,8
Uzin Utz	13,7	10,7	10,0	8,1	6,6	5,0
Sika	22,7	19,5	17,7	15,6	13,0	11,7
Sto SE & Co	10,0	9,2	9,1	3,9	3,4	2,7
Saint Gobain	10,0	9,1	8,4	5,5	5,1	4,9
Mediana	13,7	10,7	10,0	8,1	6,6	5,0
Selena FM	6,4	6,3	5,9	4,0	3,7	3,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-53,2%	-41,8%	-41,6%	-50,8%	-43,5%	-32,2%
Wycena wg wskaźnika	20,2	16,2	16,2	24,7	20,3	15,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		17,5			20,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	18,9					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE

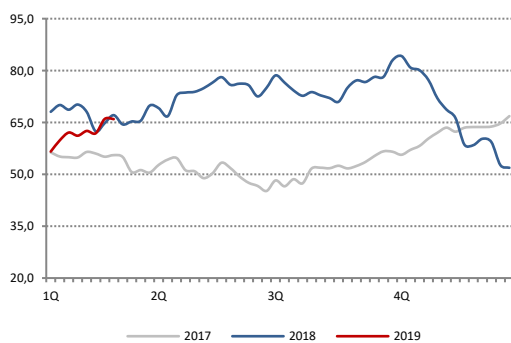
Struktura kosztów rodzajowych (bez amortyzacji) – skonsolidowane



Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2017

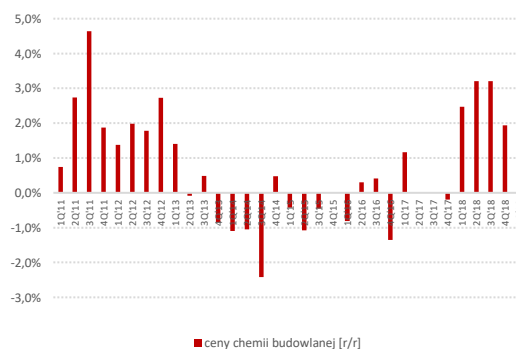
- Rok 2015 i większość 2016 to okres korzystnych dla Seleny FM cen MDI i wielu innych grup surowcowych, co przełożyło się na wysoki poziom marży brutto ze sprzedaży (34-35% w 2-3Q'16).
- Od końcówki 2016 roku Seleny FM musiała mierzyć się ze wzrostem cen surowców chemicznych czy materiałów do produkcji opakowań, spowodowanym m.in. ograniczeniem ich dostępności (np. awarie ograniczające dostępność MDI przez Wanhua Chemical, Covestro czy BorsodChem, ograniczenie działalności Dow Chemical w obszarze polioli oraz Momentive w obszarze silikonów acetoxy i polimerów), wzrostem cen ropy i wysokim popytem.
- Od przełomu 2017/2018 ceny MDI w Europie ustabilizowały się na wysokich poziomach a następnie zaczęły stopniowo spadać. Wcześniej wyraźnie obniżyły się już ceny w Chinach, które obecnie wróciły do poziomów z 2016 roku (historycznie ceny w Chinach cechują się większą amplitudą wahań niż w Europie, kierunek ruchu jest przy tym bardzo zbliżony). Spadek cen spowodowany jest m.in. wzrostem dostępności surowca (brak większych przestojów, uruchomienie nowej fabryki przez Sadarę) oraz spadkiem popytu (wysokie ceny MDI skłoniły część odbiorców, np. z branży ociepleń budynków, do stosowania alternatywnych rozwiązań).
- Presja na wyższe ceny stopniowo ustępuje także w grupie surowców do produkcji klejów czy uszczelnaczy (np. silikon). Niższe ceny ropy powinny także sprzyjać sytuacji w grupie produktów bitumicznych
- Zwracamy także uwagę, że przy wymagającym rynku wzrosty w ostatnim roku notował Indeks cen PSB dla chemii budowlanej, co pozwalało częściowo neutralizować presję kosztową.
- Spadek marży brutto ze sprzedaży stopniowo wyhamował. 3Q'18 był pierwszym kwartałem od 3Q'16, w którym udało się odnotować wzrost r/r marży brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się podtrzymanie tej tendencji w kolejnych okresach.

Cena ropy Brent [USD/bbl]



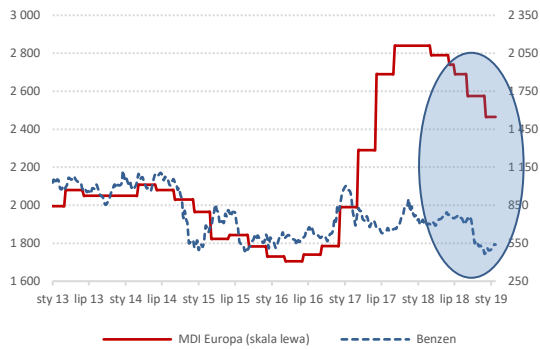
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce – zmiana cen r/r



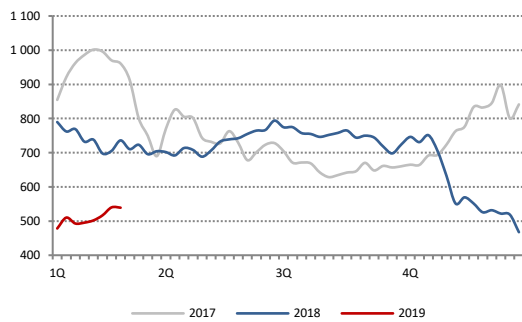
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 1Q'19 = styczeń

