



Dom Maklerski BDM S.A.

## SELENA FM

### RAPORT ANALITYCZNY

Selena FM w trudnym otoczeniu rynkowym pozytywnie zaskoczyła wynikami za 1Q'19 (rekordowa w tym okresie EBITDA). Zakładamy, że w kolejnych okresach spółka także będzie wykazywać poprawę EBITDA w ujęciu r/r, mimo potencjalnego odbicia cen części surowców. Baza wynikowa nie jest zbyt wymagająca, a dodatkowe efekty może generować przesunięcie sprzedaży w kierunku wyżej marżowych produktów. Mocny początek roku daje podstawy, by sądzić, że EBITDA'19 może przebić dotychczas rekordowy 2014 rok. Spółka wyceniana jest obecnie na poziomie EV/EBITDA'19=4x. Zwracamy uwagę, że wolna wygenerowana w tym roku wolna gotówka (EBITDA skorygowana o odsetki, podatek, CAPEX i zmianę kapitału obrotowego) może wynieść blisko 30 mln PLN (MC=263 mln PLN, EV=400 mln PLN). Podtrzymujemy nasze zalecenie Kupuj. Po wynikach 1Q'19 i aktualizacji prognoz cenę docelową podnosimy do 16,5 PLN (z 14,4 PLN poprzednio).

Rok 2017 i 1H'18 to okres bardzo trudnego otoczenia surowcowego dla Seleny FM. W 2H'18 sytuacja zaczęła się wyraźnie poprawiać. 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%, by następnie spaść o 30% do 1Q'19 (wg danych spotowych ICIS spadek na początku bieżącego roku był dużo głębszy). Obecnie ceny w Europie ustabilizowały się, natomiast od dołka odbiły ceny w Chinach (utrzymują się jednak na poziomach niższych niż w 1H'18 czy 2017 roku), co może sygnalizować także korektę wzrostową w Europie. Natomiast presja cenowa w grupie surowców do produkcji klejów oraz uszczelnaczy ustąpiła dopiero w na przełomie roku i prognozy na 2019 roku nie wskazują na razie na powrót do wzrostów.

Wyniki 1Q'19 były bardzo dobre i wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań. Pierwszy raz w historii 1Q spółka wyszła ponad break-even na poziomie netto. Zwracamy uwagę, że spółce pomogły z jednej strony tańsze surowce, z drugiej także działania organiczne (ograniczenie asortymentu o niższej marży, dyscyplina kosztowa m.in. na kosztach zarządu). Mocny początek roku (19,3 mln PLN EBITDA w sezonowo najsłabszym okresie) daje nam podstawy, by sądzić, że EBITDA'19 może przebić dotychczas rekordowy 2014 rok (90,5 mln PLN). Od 3Q'18 spółka zaczęła notować wzrost r/r marży brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się, że poprawa marży r/r będzie następować także w kolejnych kwartałach 2019 roku, aczkolwiek sam poziom z 1Q'19 jest już dość wymagający (ponad 31%).

W naszych prognozach ujmujemy ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na -10 mln PLN (uwzględniając ryzyko potencjalnych odpisów, np. w Rumunii). Podkreślamy też, że w poprzednim okresie, kiedy spółka korzystała z tańszych surowców (2015-16), marża brutto ze sprzedaży wzrosła nawet do 32-33% (przy czym inna była wtedy sytuacja na rynku pracy). Bieżąca kapitalizacja Seleny FM to 263 mln PLN. Zadłużenie netto na koniec 1Q'19 wynosiło 138 mln PLN. EBITDA za ostatnie cztery kwartały wyniosła ok. 92 mln PLN. Spółka wyceniana jest więc na bieżącym wskaźniku EV/EBITDA=4,4x. Historycznie takie poziomy były dobrym momentem do zakupów/akumulowania akcji spółki (szczegółowe wykresy prezentujemy na stronie 4.). Zwracamy uwagę, że spółka nie ma obecnie dużych potrzeb inwestycyjnych (max. poziom bieżącej amortyzacja), co może skłaniać akcjonariuszy do oczekiwań hojniejszego dzielenia się wypracowanymi zyskami (dywidenda od kilku lat zatrzymała się na poziomie 7 mln PLN/rok).

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	1 013,8	1 178,7	1 228,0	1 284,4	1 319,4	1 346,2
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	333,0	342,7	357,9	388,0	397,5	404,9
Koszty SG&A [mln PLN]	262,4	291,0	293,0	315,3	323,9	330,5
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	70,6	51,7	64,9	72,7	73,6	74,4
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	-35,0	-8,3	-12,6	-10,0	-10,0	-10,0
EBITDA [mln PLN]	59,2	69,2	80,3	98,8	99,5	100,1
EBIT [mln PLN]	35,6	43,4	52,3	62,7	63,6	64,4
Wynik brutto [mln PLN]	44,8	16,2	37,3	56,4	55,2	57,3
Wynik netto [mln PLN]	32,0	6,8	26,6	40,3	39,5	40,9
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	8,2	38,5	9,9	6,5	6,7	6,4
EV/EBITDA	6,9	5,6	4,8	3,8	3,6	3,3
EV/EBIT	11,4	9,0	7,3	6,1	5,6	5,2

## KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 16,5 PLN

31 MAJ 2019, 09:20 CEST

Wycena DCF [PLN]	15,1
Wycena porównawcza [PLN]	22,0
Wycena końcowa [PLN]	16,5
Potencjał do wzrostu / spadku	43,6%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	11,50
Kapitalizacja [mln PLN]	262,6
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	11,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,1
Stopa zwrotu za 3 mc	8,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	35,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,2%
Struktura akcjonariatu:	
AD Niva**	42,8%
Syrius Investments**	35,3%
Quercus TFI	8,0%
Pozostali	14,0%

\*\*podmioty kontrolowane przez K.Domareckiego

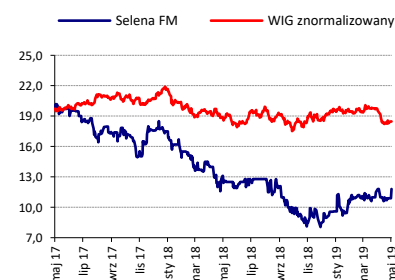
Krzysztof Pado

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 I SUROWCE .....	9
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY ORAZ PROGNOZY .....	12
DANE FINANSOWE .....	16

## WYCENA I PODSUMOWANIE

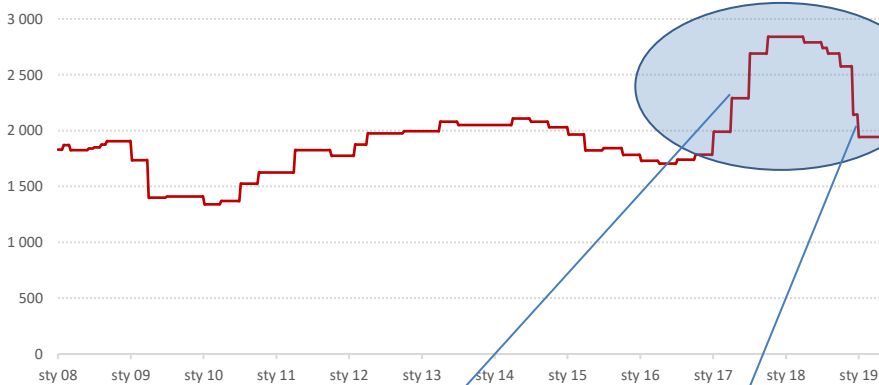
Wycena spółki Selena FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 22,0 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 15,1 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 16,5 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	15,1
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	22,0
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	19,3
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	24,8
<b>Wycena 1 akcji Selena FM [PLN]</b>		<b>16,5</b>

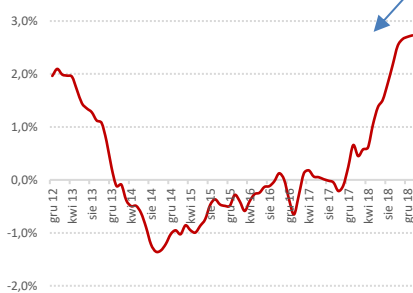
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Cena MDI Europa [EUR/t]