Cena MDI Europa vs cena benzenu [EUR/t]



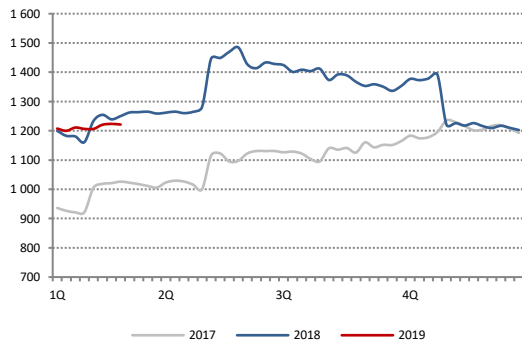
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena benzenu [EUR/t]



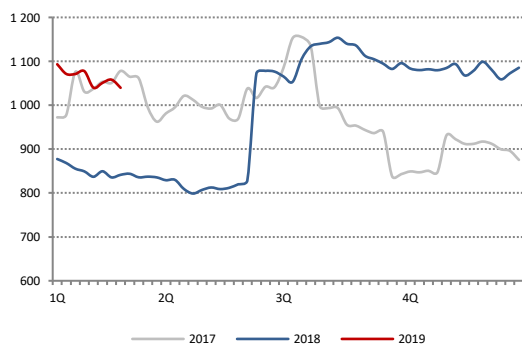
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI

Octan winylu Europa [EUR/t]



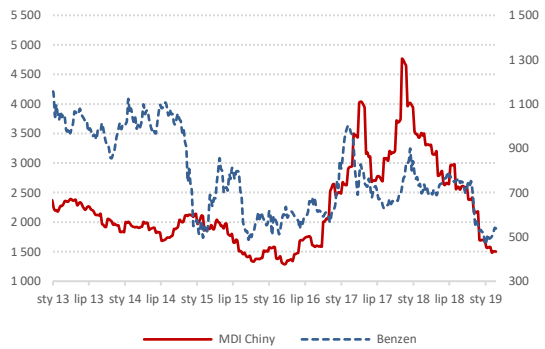
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]



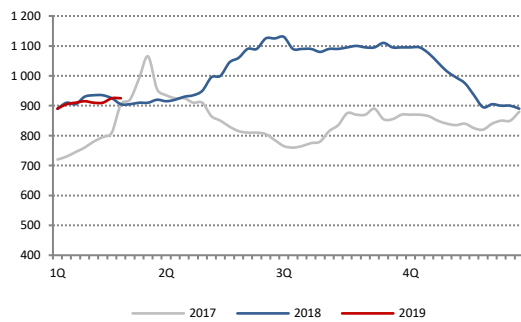
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena MDI Chiny vs cena benzenu [EUR/t]



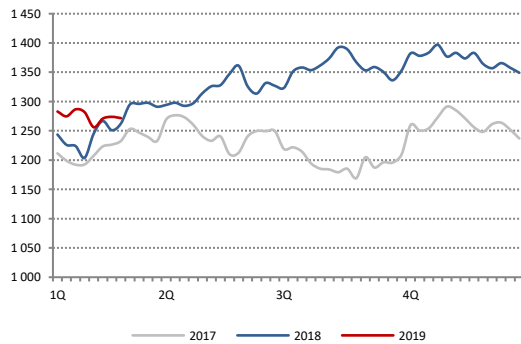
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena propylenu [EUR/t]



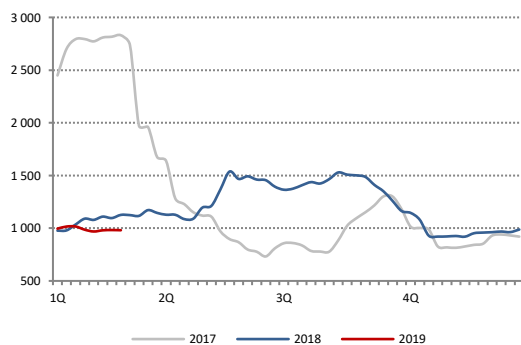
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych składników do produkcji polioli

Kwas akrylowy Europa [EUR/t]



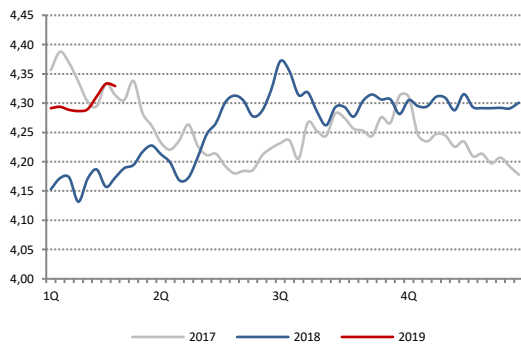
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Butadien Korea [EUR/t]



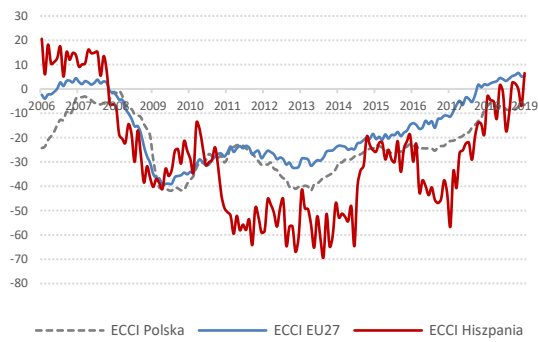
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



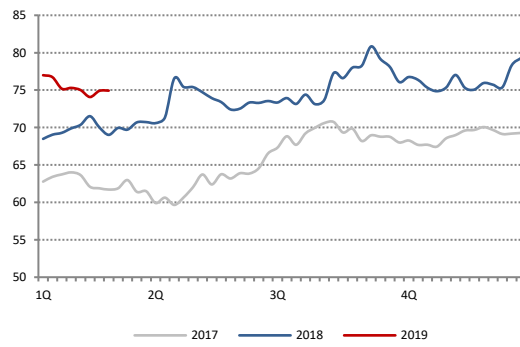
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik zaufania w budownictwie



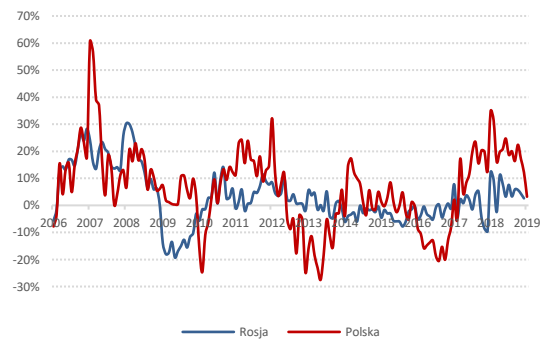
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

EUR/RUB



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja budowlana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 4Q'18 I KOLEJNE OKRESY

Wybrane dane historyczne oraz prognozy wg segmentów* [mln PLN]

[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	4Q'18P
Przychody	185,8	272,7	300,6	238,8	178,7	277,3	301,0	256,8	220,1	321,0	350,2	287,3	248,2	332,3	347,0	287,7
Polska*	78,0	105,4	127,8	81,3	73,3	113,7	123,4	87,2	87,4	120,6	134,3	95,0	89,5	122,7	133,2	94,9
pozostałe kraje UE	48,9	57,5	53,1	52,1	52,0	63,7	63,4	57,6	56,8	80,0	79,1	73,0	78,3	94,7	92,7	81,2
Europa Wschodnia i Azja	46,0	95,5	105,6	89,1	39,5	81,2	95,6	93,5	59,6	102,8	117,1	103,4	64,9	97,3	103,9	97,4
Ameryka Pn. i Pld.	12,9	14,2	14,0	16,3	13,9	18,8	18,6	18,4	16,3	17,7	19,8	15,9	15,6	17,5	17,2	14,2
zmiana r/r	-7,2%	-9,9%	-10,9%	-9,2%	-3,8%	1,7%	0,2%	7,5%	23,2%	15,8%	16,3%	11,9%	12,8%	3,5%	-0,9%	0,1%
Polska*	-11,4%	-17,8%	-0,4%	-26,3%	-6,1%	7,9%	-3,4%	7,2%	19,3%	6,1%	8,8%	8,9%	2,3%	1,8%	-0,8%	-0,1%
pozostałe kraje UE	3,1%	2,3%	-24,4%	65,2%	6,5%	10,6%	19,4%	10,6%	9,1%	25,6%	24,7%	26,6%	37,9%	18,4%	17,2%	11,2%
Europa Wschodnia i Azja	-13,8%	-9,4%	-16,7%	-17,6%	-14,2%	-15,0%	-9,5%	4,9%	51,1%	26,6%	22,5%	10,7%	8,8%	-5,3%	-11,3%	-5,8%
Ameryka Pn. i Pld.	13,7%	10,3%	16,7%	24,8%	8,3%	31,9%	32,3%	13,1%	17,0%	-5,9%	6,5%	-13,8%	-4,3%	-0,9%	-13,1%	-10,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	55,0	85,0	98,9	78,1	57,8	94,7	104,1	76,4	67,3	95,7	102,7	76,9	71,7	96,2	102,8	80,3
marża	29,6%	31,2%	32,9%	32,7%	32,3%	34,1%	34,6%	29,8%	30,6%	29,8%	29,3%	26,8%	28,9%	28,9%	29,6%	27,9%
Koszty sprzedaży	38,7	43,1	44,4	42,5	38,7	46,3	47,9	47,5	44,0	51,8	49,1	47,9	44,2	50,2	51,5	48,5
/przychody	20,8%	15,8%	14,8%	17,8%	21,7%	16,7%	15,9%	18,5%	20,0%	16,1%	14,0%	16,7%	17,8%	15,1%	14,8%	16,9%
Koszty zarządu	20,2	19,7	17,7	17,1	19,3	19,2	21,5	22,0	22,8	24,8	25,0	25,5	24,9	24,8	21,9	25,6
/przychody	10,9%	7,2%	5,9%	7,2%	10,8%	6,9%	7,1%	8,6%	10,4%	7,7%	7,1%	8,9%	10,0%	7,5%	6,3%	8,9%
Saldo PPO/PKO	-3,9	-3,9	-3,2	-3,6	-3,7	-8,2	-3,4	-19,7	-2,7	0,4	-2,9	-3,0	-1,8	-3,2	-0,1	-5,9
/przychody	-2,1%	-1,4%	-1,1%	-1,5%	-2,1%	-3,0%	-1,1%	-7,7%	-1,2%	0,1%	-0,8%	-1,1%	-0,7%	-0,9%	0,0%	-2,0%
EBIT	-7,8	18,2	33,6	14,9	-4,0	21,0	31,2	-12,6	-2,2	19,4	25,8	0,4	0,7	18,0	29,3	0,4
marża	-4,2%	6,7%	11,2%	6,2%	-2,2%	7,6%	10,4%	-4,9%	-1,0%	6,0%	7,4%	0,2%	0,3%	5,4%	8,4%	0,1%
EBITDA	-1,6	24,6	39,8	20,7	1,6	26,2	37,5	-6,0	3,7	26,0	32,6	6,8	7,6	25,0	36,4	6,9
UE**	16,5	39,0	42,4	31,0	23,4	56,4	46,2	19,1	18,7	63,7	46,1	52,8	34,9	54,5	52,3	54,0
Europa Wschodnia i Azja	-0,4	7,1	12,2	7,3	-0,3	3,0	6,7	-1,9	3,2	12,9	8,4	4,3	3,1	7,4	10,1	5,2
Ameryka Pn. i Pld.	0,7	0,9	0,9	-0,6	0,8	0,4	1,5	-0,5	0,2	1,1	1,0	0,3	0,1	0,6	0,8	0,2
Nieprzyzysane	-18,4	-22,3	-15,7	-17,0	-22,3	-33,6	-16,9	-22,7	-18,3	-51,7	-22,9	-50,5	-30,5	-37,4	-26,9	-52,5
marża EBITDA	-0,8%	9,0%	13,2%	8,7%	0,9%	9,5%	12,4%	-2,3%	1,7%	8,1%	9,3%	2,4%	3,1%	7,5%	10,5%	2,4%
UE	13,0%	23,9%	23,4%	23,2%	18,7%	31,8%	24,7%	13,2%	13,0%	31,8%	21,6%	31,4%	20,8%	25,0%	23,2%	30,7%
Europa Wschodnia i Azja	-0,8%	7,5%	11,6%	8,2%	-0,8%	3,7%	7,0%	-2,0%	5,3%	12,5%	7,2%	4,2%	4,7%	7,6%	9,7%	5,3%
Ameryka Pn. i Pld.	5,5%	6,0%	6,7%	-3,7%	5,7%	2,4%	8,2%	-2,6%	1,1%	6,1%	5,2%	1,6%	0,9%	3,3%	4,9%	1,6%
Nieprzyzysane	-9,9%	-8,2%	-5,2%	-7,1%	-12,5%	-12,1%	-5,6%	-8,9%	-8,3%	-16,1%	-6,5%	-17,6%	-12,3%	-11,3%	-7,7%	-18,3%