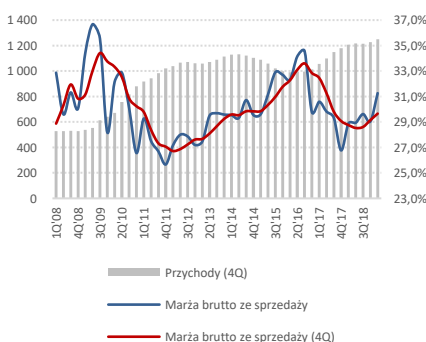
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



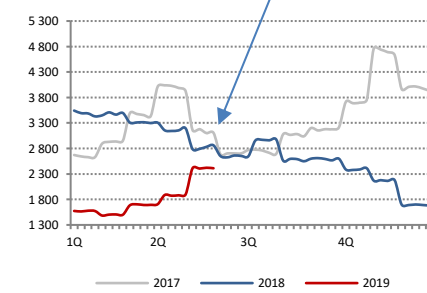
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB

### Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



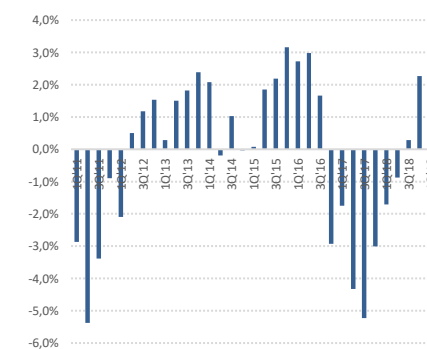
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### 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%)

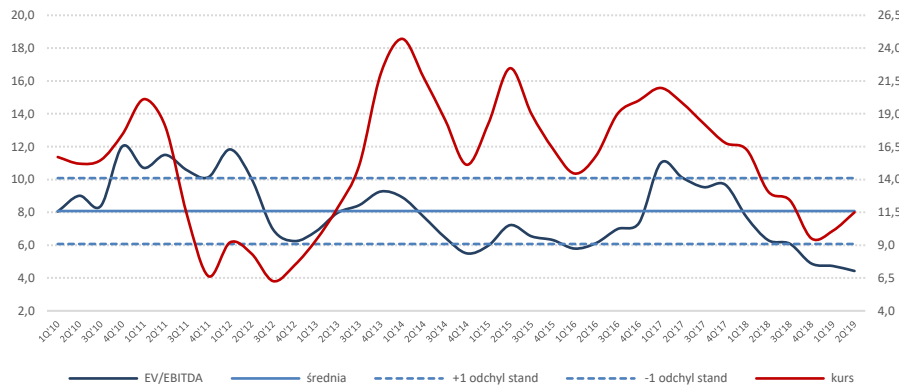
- Od przełomu 2017/2018 ceny MDI w Europie ustabilizowały się na wysokich poziomach a następnie zaczęły stopniowo spadać. Wcześniej wyraźnie obniżyły się już ceny w Chinach (które obecnie nieco odbiły, ale nadal są poniżej poziomów z 2017 czy 1H'18; historycznie ceny w Chinach cechują się większą amplitudą wahań niż w Europie, kierunek ruchu jest przy tym bardzo zbliżony).

- Presja na zwyki cen stopniowo ustępuje także w ostatnim czasie w grupie surowców do produkcji klejów czy uszczelnaczy. Niższe r/r cen ropy powinny także sprzyjać sytuacji w grupie produktów bitumicznych

- Zwracamy także uwagę, że przy wymagającym rynku wzrosty w 2018 i 2019 roku notował Indeks cen PSB dla chemii budowlanej, co pozwalało neutralizować presję kosztową (obecnie widelki produkty-surowiec się rozszerzyły, ale należy pamiętać także o wzroście kosztów wynagrodzeń).

- Okres 3Q'18 był pierwszym kwartałem od 3Q'16, w którym udało się odnotować wzrost r/r marży brutto ze sprzedaży. W 4Q'18 i 1Q'19 proces ten był już zdecydowanie bardziej widoczny. Spodziewamy się podtrzymania tej tendencji także w kolejnych kwartałach 2019 roku.

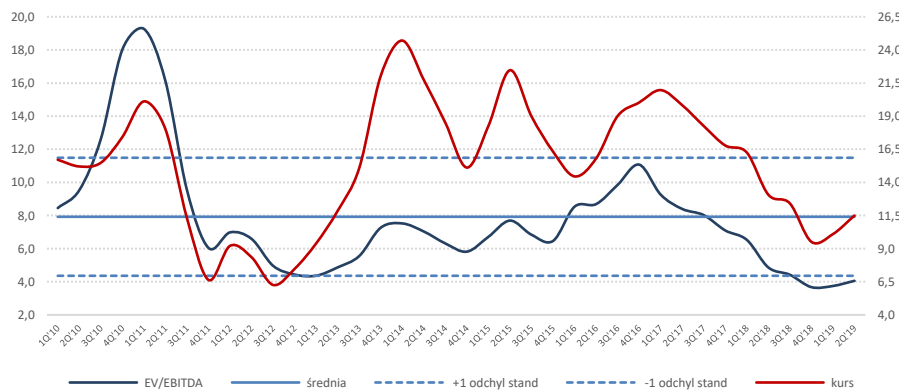
**Zachowanie kursu a bieżąca EV/EBITDA (za poprzednie 4Q)**



Bieżąca EV/EBITDA spółki za poprzednie cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 2Q'18-1Q'19) wynosi 4,4x (przy założeniu średniorocznego długu netto za ten okres). Historycznie rzecz spoglądając jest to relatywnie tanio. Średnia za okres notowań spółki od 2010 roku to 8,1x (okres 2008-09 wyłączyliśmy z obliczeń ze względu na duże rozchwianie kursu i wyników – jednak średnia wychodzi bardzo podobna – 8,0x). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 6,1x. Historycznie już poziomy w okolicach 6x przynosiły dobry moment na zakup akcji spółki.

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 2Q'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 2Q'19P-1Q'20P). Tak liczona EV/EBITDA spółki na kolejne cztery kwartały wynosi 4,1x. Historycznie rzecz spoglądając także jest to relatywnie tanio. Średnia za okres 2010-2018 to 7,9x (8,4x za cały okres pobytu spółki na GPW). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 4,4x

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 2Q'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 2019 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,28 mld PLN. W kolejnych latach zakładamy wzrost do >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 okolice 29%). W ostatnich kwartałach spółka znów zaczęła odbudowywać marże. Nasze dalsze założenia w modelu są w tym zakresie raczej konserwatywne. Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w kolejnych kwartałach nadal będzie wyższa r/r, ale poziom z 1Q'19 (>31%) będzie trudna do utrzymania (odbicie cen MDI, presja cenowa ze strony konkurencji). Jednocześnie zwracamy uwagę, że w naszym modelu podchodzimy do konserwatywnie do wzrostu rentowności na bazie konwersji gamy produktów na wyżej marżowe (możliwe pozytywne zaskoczenie).
- Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.
- Estymujemy, że rentowność EBITDA wyniesie 7,7% w 2019 roku a w kolejnych latach będzie spadać w kierunku poziomu 7% (zakładamy przy tym z ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie ok. -10 mln PLN w długim terminie). Średnioważona marża w okresie 2011-18 (czyli w okresie gdy spółka przekroczyła pułap 1,0 mld PLN sprzedaży) wyniosła 6,2%. 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 76 dni w długim terminie (porównywalnie jak w 2018 roku; w ostatnich 5 latach wahał się w przedziale 72-78 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 28,5% (poziom z 2018 roku, średnia ważona za ostatnie 5 lat to 30,9%).
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2018 roku (skorygowany o wpływ MSSF'16)
- Do obliczeń przyjęliśmy 22,8 mln akcji, a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 31 maja 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 345 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 15,1 PLN.