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

Prognozy wyników na 4Q'2018

	4Q'17	4Q'18P	zmiana r/r	2017	2018P	zmiana r/r
Przychody	287,3	287,7	0,1%	1 178,7	1 215,2	3,1%
Wynik brutto na sprzedaży	76,9	80,3	4,4%	342,7	350,9	2,4%
Zysk na sprzedaży	3,5	6,2	80,0%	51,7	59,3	14,7%
PPO/PKO	-3,0	-5,9	-	-8,3	-10,9	31,6%
EBITDA	6,8	6,9	0,2%	69,2	75,9	9,7%
EBIT	0,4	0,4	-19,3%	43,4	48,4	11,4%
Zysk brutto	-5,4	-2,8	-	16,2	29,3	80,7%
Zysk netto	-5,2	-2,2	-	6,8	21,4	213,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	26,8%	27,9%		29,1%	28,9%	
Marża EBITDA	2,4%	2,4%		5,9%	6,2%	
Marża EBIT	0,2%	0,1%		3,7%	4,0%	
Marża zysku netto	-1,8%	-0,8%		0,6%	1,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika sprzedaży w ostatnich kwartałach wyraźnie wyhamowała. Wcześniej wzrosty były podyktowane m.in. dobrą koniunkturą, efektem akwizycji we Włoszech i zwiększaniem produkcji w Chinach. W 4Q'18 spodziewamy się ok 288 mln PLN sprzedaży, czyli na poziomie porównywalnym r/r. Sezonowo 4Q, to najślabszy kwartał obok 1Q.

Okres 3Q'18 przyniósł pierwszą od 2 lat poprawę marży brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się, że końcówka roku także będzie lepsza r/r. Zwracamy uwagę, że od 2Q'18 europejskie ceny MDI (podstawowy surowiec do produkcji pian) zaczęły się powoli, ale systematycznie obniżać (jednocześnie bardzo duża skala przeceny widoczna jest na surowcu w Chinach). Stabilizuje się także sytuacja na surowcach do produkcji silikonów. Spółka wprowadza podwyżki cen, aczkolwiek konkurencja nie ułatwia w tym zakresie działania. Na poziomie EBITDA w 4Q'18 spodziewamy się porównywalnego wyniku r/r (przy założeniu, że saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniesie ok. -5-6 mln PLN, końcówka roku przyniosła słabsze otoczenie

makroekonomiczne, co każe nam dość ostrożnie podejść do tej pozycji). Na ostateczny obraz może rzutować „tradycyjnie” kwestia odpisów – spółka ma nowego audytora (Pwc), nowy zarząd, a wrażliwą kwestią pozostają aktywa m.in. w Rumunii, Turcji czy Kazachstanie. Na saldzie finansowym zakładamy niewielki ujemny wynik na różnicach kursowych. W konsekwencji oczekujemy wyniku netto poniżej 0 mln PLN, ale lepiej niż rok temu.

Prognozy 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	220,1	321,0	350,2	287,3	1 178,7	248,2	332,3	347,0	287,7	1 215,2	255,6	340,6	359,2	298,6	1 254,0
zmiana r/r	23,2%	15,8%	16,3%	11,9%	16,3%	12,8%	3,5%	-0,9%	0,1%	3,1%	3,0%	2,5%	3,5%	3,8%	3,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	67,3	95,7	102,7	76,9	342,7	71,7	96,2	102,8	80,3	350,9	74,3	101,1	109,1	85,5	370,1
SG&A	66,8	76,7	74,0	73,5	291,0	69,1	75,0	73,4	74,1	291,6	71,2	76,9	76,0	79,4	303,5
Saldo PPO/PKO	-2,7	0,4	-2,9	-3,0	-8,3	-1,8	-3,2	-0,1	-5,9	-10,9	-1,5	-2,5	-1,5	-4,5	-10,0
EBITDA	3,7	26,0	32,6	6,8	69,2	7,6	25,0	36,4	6,9	75,9	8,8	29,0	38,9	8,4	85,1
zmiana r/r	140,6%	-0,9%	-12,9%	-213,7%	16,8%	103,2%	-3,7%	11,6%	0,2%	9,7%	15,6%	16,0%	7,0%	22,3%	12,2%
EBIT	-2,2	19,4	25,8	0,4	43,4	0,7	18,0	29,3	0,4	48,4	1,7	21,7	31,6	1,6	56,6
Saldo finansowe	-4,5	-12,3	-5,2	-5,8	-27,7	-4,4	-0,6	-11,4	-3,2	-19,6	-1,9	-3,3	-3,5	-3,4	-12,1
Zysk (strata) brutto	-6,7	7,6	20,6	-5,4	16,2	-3,6	17,9	17,9	-2,8	29,3	-0,3	18,8	28,1	-1,7	45,0
Zysk (strata) netto	-8,6	3,6	16,9	-5,2	6,8	-4,2	15,1	12,7	-2,2	21,4	-0,2	14,1	21,1	-1,3	33,7
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,6%	29,8%	29,3%	26,8%	29,1%	28,9%	28,9%	29,6%	27,9%	28,9%	29,1%	29,7%	30,4%	28,6%	29,5%
S&GA/przychody	30,4%	23,9%	21,1%	25,6%	24,7%	27,8%	22,6%	21,2%	25,8%	24,0%	27,8%	22,6%	21,2%	26,6%	24,2%
Marża EBITDA	1,7%	8,1%	9,3%	2,4%	5,9%	3,1%	7,5%	10,5%	2,4%	6,2%	3,4%	8,5%	10,8%	2,8%	6,8%
Marża EBIT	-1,0%	6,0%	7,4%	0,2%	3,7%	0,3%	5,4%	8,4%	0,1%	4,0%	0,6%	6,4%	8,8%	0,5%	4,5%
Marża zysku netto	-3,9%	1,1%	4,8%	-1,8%	0,6%	-1,7%	4,5%	3,7%	-0,8%	1,8%	-0,1%	4,1%	5,9%	-0,4%	2,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2017P	2017	2018P	2018P	2019P	2019P
	poprzednio*	raport	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	1 164,9	1 178,7	1,2%	1 233,4	1 215,2	-1,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	348,3	342,7	-1,6%	370,4	350,9	-5,3%
EBITDA	68,3	69,2	1,3%	76,6	75,9	-1,0%
EBIT	44,4	43,4	-2,2%	52,0	48,4	-6,9%
Zysk (strata) netto	14,5	6,8	-53,0%	32,3	21,4	-33,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,9%	29,1%		30,0%	28,9%	
Marża EBITDA	5,9%	5,9%		6,2%	6,2%	
Marża EBIT	3,8%	3,7%		4,2%	4,0%	
Marża zysku netto	1,2%	0,6%		2,6%	1,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 11.09.2017

W 2019 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,25 mld PLN (+3% r/r). Zwracamy uwagę, że popytowi na produkty spółki powinien sprzyjać m.in. moment cyklu budowlanego w Polsce (materiały wykończeniowe). Z drugiej strony globalne spowolnienie dynamik PKB może tłumaczyć wzrost sprzedaży na innych rynkach.