**Model DCF**

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 284,4	1 319,4	1 346,2	1 370,2	1 393,3	1 414,2	1 432,1	1 448,0	1 464,1	1 480,4
EBIT [mln PLN]	62,7	63,6	64,4	65,8	67,1	68,3	69,2	69,9	70,6	71,4
Stopa podatkowa	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,8	18,1	18,3	18,7	19,1	19,4	19,7	19,9	20,1	20,3
NOPLAT [mln PLN]	44,8	45,5	46,0	47,1	48,0	48,9	49,5	50,0	50,5	51,1
Amortyzacja [mln PLN]	36,1	36,0	35,7	35,2	35,0	35,0	35,0	35,1	35,2	35,3
CAPEX [mln PLN]	-34,8	-36,2	-36,3	-36,3	-36,3	-36,3	-36,3	-36,3	-36,3	-36,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-12,4	-7,7	-5,9	-5,3	-5,1	-4,6	-4,0	-3,5	-3,5	-3,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	46,5
FCF [mln PLN]	33,7	37,5	39,6	40,8	41,7	43,0	44,3	45,4	45,9	19,5
DFCF [mln PLN]	32,1	32,8	31,7	29,8	27,9	26,2	24,6	23,0	21,2	19,5
Suma DFCF [mln PLN]	268,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	532,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	223,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	491,7									
Dług netto 2018 [mln PLN]**	139,4									
Udziału mniejszości [mln PLN]	0,6									
Dywidenda 2019 [mln PLN]	6,9									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>345,4</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	22,8									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>15,1</b>									
Przychody zmiana r/r	4,6%	2,7%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	19,8%	1,4%	1,2%	2,3%	2,0%	1,7%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%
FCF zmiana r/r	14,3%	11,3%	5,6%	2,9%	2,4%	3,0%	3,1%	2,4%	1,2%	1,2%
Marża EBITDA	7,7%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%
Marża EBIT	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża NOPLAT	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%
CAPEX / Przychody	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	96,4%	100,7%	101,5%	103,0%	103,5%	103,6%	103,5%	103,3%	103,0%	102,8%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*uwzględnia zrealizowane różnice kursowe, \*\*uwzględnia dług netto wg MSSF16

**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	80,6%	83,3%	86,0%	88,6%	91,0%	93,4%	95,6%	97,1%	98,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Udział kapitału obcego	19,4%	16,7%	14,0%	11,4%	9,0%	6,6%	4,4%	2,9%	1,3%	0,0%
WACC	8,8%	9,0%	9,1%	9,3%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	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	16,4	17,5	18,9	20,7	23,1	26,3	30,9	38,2	51,3
	0,8	15,3	16,3	17,5	19,1	21,0	23,7	27,4	32,9	42,1
	0,9	14,3	15,2	16,3	17,6	19,3	21,4	24,4	28,7	35,5
	1,0	13,4	14,2	15,1	16,3	17,7	19,5	22,0	25,4	30,6
	1,1	12,6	13,3	14,1	15,1	16,3	17,9	19,9	22,7	26,7
	1,2	11,8	12,4	13,2	14,0	15,1	16,4	18,1	20,4	23,6
	1,3	11,1	11,7	12,3	13,1	14,0	15,2	16,6	18,5	21,1

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%	16,2	17,3	18,6	20,4	22,7	25,7	30,2	37,0	49,2
	4%	13,8	14,6	15,6	16,8	18,3	20,3	22,9	26,7	32,4
	5%	11,8	12,4	13,2	14,0	15,1	16,4	18,1	20,4	23,6
	6%	10,2	10,7	11,2	11,9	12,7	13,6	14,8	16,2	18,2
	7%	8,9	9,2	9,7	10,2	10,7	11,4	12,2	13,3	14,6
	8%	7,7	8,0	8,4	8,7	9,2	9,7	10,3	11,0	11,9
	9%	6,8	7,0	7,2	7,5	7,9	8,3	8,7	9,2	9,9

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%	31,0	29,0	27,1	25,5	24,0	22,7	21,4	20,3	19,3
	4%	26,6	24,5	22,7	21,0	19,6	18,3	17,1	16,1	15,1
	5%	23,1	21,0	19,3	17,7	16,3	15,1	14,0	13,0	12,1
	6%	20,3	18,3	16,6	15,1	13,8	12,7	11,6	10,7	9,9
	7%	18,0	16,1	14,4	13,0	11,8	10,7	9,8	8,9	8,2
	8%	16,1	14,2	12,7	11,3	10,2	9,2	8,3	7,5	6,8
	9%	14,4	12,7	11,2	9,9	8,8	7,9	7,0	6,3	5,6

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 503 mln PLN, czyli 22,0 PLN/akcję.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>22,0</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	19,3
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	24,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Ferro	7,1	6,9	6,7	6,2	6,0	5,8
Decora	9,8	9,5	9,1	6,7	6,3	5,9
Śnieżka	16,1	14,6	14,2	11,0	9,6	8,6
Megaron	9,3	8,5	8,3	5,7	5,4	5,1
<b>Mediana</b>	<b>9,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>
Selena FM	6,5	6,7	6,4	3,8	3,6	3,3
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-32,0%	-26,0%	-26,2%	-40,4%	-41,2%	-43,0%
Wycena wg wskaźnika	16,9	15,5	15,6	22,8	22,5	22,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>16,0</b>			<b>22,6</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>19,3</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

### Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

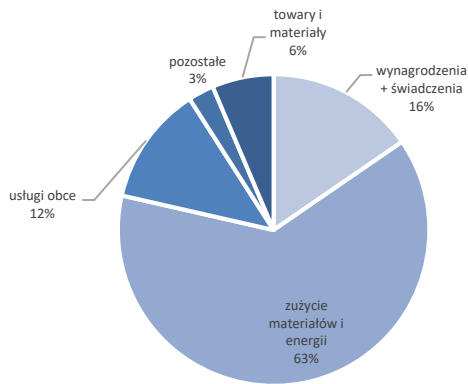
	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Henkel	16,0	15,2	13,9	9,9	9,2	8,5
Uzin Utz	15,4	12,4	11,1	8,1	6,9	6,2
Sika	26,3	22,1	19,8	17,6	14,7	13,2
Sto SE & Co	11,8	11,0	10,0	4,5	4,2	3,9
Saint Gobain	9,8	8,9	8,6	5,7	5,4	5,3
<b>Mediana</b>	<b>15,4</b>	<b>12,4</b>	<b>11,1</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>
Selena FM	6,5	6,7	6,4	3,8	3,6	3,3
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-57,7%	-46,5%	-42,2%	-52,7%	-48,0%	-46,1%
Wycena wg wskaźnika	27,2	21,5	19,9	30,0	26,0	24,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>22,9</b>			<b>26,7</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>24,8</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## OTOCZENIE MAKRO I SUROWCE

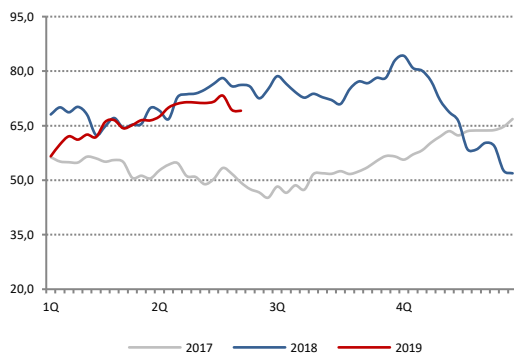
### Struktura kosztów rodzajowych (bez amortyzacji) – skonsolidowane



Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2018

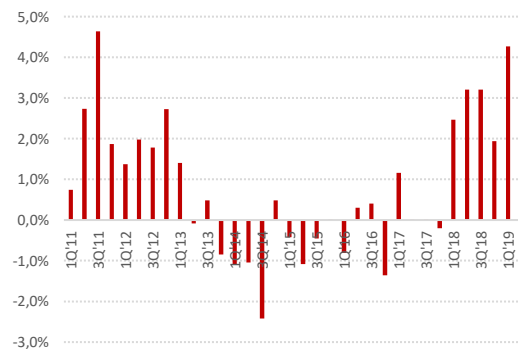
- Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce).
  - Łącznie około 28% stanowią koszty wynagrodzeń (zatrudnienie w ostatnich latach ustabilizowało się na poziomie ok 1,7-1.8 tys osób) oraz usług obcych. Relatywnie niski jest udział w amortyzacji w kosztach ogółem (2%).
  - Podstawowymi surowcami w grupie poliuretanów są MDI (najważniejszy surowiec; powstaje na bazie benzenu) oraz poliole (na bazie propylenu), a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu. Wśród innych surowców można wymienić np. asfalty, kwas akrylowy, TCP, DME, kauczuk. Ceny opakowań zależą od kosztu tworzyw sztucznych (m.in. polietylen).
  - Większość surowców zużywanych przez spółkę w mniejszym lub większym stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej (ruchy cenowe następuje zwykle z kilkumiesięcznym opóźnieniem: ropa ->benzen/propylen->MDI/poliole). W ostatnich kwartałach istotne znaczenie odgrywał czynnik podażowy (m.in. ograniczanie dostępności surowca przez producentów pozwoliło poprawić marżę na przerobie). Obecnie jednak dostępność surowca uległa poprawie, jednocześnie wyhamował popyt. Dostawcami są zazwyczaj duże koncerny chemiczne m.in. BASF, Covestro czy PCC Rokita. Walutą rozliczeniową przy zakupie surowca jest EUR.
- Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2018
- 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 aż do dołka w 1Q'19. Wcześniej wyraźnie obniżyły się ceny w Chinach, które w 1Q'19 zaczęły odbijać (historycznie ceny w Chinach cechują się większą amplitudą wahań niż w Europie, kierunek ruchu jest przy tym bardzo zbliżony). Duży spadek cen na przestrzeni 2018 roku spowodowany był 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 stosowanie alternatywnych rozwiązań).
  - Presja na wyższe ceny wyraźniej ustąpiła także w grupie surowców do produkcji klejów czy uszczelniaczy (np. silikonów). Ceny ropy dość mocno się ostatnio wahały, generalnie jednak przestały sprzyjać sytuacji w grupie produktów bitumicznych.
  - Zwracamy także uwagę, że systematyczne wzrosty przez ostatnie półtora roku notuje Indeks cen PSB dla chemii budowlanej (spółka na konferencjach wynikowych raczej wskazuje na presję cenową).
  - Okres 3Q'18 był pierwszym kwartałem od 3Q'16, w którym udało się odnotować wzrost r/r marży brutto ze sprzedaży. W 4Q'18 i 1Q'19 proces ten był już zdecydowanie bardziej widoczny. Spodziewamy się podtrzymania tej tendencji także w kolejnych kwartałach 2019 roku, aczkolwiek o dalszą poprawę q/q będzie trudno (możliwe odbicie cen MDI w Europie).

### Cena ropy Brent [USD/bbl]



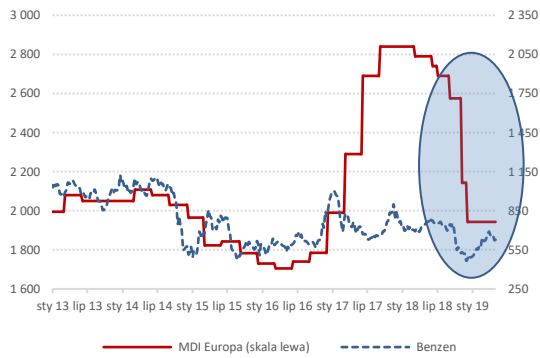
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

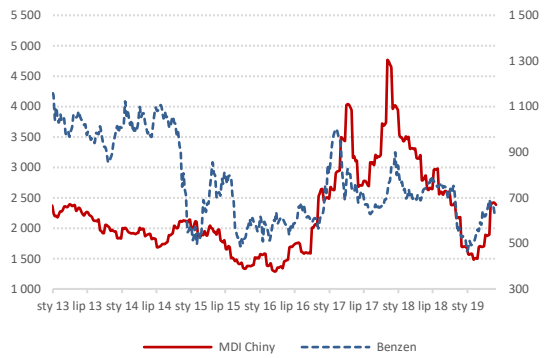


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 1Q'19 = styczeń

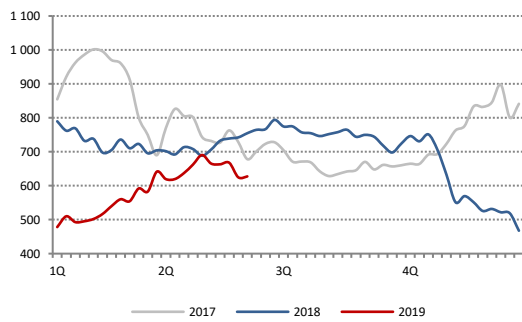
**Cena MDI Europa vs cena benzenu [EUR/t]**



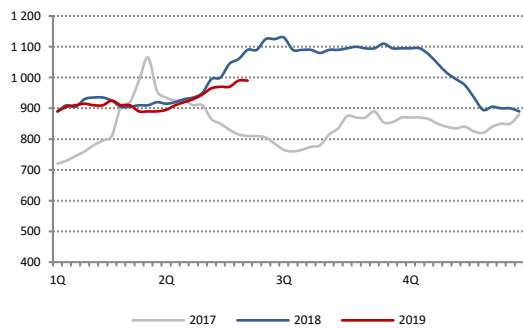
**Cena MDI Chiny vs cena benzenu [EUR/t]**



**Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Cena benzenu [EUR/t]**



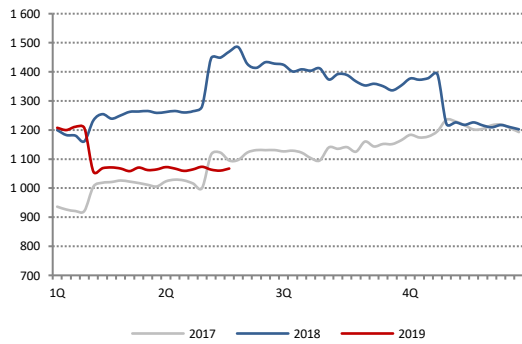
**Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Cena propylenu [EUR/t]**



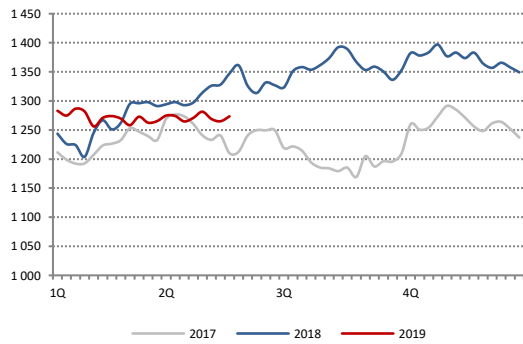
**Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI**

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

**Octan winylu Europa [EUR/t]**



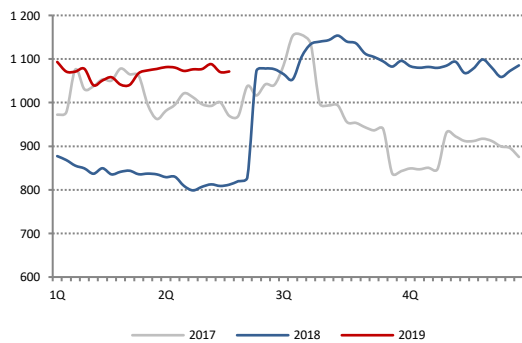
**Kwas akrylowy Europa [EUR/t]**



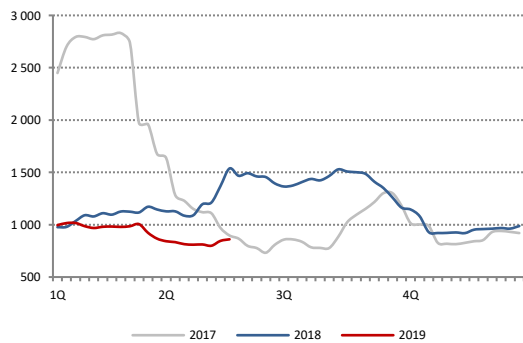
**Źródło: BDM S.A., Bloomberg**

**Źródło: BDM S.A., Bloomberg**

**Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]**



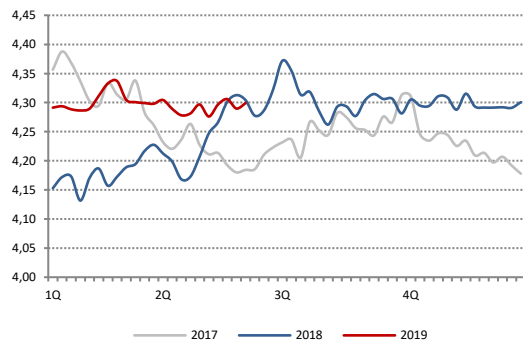
**Butadien Korea [EUR/t]**



**Źródło: BDM S.A., Bloomberg**

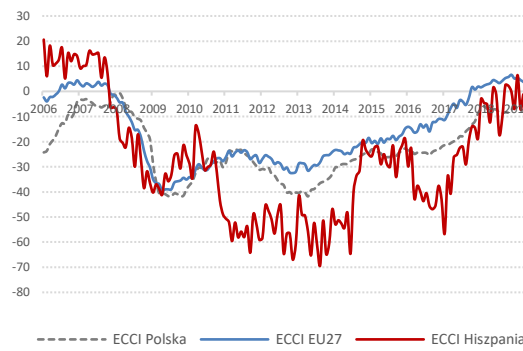
**Źródło: BDM S.A., Bloomberg**

**EUR/PLN**



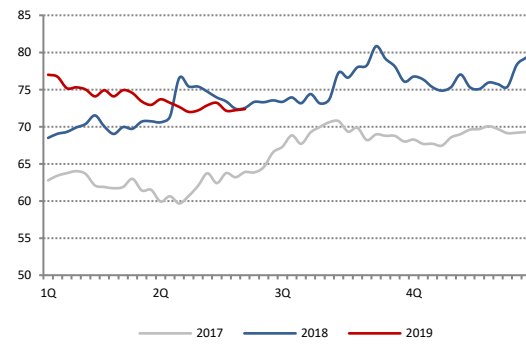
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Wskaźnik zaufania w budownictwie**



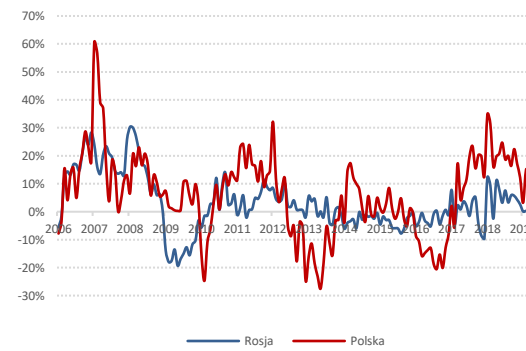
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

**EUR/RUB**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Produkcja budowlana r/r**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY ORAZ PROGNOZY

### Wyniki za 1Q'2019 [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19P	zmiana r/r	1Q'19P BDM	odchyl.	2017	2018	zmiana r/r
Przychody	248,2	271,1	9,2%	256,9	5,5%	1 178,7	1 228,0	4,2%
Wynik brutto na sprzedaży	71,7	84,7	18,2%	76,2	11,1%	342,7	357,9	4,4%
Zysk na sprzedaży	2,6	11,2	336,7%	4,7	138,0%	51,7	64,9	25,5%
PPO/PKO	-1,8	-1,0	-	-1,5	-	-8,3	-12,6	-
EBITDA	7,6	19,3	154,6%	10,3	87,0%	69,2	80,3	16,0%
EBIT	0,7	10,2	1277,0%	3,2	216,5%	43,4	52,3	20,4%
Zysk brutto	-3,6	9,1	-	0,4	2462,3%	16,2	37,3	130,0%
Zysk netto	-4,2	6,1	-	0,3	2186,5%	6,8	26,6	290,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,9%	31,3%		29,7%		29,1%	29,1%	
Marża EBITDA	3,1%	7,1%		4,0%		5,9%	6,5%	
Marża EBIT	0,3%	3,8%		1,3%		3,7%	4,3%	
Marża zysku netto	-1,7%	2,2%		0,1%		0,6%	2,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki 1Q'19 były bardzo dobre i wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań. Pierwszy raz w historii na początku roku spółka wyszła ponad break-even na poziomie netto. Spółce pomogły z jednej strony tańsze surowce, z drugiej działania organiczne (wprowadzenie wyżej marżowych produktów, ograniczenie asortymentu o niższej marży, dyscyplina kosztowa m.in. na kosztach zarządu).

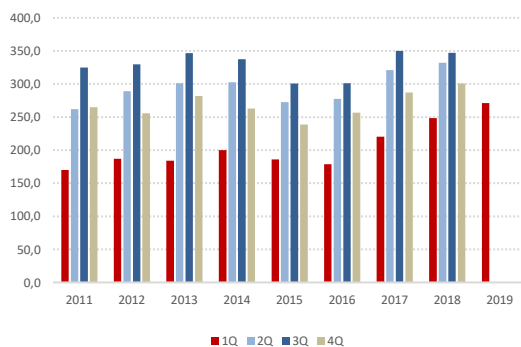
Przychody wzrosły o 9% r/r. Głównie odpowiada za to w segment UE (w tym Polska z ok. 5% wzrostem wyrażonym w EUR). Lekki spadek nastąpił w segmencie Europa Wschodnia i Azja, podyktowany m.in. ograniczeniem niskorentownego asortymentu w Rosji.

Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 31,3%. Spółka podaje, że do wzrostu rentowności przyczyniło się wprowadzenie nowych, wysokomarżowych produktów. Zwracamy także uwagę na spadki cen surowców używanych przez spółkę. Koszty sprzedaży wzrosły lekko powyżej dynamiki przychodów (spółka wskazuje na wzrost kosztów płac i transportu), porównywalne r/r natomiast były koszty zarządu. Saldo pozostałej działalności operacyjnej było lekko ujemne (-1,0 mln PLN vs -1,8 mln PLN rok temu).

EBITDA wyniosła 19,3 mln PLN vs 7,6 mln PLN w 1Q'18. EBIT przekroczył 10 mln PLN, gdy rok temu wynosił 0 mln PLN. Amortyzacja była wyższa r/r o 2,3 mln PLN, na co głównie wpłynął MSSF 16. Wpływ nowych standardów na zadłużenie netto to poziom ok. 20,0 mln PLN (dług netto po 1Q'19 to 137,7 mln PLN, rok temu było 119,4 mln PLN).

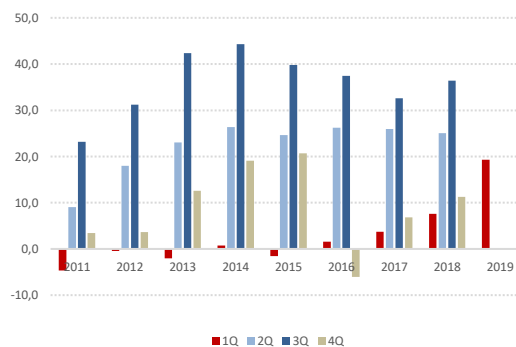
Lekko ujemne było saldo finansowe (same różnice kursowe dodatnie na +1,7 mln PLN). Dość wysoka efektywna stopa podatku (33%). Wynik netto wyniósł ponad 6 mln PLN i był wyraźnie powyżej break-even (w poprzednich latach początek roku przynosił po kilka mln PLN straty na tym poziomie). CF operacyjny wyniósł +12,1 mln PLN (vs -15,4 mln PLN rok temu).