Zakładamy, że w 2019 roku systematycznie poprawiać będzie się marża brutto ze sprzedaży. Nasz scenariusz określamy jako raczej konserwatywny i uwzględniający ryzyka związane z kosztami pracy (bezpośrednio ok. 15% udział w relacji do przychodów) czy energii (aczkolwiek nie jest to istotna pozycja w kosztach ogółem spółki). W kwestii surowcowej podkreślamy głównie spadek cen MDI, używanego do produkcji pian (pozytywnie mogą zaskoczyć także spadki cen surowców w innych grupach produktowych). Szacujemy, że koszt MDI może stanowić ok 1/3 w koszcie wytworzenia pian, które z kolei mogą generować ok. 1/4 sprzedaży spółki. Spadek cen MDI o 20% r/r, może w takich warunkach dać 10-15 mln PLN oszczędności w skali roku (ceteris paribus). Według danych prezentowanych przez ICIS na początku 2019 roku ceny MDI są nawet o połowę niższe niż w 1Q'18. W naszym modelu marża brutto ze sprzedaży w 2019 założona jest na poziomie wyższym niż w 2017 i 2018 roku, ale nadal daleko jej do np. poziomów z lat 2015-16 (32-33%), kiedy spółka ostatni raz mogła korzystać z tanich surowców.

W 2017 roku Selena FM miała 69 mln PLN EBITDA. W 2018 roku zakładamy wzrost do blisko 76 mln PLN (po 1-3Q'18 poprawa wynosiła blisko +7 mln PLN r/r, w 4Q'18 ostrożniej niż rok wcześniej podchodzimy do salda pozostałej działalności operacyjnej). W 2019 roku prognozujemy EBITDA na poziomie 85 mln PLN, zakładając ujemne saldo pozostałej działalności na -10 mln PLN (przyjmujemy -11 mln PLN w 2018 roku).

Estymujemy, że rentowność EBITDA w kolejnych latach utrzyma się w granicach 6,5-7%. Jednocześnie spółka nadal ma rezerwy do poprawy efektywności. M.in. w 2018 roku doświadczono dużego wzrostu konkurencji

na rynku rosyjskim (przy obecnie niższych cenach surowca ten czynnik może stracić na znaczeniu), słabe wyniki generowano w Rumunii czy Brazylii, kryzys przeżywała Turcja. Nadal istnieją spore rezerwy w mocach produkcyjnych w Hiszpanii czy w Kazachstanie. Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów czy wyższej efektywności procesów produkcyjnych na bazie wykorzystania nowego systemu ERP.

Prognoza skonsolidowanych wyników na lata 2018-2028

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody*	1 103	998	1 014	1 179	1 215	1 254	1 287	1 315	1 341	1 363	1 384	1 401	1 416	1 432	1 447
Polska	454,9	392,5	397,6	437,3	440,3	456,7	466,4	472,6	478,3	483,8	489,1	494,3	499,3	504,5	509,6
pozostałe kraje UE	205,5	211,6	236,8	288,8	346,9	365,1	380,0	391,4	403,1	413,2	421,5	427,8	432,1	436,4	440,7
Europa Wschodnia i Azja	393,7	336,2	309,7	382,9	363,5	365,0	370,1	377,8	383,0	387,8	391,9	396,1	400,4	404,7	409,1
Ameryka Płn. i Płd.	49,3	57,5	69,8	69,7	64,5	67,2	70,6	73,5	76,4	78,7	81,1	82,7	84,3	86,0	87,7
zmiana r/r	-0,9%	-9,6%	1,6%	16,3%	3,1%	3,2%	2,6%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Polska	-2,8%	-13,7%	1,3%	10,0%	0,7%	3,7%	2,1%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
pozostałe kraje UE	1,9%	3,0%	11,9%	22,0%	20,1%	5,2%	4,1%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	-3,2%	-14,6%	-7,9%	23,7%	-5,1%	0,4%	1,4%	2,1%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Ameryka Płn. i Płd.	30,6%	16,5%	21,4%	-0,1%	-7,4%	4,2%	5,1%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	329,2	317,0	333,0	342,7	350,9	370,1	378,2	386,6	394,2	401,0	406,9	412,1	416,7	421,3	425,9
marża	29,8%	31,8%	32,8%	29,1%	28,9%	29,5%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%
Koszty sprzedaży	171,4	168,7	180,4	192,8	194,4	203,2	208,5	213,1	217,2	220,9	224,1	226,9	229,4	231,9	234,4
/przychody	15,5%	16,9%	17,8%	16,4%	16,0%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
Koszty zarządu	76,8	74,8	82,0	98,2	97,2	100,3	105,2	107,3	109,1	110,7	112,1	113,3	114,5	115,8	115,8
/przychody	7,0%	7,5%	8,1%	8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Saldo PPO/PKO	-15,3	-14,6	-35,0	-8,3	-10,9	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
/przychody	-1,4%	-1,5%	-3,5%	-0,7%	-0,9%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
EBITDA	90,5	83,6	59,2	69,2	75,9	85,1	85,6	87,4	89,1	90,6	91,9	93,1	94,1	95,1	96,1
marża	8,2%	8,4%	5,8%	5,9%	6,2%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
EBIT	65,6	58,9	35,6	43,4	48,4	56,6	56,7	58,3	59,7	61,0	62,1	63,1	64,0	64,8	65,7
marża	5,9%	5,9%	3,5%	3,7%	4,0%	4,5%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Saldo PF/KF	-38,1	-21,4	8,6	-27,7	-19,6	-12,1	-11,2	-9,7	-8,2	-6,8	-5,3	-3,9	-2,4	-1,2	-0,4
- w tym saldo różnic kurs.	-30,7	-17,8	16,2	-24,7	-13,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Wynik brutto	28,0	38,0	44,8	16,2	29,3	45,0	46,1	49,1	52,0	54,8	57,3	59,8	62,1	64,2	65,9
Wynik netto	20,8	26,8	32,0	6,8	21,4	33,7	34,5	36,8	39,0	41,0	43,0	44,8	46,6	48,1	49,4
Dług netto**	129,0	173,7	144,7	127,9	145,2	121,8	104,3	83,5	60,4	44,9	27,8	19,9	11,1	2,1	-7,0