Przychody ze sprzedaży [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

## Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>220,1</b>	<b>321,0</b>	<b>350,2</b>	<b>287,3</b>	<b>1 178,7</b>	<b>248,2</b>	<b>332,3</b>	<b>347,0</b>	<b>300,5</b>	<b>1 228,0</b>	<b>271,1</b>	<b>344,5</b>	<b>358,2</b>	<b>310,6</b>	<b>1 284,4</b>
<i>zmiana r/r</i>	23,2%	15,8%	16,3%	11,9%	16,3%	12,8%	3,5%	-0,9%	4,6%	4,2%	9,2%	3,7%	3,2%	3,3%	4,6%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>67,3</b>	<b>95,7</b>	<b>102,7</b>	<b>76,9</b>	<b>342,7</b>	<b>71,7</b>	<b>96,2</b>	<b>102,8</b>	<b>87,3</b>	<b>357,9</b>	<b>84,7</b>	<b>104,9</b>	<b>107,9</b>	<b>90,5</b>	<b>388,0</b>
SG&A	66,8	76,7	74,0	73,5	291,0	69,1	75,0	73,4	75,5	293,0	73,5	81,0	78,6	82,2	315,3
Saldo PPO/PKO	-2,7	0,4	-2,9	-3,0	-8,3	-1,8	-3,2	-0,1	-7,6	-12,6	-1,0	-3,0	-1,5	-4,5	-10,0
<b>EBITDA</b>	<b>3,7</b>	<b>26,0</b>	<b>32,6</b>	<b>6,8</b>	<b>69,2</b>	<b>7,6</b>	<b>25,0</b>	<b>36,4</b>	<b>11,3</b>	<b>80,3</b>	<b>19,3</b>	<b>29,8</b>	<b>36,8</b>	<b>12,8</b>	<b>98,8</b>
<i>zmiana r/r</i>	140,6%	-0,9%	-12,9%	-	16,8%	103,2%	-3,7%	11,6%	64,4%	16,0%	154,6%	19,3%	1,1%	14,0%	23,1%
EBIT	-2,2	19,4	25,8	0,4	43,4	0,7	18,0	29,3	4,2	52,3	10,2	20,8	27,8	3,9	62,7
Saldo finansowe	-4,5	-12,3	-5,2	-5,8	-27,7	-4,4	-0,6	-11,4	0,9	-15,5	-1,1	-3,7	-2,6	0,6	-6,7
Zysk (strata) brutto	-6,7	7,6	20,6	-5,4	16,2	-3,6	17,9	17,9	5,2	37,3	9,1	17,6	25,2	4,6	56,4
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-8,6</b>	<b>3,6</b>	<b>16,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>6,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>15,1</b>	<b>12,7</b>	<b>3,0</b>	<b>26,6</b>	<b>6,1</b>	<b>12,6</b>	<b>18,9</b>	<b>2,8</b>	<b>40,3</b>
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>30,6%</b>	<b>29,8%</b>	<b>29,3%</b>	<b>26,8%</b>	<b>29,1%</b>	<b>28,9%</b>	<b>28,9%</b>	<b>29,6%</b>	<b>29,0%</b>	<b>29,1%</b>	<b>31,3%</b>	<b>30,4%</b>	<b>30,1%</b>	<b>29,1%</b>	<b>30,2%</b>
S&GA/przychody	30,4%	23,9%	21,1%	25,6%	24,7%	27,8%	22,6%	21,2%	25,1%	23,9%	27,1%	23,5%	21,9%	26,5%	24,6%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>1,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>3,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>7,7%</b>
Marża EBIT	-1,0%	6,0%	7,4%	0,2%	3,7%	0,3%	5,4%	8,4%	1,4%	4,3%	3,8%	6,0%	7,8%	1,2%	4,9%
<b>Marża zysku netto</b>	<b>-3,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>3,1%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

[mln PLN]	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P
<b>Przychody</b>	<b>178,7</b>	<b>277,3</b>	<b>301,0</b>	<b>256,8</b>	<b>220,1</b>	<b>321,0</b>	<b>350,2</b>	<b>287,3</b>	<b>248,2</b>	<b>332,3</b>	<b>347,0</b>	<b>300,5</b>	<b>271,1</b>	<b>344,5</b>	<b>358,2</b>	<b>310,6</b>
Polska*	73,3	113,7	123,4	87,2	87,4	120,6	134,3	95,0	89,5	122,7	133,2	95,0	98,0	128,6	138,3	99,4
pozostałe kraje UE	52,0	63,7	63,4	57,6	56,8	80,0	79,1	73,0	78,3	94,7	92,7	88,3	91,2	102,1	98,4	93,1
Europa Wschodnia i Azja	39,5	81,2	95,6	93,5	59,6	102,8	117,1	103,4	64,9	97,3	103,9	98,6	61,9	95,1	102,9	98,7
Ameryka Płn. i Płd.	13,9	18,8	18,6	18,4	16,3	17,7	19,8	15,9	15,6	17,5	17,2	18,7	20,0	18,7	18,6	19,4
<b>zmiana r/r</b>	<b>-3,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>23,2%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,3%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>4,6%</b>	<b>9,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,3%</b>
Polska*	-6,1%	7,9%	-3,4%	7,2%	19,3%	6,1%	8,8%	8,9%	2,3%	1,8%	-0,8%	0,0%	9,5%	4,8%	3,8%	4,7%
pozostałe kraje UE	6,5%	10,6%	19,4%	10,6%	9,1%	25,6%	24,7%	26,6%	37,9%	18,4%	17,2%	20,9%	16,6%	7,8%	6,1%	5,4%
Europa Wschodnia i Azja	-14,2%	-15,0%	-9,5%	4,9%	51,1%	26,6%	22,5%	10,7%	8,8%	-5,3%	-11,3%	-4,7%	-4,6%	-2,3%	-0,9%	0,1%
Ameryka Płn. i Płd.	8,3%	31,9%	32,3%	13,1%	17,0%	-5,9%	6,5%	-13,8%	-4,3%	-0,9%	-13,1%	17,3%	28,3%	6,8%	8,1%	4,0%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>57,8</b>	<b>94,7</b>	<b>104,1</b>	<b>76,4</b>	<b>67,3</b>	<b>95,7</b>	<b>102,7</b>	<b>76,9</b>	<b>71,7</b>	<b>96,2</b>	<b>102,8</b>	<b>87,3</b>	<b>84,7</b>	<b>104,9</b>	<b>107,9</b>	<b>90,5</b>
marża	32,3%	34,1%	34,6%	29,8%	30,6%	29,8%	29,3%	26,8%	28,9%	28,9%	29,6%	29,0%	31,3%	30,4%	30,1%	29,1%
<b>Koszty sprzedaży</b>	<b>38,7</b>	<b>46,3</b>	<b>47,9</b>	<b>47,5</b>	<b>44,0</b>	<b>51,8</b>	<b>49,1</b>	<b>47,9</b>	<b>44,2</b>	<b>50,2</b>	<b>51,5</b>	<b>47,7</b>	<b>49,1</b>	<b>54,8</b>	<b>55,3</b>	<b>52,6</b>
/przychody	21,7%	16,7%	15,9%	18,5%	20,0%	16,1%	14,0%	16,7%	17,8%	15,1%	14,8%	15,9%	18,1%	15,9%	15,4%	17,0%
<b>Koszty zarządu</b>	<b>19,3</b>	<b>19,2</b>	<b>21,5</b>	<b>22,0</b>	<b>22,8</b>	<b>24,8</b>	<b>25,0</b>	<b>25,5</b>	<b>24,9</b>	<b>24,8</b>	<b>21,9</b>	<b>27,8</b>	<b>24,4</b>	<b>26,2</b>	<b>23,3</b>	<b>29,5</b>
/przychody	10,8%	6,9%	7,1%	8,6%	10,4%	7,7%	7,1%	8,9%	10,0%	7,5%	6,3%	9,2%	9,0%	7,6%	6,5%	9,5%
<b>Saldo PPO/PKO</b>	<b>-3,7</b>	<b>-8,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>-19,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
/przychody	-2,1%	-3,0%	-1,1%	-7,7%	-1,2%	0,1%	-0,8%	-1,1%	-0,7%	-0,9%	0,0%	-2,5%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>-4,0</b>	<b>21,0</b>	<b>31,2</b>	<b>-12,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>19,4</b>	<b>25,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>18,0</b>	<b>29,3</b>	<b>4,2</b>	<b>10,2</b>	<b>23,8</b>	<b>29,3</b>	<b>8,3</b>
marża	-2,2%	7,6%	10,4%	-4,9%	-1,0%	6,0%	7,4%	0,2%	0,3%	5,4%	8,4%	1,4%	3,8%	6,9%	8,2%	2,7%
<b>EBITDA</b>	<b>1,6</b>	<b>26,2</b>	<b>37,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>3,7</b>	<b>26,0</b>	<b>32,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>25,0</b>	<b>36,4</b>	<b>11,3</b>	<b>19,3</b>	<b>29,8</b>	<b>36,8</b>	<b>12,8</b>
UE**	23,4	56,4	46,2	19,1	18,7	63,7	46,1	52,8	34,9	54,5	52,3	23,5	54,2	63,0	53,8	25,8
Europa Wschodnia i Azja	-0,3	3,0	6,7	-1,9	3,2	12,9	8,4	4,3	3,1	7,4	10,1	8,6	5,0	9,4	9,5	9,2
Ameryka Płn. i Płd.	0,8	0,4	1,5	-0,5	0,2	1,1	1,0	0,3	0,1	0,6	0,8	1,8	2,1	1,0	0,8	2,0
Nieprzypisane	-22,3	-33,6	-16,9	-22,7	-18,3	-51,7	-22,9	-50,5	-30,5	-37,4	-26,9	-22,7	-42,0	-43,6	-27,4	-24,1
<b>marża EBITDA</b>	<b>0,9%</b>	<b>9,5%</b>	<b>12,4%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>1,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>4,1%</b>
UE	18,7%	31,8%	24,7%	13,2%	13,0%	31,8%	21,6%	31,4%	20,8%	25,0%	23,2%	12,8%	28,7%	27,3%	22,7%	13,4%
Europa Wschodnia i Azja	-0,8%	3,7%	7,0%	-2,0%	5,3%	12,5%	7,2%	4,2%	4,7%	7,6%	9,7%	8,8%	8,0%	9,9%	9,2%	9,4%
Ameryka Płn. i Płd.	5,7%	2,4%	8,2%	-2,6%	1,1%	6,1%	5,2%	1,6%	0,9%	3,3%	4,9%	9,5%	10,5%	5,6%	4,5%	10,1%
Nieprzypisane	-12,5%	-12,1%	-5,6%	-8,9%	-8,3%	-16,1%	-6,5%	-17,6%	-12,3%	-11,3%	-7,7%	-7,5%	-15,5%	-12,6%	-7,6%	-7,8%

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

Wyniki 1Q'19 były bardzo dobre i wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań. Zwracamy uwagę, że spółce pomogły z jednej strony tańsze surowce, z drugiej także działania organiczne (ograniczenie asortymentu o niższej marży, dyscyplina kosztowa m.in. na kosztach zarządu).

W 2019 roku spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,28 mld PLN (+5% 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.

Mocny początek roku (19,3 mln PLN EBITDA w sezonowo najsłabszym okresie) daje nam podstawy, by sądzić, że EBITDA'19 może przebić dotychczas rekordowy 2014 rok (90,5 mln PLN). Od 3Q'18 spółka zaczęła notować wzrost r/r marży brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się, że poprawa marży r/r będzie następować także w kolejnych kwartałach 2019 roku, aczkolwiek sam poziom z 1Q'19 jest już dość wymagający (ponad 31%) i zakładamy lekki spadek w ujęciu q/q w najbliższych kwartałach. Nasz scenariusz określamy jako raczej

konserwatywny i uwzględniający ryzyka związane z kosztami pracy (bezpośrednio ok. 16% udział w relacji do przychodów) czy energii (aczkolwiek nie jest to istotna pozycja w kosztach ogółem spółki). Podchodzimy konserwatywnie do wzrostu rentowności na bazie konwersji gamy produktów na wyższej marżowej (dostrzegamy tu możliwe pozytywne zaskoczenie – w ostatnich latach proces udanego pricingu w branży materiałów budowlanych przeprowadziła np. Śnieżka, aczkolwiek jej branża jest mniej konkurencyjna). Podkreślamy też, że w poprzednim okresie, kiedy spółka korzystała z tańszych surowców (2015-16), marża brutto ze sprzedaży wzrosła nawet do 32-33% (przy czym inna była wtedy sytuacja na rynku pracy).

W naszych prognozach ujmujemy ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na -10 mln PLN (uwzględniając ryzyko potencjalnych odpisów, np. w Rumunii, gdzie spółka wdraża kolejny etap restrukturyzacji).

W 2019 roku prognozujemy EBITDA na poziomie 99 mln PLN, co oznacza podniesienie naszych prognoz względem lutego o ok. 14 mln PLN (w samym 1Q'19 EBITDA była wyższa o 11 mln PLN względem naszych prognoz z lutowej rekomendacji). Estymujemy, że rentowność EBITDA wyniesie 7,7% w 2019 roku a w kolejnych latach będzie spadać w kierunku poziomu 7% (zakładamy przy tym z ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na poziomie ok. -10 mln PLN w długim terminie). Średnioważona marża w okresie 2011-18 (czyli w okresie gdy spółka przekroczyła pułap 1,0 mld PLN sprzedaży) wyniosła 6,2%. 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).

**Skorygowane prognozy wyników na lata 2019-2020 rok [mln PLN]**

	2018P			2019P			2020P		
	poprzednio*	raport	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	1 215,2	1 228,0	1,1%	1 254,0	1 284,4	2,4%	1 287,1	1 319,4	2,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	350,9	357,9	2,0%	370,1	388,0	4,8%	378,2	397,5	5,1%
EBITDA	75,9	80,3	5,7%	85,1	98,8	16,1%	85,6	99,5	16,3%
EBIT	48,4	52,3	8,0%	56,6	62,7	10,7%	56,7	63,6	12,1%
Zysk (strata) netto	21,4	26,6	24,3%	33,7	40,3	19,6%	34,5	39,5	14,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,9%	29,1%		29,5%	30,2%		29,4%	30,1%	
Marża EBITDA	6,2%	6,5%		6,8%	7,7%		6,7%	7,5%	
Marża EBIT	4,0%	4,3%		4,5%	4,9%		4,4%	4,8%	
Marża zysku netto	1,8%	2,2%		2,7%	3,1%		2,7%	3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 25.02.2019

**Prognoza skonsolidowanych wyników na lata 2019-2028**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody*</b>	<b>1 103</b>	<b>998</b>	<b>1 014</b>	<b>1 179</b>	<b>1 228</b>	<b>1 284</b>	<b>1 319</b>	<b>1 346</b>	<b>1 370</b>	<b>1 393</b>	<b>1 414</b>	<b>1 432</b>	<b>1 448</b>	<b>1 464</b>	<b>1 480</b>
Polska	454,9	392,5	397,6	437,3	440,4	464,3	477,0	484,9	492,4	499,9	505,4	510,7	516,0	521,3	526,7
pozostałe kraje UE	205,5	211,6	236,8	288,8	354,0	384,7	395,4	403,3	411,4	419,6	428,0	434,4	438,8	443,2	447,6
Europa Wschodnia i Azja	393,7	336,2	309,7	382,9	364,6	358,6	366,7	374,4	379,5	384,3	388,6	392,9	397,3	401,7	406,3
Ameryka Płn. i Płd.	49,3	57,5	69,8	69,7	69,0	76,7	80,4	83,6	86,9	89,5	92,2	94,1	96,0	97,9	99,8
<b>zmiana r/r</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>16,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>
Polska	-2,8%	-13,7%	1,3%	10,0%	0,7%	5,4%	2,7%	1,7%	1,5%	1,5%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
pozostałe kraje UE	1,9%	3,0%	11,9%	22,0%	22,6%	8,7%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	-3,2%	-14,6%	-7,9%	23,7%	-4,8%	-1,7%	2,3%	2,1%	1,4%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Ameryka Płn. i Płd.	30,6%	16,5%	21,4%	-0,1%	-1,0%	11,2%	4,8%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>329,2</b>	<b>317,0</b>	<b>333,0</b>	<b>342,7</b>	<b>357,9</b>	<b>388,0</b>	<b>397,5</b>	<b>404,9</b>	<b>412,2</b>	<b>419,2</b>	<b>425,5</b>	<b>430,8</b>	<b>435,4</b>	<b>440,1</b>	<b>444,8</b>
marża	29,8%	31,8%	32,8%	29,1%	29,1%	30,2%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,0%
<b>Koszty sprzedaży</b>	<b>171,4</b>	<b>168,7</b>	<b>180,4</b>	<b>192,8</b>	<b>193,6</b>	<b>211,9</b>	<b>217,7</b>	<b>222,1</b>	<b>226,1</b>	<b>229,9</b>	<b>233,3</b>	<b>236,3</b>	<b>238,9</b>	<b>241,6</b>	<b>244,3</b>
/przychody	15,5%	16,9%	17,8%	16,4%	15,8%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
<b>Koszty zarządu</b>	<b>76,8</b>	<b>74,8</b>	<b>82,0</b>	<b>98,2</b>	<b>99,4</b>	<b>103,4</b>	<b>106,2</b>	<b>108,4</b>	<b>110,3</b>	<b>112,2</b>	<b>113,8</b>	<b>115,3</b>	<b>116,6</b>	<b>117,9</b>	<b>119,2</b>
/przychody	7,0%	7,5%	8,1%	8,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>Saldo PPO/PKO</b>	<b>-15,3</b>	<b>-14,6</b>	<b>-35,0</b>	<b>-8,3</b>	<b>-12,6</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>
/przychody	-1,4%	-1,5%	-3,5%	-0,7%	-1,0%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
<b>EBITDA</b>	<b>90,5</b>	<b>83,6</b>	<b>59,2</b>	<b>69,2</b>	<b>80,3</b>	<b>98,8</b>	<b>99,5</b>	<b>100,1</b>	<b>101,0</b>	<b>102,2</b>	<b>103,3</b>	<b>104,2</b>	<b>105,0</b>	<b>105,8</b>	<b>106,7</b>
marża	8,2%	8,4%	5,8%	5,9%	6,5%	7,7%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%
<b>EBIT</b>	<b>65,6</b>	<b>58,9</b>	<b>35,6</b>	<b>43,4</b>	<b>52,3</b>	<b>62,7</b>	<b>63,6</b>	<b>64,4</b>	<b>65,8</b>	<b>67,1</b>	<b>68,3</b>	<b>69,2</b>	<b>69,9</b>	<b>70,6</b>	<b>71,4</b>
marża	5,9%	5,9%	3,5%	3,7%	4,3%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
<b>Saldo PF/KF</b>	<b>-38,1</b>	<b>-21,4</b>	<b>8,6</b>	<b>-27,7</b>	<b>-15,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,8</b>	<b>-7,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,3</b>
- w tym saldo różnic kurs.	-30,7	-17,8	16,2	-24,7	-9,3	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Inne</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
<b>Wynik brutto</b>	<b>28,0</b>	<b>38,0</b>	<b>44,8</b>	<b>16,2</b>	<b>37,3</b>	<b>56,4</b>	<b>55,2</b>	<b>57,3</b>	<b>60,0</b>	<b>62,5</b>	<b>64,9</b>	<b>67,0</b>	<b>68,7</b>	<b>70,2</b>	<b>71,6</b>
<b>Wynik netto</b>	<b>20,8</b>	<b>26,8</b>	<b>32,0</b>	<b>6,8</b>	<b>26,6</b>	<b>40,3</b>	<b>39,5</b>	<b>40,9</b>	<b>42,9</b>	<b>44,7</b>	<b>46,4</b>	<b>47,9</b>	<b>49,1</b>	<b>50,1</b>	<b>51,2</b>
<b>Dług netto**</b>	<b>129,0</b>	<b>173,7</b>	<b>144,7</b>	<b>127,9</b>	<b>119,4</b>	<b>117,0</b>	<b>95,6</b>	<b>71,2</b>	<b>45,1</b>	<b>28,4</b>	<b>10,5</b>	<b>2,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>-13,8</b>	<b>-22,5</b>