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

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	313,5	313,7	314,9	316,0	316,9	317,8	318,6	319,3	320,0	320,7	321,4	322,1
Wartości niematerialne i prawne	55,5	53,1	51,0	49,0	47,3	45,7	44,3	42,9	41,8	40,7	39,7	38,8
Rzeczowe aktywa trwałe	220,8	222,9	225,8	228,3	230,5	232,4	234,1	235,7	237,1	238,3	239,5	240,4
Inwestycje długoterminowe	7,3	7,8	8,3	8,8	9,3	9,8	10,3	10,8	11,3	11,9	12,4	13,0
Pozostałe aktywa trwałe	37,2	37,7	38,2	38,7	39,2	39,7	40,2	40,7	41,2	41,8	42,3	42,9
Aktywa obrotowe	508,6	508,3	514,1	523,0	531,9	545,0	550,2	556,4	551,3	546,3	549,1	555,6
Zapasy	193,0	193,0	189,3	191,7	191,7	194,4	197,3	200,2	202,7	204,9	207,2	209,4
Należności krótkoterminowe	257,1	280,1	289,0	296,7	303,2	309,0	314,3	318,9	322,9	326,4	330,0	333,6
Inwestycje krótkoterminowe	58,5	35,2	35,7	34,7	37,0	41,6	38,7	37,3	25,7	14,9	12,0	12,6
- w tym środki pieniężne	52,9	29,6	30,2	29,1	31,4	36,0	33,1	31,7	20,1	9,4	6,4	7,0
Aktywa razem	822,2	822,0	829,0	839,0	848,8	862,8	868,7	875,7	871,3	867,0	870,6	877,6
Kapitał (fundusz) własny	422,2	436,8	463,7	489,7	517,9	547,7	569,3	591,7	604,3	617,3	630,5	643,8
Kapitał mniejszości	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	399,5	384,7	364,8	348,7	330,3	314,5	298,9	283,3	266,4	249,1	239,4	233,1
Zobowiązania oprocentowane	180,8	174,8	151,9	133,4	114,9	96,4	77,9	59,4	39,9	20,4	8,5	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	218,6	209,9	212,9	215,3	215,4	218,0	220,9	223,9	226,4	228,6	230,9	233,1
Pasywa razem	822,2	822,0	829,0	839,0	848,8	862,8	868,7	875,7	871,3	867,0	870,6	877,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	1 179	1 215	1 254	1 287	1 315	1 341	1 363	1 384	1 401	1 416	1 432	1 447
Koszty produktów, tow. i materiałów	836,0	864,2	883,9	908,9	928,7	946,6	962,5	976,6	988,7	999,4	1 010,3	1 021,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	342,7	350,9	370,1	378,2	386,6	394,2	401,0	406,9	412,1	416,7	421,3	425,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	291,0	291,6	303,5	311,5	318,3	324,5	330,0	334,8	339,0	342,7	346,4	350,2
Zysk (strata) na sprzedaży	51,7	59,3	66,6	66,7	68,3	69,7	71,0	72,1	73,1	74,0	74,8	75,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8,3	-10,9	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
EBITDA	69,2	75,9	85,1	85,6	87,4	89,1	90,6	91,9	93,1	94,1	95,1	96,1
EBIT	43,4	48,4	56,6	56,7	58,3	59,7	61,0	62,1	63,1	64,0	64,8	65,7
Saldo działalności finansowej	-27,7	-19,6	-12,1	-11,2	-9,7	-8,2	-6,8	-5,3	-3,9	-2,4	-1,2	-0,4
Inne pozycje	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Zysk (strata) brutto	16,2	29,3	45,0	46,1	49,1	52,0	54,8	57,3	59,8	62,1	64,2	65,9
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto*	6,8	21,4	33,7	34,5	36,8	39,0	41,0	43,0	44,8	46,6	48,1	49,4

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	-7,5	24,5	66,9	61,6	64,5	66,7	68,8	70,6	72,5	74,0	75,0	75,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	48,8	-27,0	-29,2	-29,3	-29,5	-29,6	-29,8	-29,9	-30,1	-30,3	-30,4	-30,5
Przepływy z działalności finansowej	-43,1	-20,9	-37,1	-33,3	-32,7	-32,5	-41,9	-42,1	-54,0	-54,5	-47,5	-44,8
Przepływy pieniężne netto	-1,8	-23,3	0,6	-1,1	2,3	4,6	-2,9	-1,4	-11,6	-10,7	-2,9	0,6
Środki pieniężne na początek okresu	54,7	52,9	29,6	30,2	29,1	31,4	36,0	33,1	31,7	20,1	9,4	6,4
Środki pieniężne na koniec okresu	52,9	29,6	30,2	29,1	31,4	36,0	33,1	31,7	20,1	9,4	6,4	7,0

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	3,1%	3,2%	2,6%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
EBITDA zmiana r/r	9,7%	12,2%	0,5%	2,2%	1,9%	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	11,4%	16,9%	0,2%	2,8%	2,5%	2,1%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%
Zysk netto zmiana r/r	213,9%	57,5%	2,4%	6,6%	6,0%	5,3%	4,7%	4,3%	3,9%	3,4%	2,7%
Marża brutto na sprzedaży	28,9%	29,5%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%
Marża EBITDA	6,2%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	4,0%	4,5%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża brutto	2,4%	3,6%	3,6%	3,7%	3,9%	4,0%	4,1%	4,3%	4,4%	4,5%	4,6%
Marża netto	1,8%	2,7%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%
COGS / przychody	71,1%	70,5%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%
SG&A / przychody	24,0%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%
SG&A / COGS	33,7%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
ROE	4,9%	7,3%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%
ROA	2,6%	4,1%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	5,1%	5,4%	5,5%	5,6%
Dług	174,8	151,9	133,4	114,9	96,4	77,9	59,4	39,9	20,4	8,5	0,0
D / (D+E)	21,3%	18,3%	15,9%	13,5%	11,2%	9,0%	6,8%	4,6%	2,4%	1,0%	0,0%
D / E	27,0%	22,4%	18,9%	15,7%	12,6%	9,9%	7,3%	4,8%	2,4%	1,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	16,5%	13,0%	11,3%	9,6%	8,0%	6,4%	5,0%	3,5%	2,1%	1,0%	0,3%
Dług / kapitał własny	40,0%	32,7%	27,2%	22,2%	17,6%	13,7%	10,0%	6,6%	3,3%	1,4%	0,0%
Dług netto	145,2	121,8	104,3	83,5	60,4	44,9	27,8	19,9	11,1	2,1	-7,0
Dług netto / kapitał własny	33,3%	26,3%	21,3%	16,1%	11,0%	7,9%	4,7%	3,3%	1,8%	0,3%	-1,1%
Dług netto / EBITDA	1,9	1,4	1,2	1,0	0,7	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1
Dług netto / EBIT	3,0	2,2	1,8	1,4	1,0	0,7	0,4	0,3	0,2	0,0	-0,1
EV	361,0	337,5	320,1	299,3	276,2	260,6	243,5	235,6	226,9	217,9	208,8
Dług / EV	48,4%	45,0%	41,7%	38,4%	34,9%	29,9%	24,4%	17,0%	9,0%	3,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
CAPEX / Amortyzacja	99,0%	102,6%	102,0%	101,5%	101,2%	100,9%	100,8%	100,6%	100,6%	100,5%	100,2%
Amortyzacja / Przychody	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Zmiana KO / Przychody	3,6%	0,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	120,3%	6,6%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Wskaźniki rynkowe	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
P/E*	10,1	6,4	6,3	5,9	5,5	5,3	5,0	4,8	4,6	4,5	4,4
P/BV*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
P/CE*	4,4	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7
EV/EBITDA*	4,8	4,0	3,7	3,4	3,1	2,9	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2
EV/EBIT*	7,5	6,0	5,6	5,1	4,6	4,3	3,9	3,7	3,5	3,4	3,2
EV/S*	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
BVPS	19,2	20,3	21,5	22,7	24,0	25,0	25,9	26,5	27,1	27,6	28,2
EPS	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2
CEPS	2,1	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5
DPS	0,30	0,30	0,37	0,38	0,40	0,85	0,90	1,41	1,47	1,53	1,58
Payout ratio	100,4%	32,0%	25,0%	25,0%	25,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 9,45 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](#)

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Wojciech Szlęzak

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: wojciech.szlezak@bdm.pl

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	14,4	sprzedaj	15,4	25.02.2019	09:35 CEST	9,45	60 454
sprzedaj	15,4	kupuj	21,3	11.09.2017	11:55 CEST	19,7	64 990
kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49 CEST	17,05	45 246
kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849
trzymaj	22,3	kupuj	26,4	6.07.2015		20,3	52 467
kupuj	26,4	zawieszona	-	16.02.2015		18,3	52 561
zawieszona	-	akumuluj	19,3	9.08.2012		5,83	41 254
akumuluj	19,3	trzymaj	20,5	13.06.2011		16,51	49 121
trzymaj	20,5	redukuj	17,0	6.04.2011		19,64	50 248
redukuj	17,0	akumuluj	17,0	10.12.2010		18,45	47 398
akumuluj	17,0	kupuj	14,3	7.04.2010		15,1	43 500
kupuj	14,3	kupuj	18,7	15.10.2009		11,5	37 300
kupuj	18,7	-	-	30.07.2008		14,5	42 416

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'19*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'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	2	33%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	17%	0	0%
Redukuj	3	50%	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.

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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować 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 25.02.2019 roku (09:35 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.02.2019 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 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 25.02.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w 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 zająć 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.