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; od 2019 dług netto wg MSSF16

**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	313,5	302,7	322,0	322,7	323,7	325,3	327,0	328,8	330,6	332,3	333,9	335,4
Wartości niematerialne i prawne	55,5	55,5	53,3	50,9	48,9	47,2	45,7	44,5	43,4	42,5	41,8	41,1
Rzeczowe aktywa trwałe	220,8	211,6	232,6	235,3	237,8	240,6	243,2	245,7	248,0	250,1	251,9	253,5
Inwestycje długoterminowe	7,3	7,5	7,9	8,4	8,9	9,4	10,0	10,5	11,0	11,6	12,1	12,7
Pozostałe aktywa trwałe	37,2	35,6	36,1	36,6	37,1	37,6	38,1	38,6	39,2	39,7	40,2	40,8
Aktywa obrotowe	508,6	492,5	505,7	516,9	527,7	540,7	544,7	549,5	544,1	544,4	544,5	547,9
Zapasy	193,0	180,9	184,0	186,8	187,9	190,2	192,9	195,8	198,3	200,5	202,7	205,0
Należności krótkoterminowe	257,1	264,3	276,4	284,0	289,7	294,9	299,9	304,3	308,2	311,6	315,1	318,6
Inwestycje krótkoterminowe	58,5	47,3	45,3	46,1	50,1	55,7	51,9	49,3	37,6	32,3	26,7	24,3
- w tym środki pieniężne	52,9	45,5	43,5	44,3	48,2	53,8	50,1	47,5	35,7	30,4	24,9	22,5
Aktywa razem	822,2	795,2	827,7	839,6	851,4	866,0	871,7	878,3	874,7	876,7	878,4	883,3
Kapitał (fundusz) własny	422,2	425,3	458,8	488,2	519,2	551,8	575,1	599,1	612,2	625,4	638,7	652,3
Kapitał mniejszości	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	399,5	369,3	368,3	350,7	331,4	313,4	295,7	278,2	261,5	250,3	238,6	229,8
Zobowiązania oprocentowane	180,8	164,9	160,4	139,9	119,4	98,9	78,4	57,9	38,6	25,1	11,1	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	218,6	204,4	207,8	210,8	212,0	214,4	217,3	220,3	222,9	225,2	227,5	229,8
Pasywa razem	822,2	795,2	827,7	839,6	851,4	866,0	871,7	878,3	874,7	876,7	878,4	883,3

<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	1 179	1 228	1 284	1 319	1 346	1 370	1 393	1 414	1 432	1 448	1 464	1 480
Koszty produktów, tow. i materiałów	836,0	870,1	896,4	921,9	941,3	958,0	974,1	988,7	1 001,3	1 012,6	1 024,0	1 035,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	342,7	357,9	388,0	397,5	404,9	412,2	419,2	425,5	430,8	435,4	440,1	444,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	291,0	293,0	315,3	323,9	330,5	336,4	342,1	347,2	351,6	355,5	359,4	363,4
Zysk (strata) na sprzedaży	51,7	64,9	72,7	73,6	74,4	75,8	77,1	78,3	79,2	79,9	80,6	81,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8,3	-12,6	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
EBITDA	69,2	80,3	98,8	99,5	100,1	101,0	102,2	103,3	104,2	105,0	105,8	106,7
EBIT	43,4	52,3	62,7	63,6	64,4	65,8	67,1	68,3	69,2	69,9	70,6	71,4
Saldo działalności finansowej	-27,7	-15,5	-6,7	-8,8	-7,6	-6,3	-5,1	-3,9	-2,8	-1,8	-1,0	-0,3
Inne pozycje	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Zysk (strata) brutto	16,2	37,3	56,4	55,2	57,3	60,0	62,5	64,9	67,0	68,7	70,2	71,6
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk (strata) netto*	6,8	26,6	40,3	39,5	40,9	42,9	44,7	46,4	47,9	49,1	50,1	51,2

\*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

<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	-7,5	44,5	71,3	74,2	76,2	77,3	78,2	79,4	80,7	81,7	82,2	82,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	48,8	-24,9	-34,7	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1	-36,2	-36,2	-36,2
Przepływy z działalności finansowej	-43,1	-27,2	-38,7	-37,3	-36,2	-35,6	-45,9	-45,9	-56,3	-50,8	-51,6	-49,0
Przepływy pieniężne netto	-1,8	-7,5	-2,0	0,8	3,9	5,6	-3,8	-2,6	-11,7	-5,3	-5,6	-2,4
Środki pieniężne na początek okresu	54,7	52,9	45,5	43,5	44,3	48,2	53,8	50,1	47,5	35,7	30,4	24,9
Środki pieniężne na koniec okresu	52,9	45,5	43,5	44,3	48,2	53,8	50,1	47,5	35,7	30,4	24,9	22,5



**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	4,2%	4,6%	2,7%	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
EBITDA zmiana r/r	16,0%	23,1%	0,8%	0,5%	1,0%	1,1%	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
EBIT zmiana r/r	20,4%	19,8%	1,4%	1,2%	2,3%	2,0%	1,7%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto zmiana r/r	290,0%	51,5%	-2,1%	3,7%	4,8%	4,3%	3,8%	3,2%	2,5%	2,2%	2,1%
Marża brutto na sprzedaży	29,1%	30,2%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,0%
Marża EBITDA	6,5%	7,7%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%
Marża EBIT	4,3%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża brutto	3,0%	4,4%	4,2%	4,3%	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%
Marża netto	2,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%
COGS / przychody	70,9%	69,8%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	70,0%
SG&A / przychody	23,9%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%
SG&A / COGS	33,7%	35,2%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%	35,1%
ROE	6,2%	8,8%	8,1%	7,9%	7,8%	7,8%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
ROA	3,3%	4,9%	4,7%	4,8%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%
Dług	164,9	160,4	139,9	119,4	98,9	78,4	57,9	38,6	25,1	11,1	0,0
D / (D+E)	20,7%	19,4%	16,7%	14,0%	11,4%	9,0%	6,6%	4,4%	2,9%	1,3%	0,0%
D / E	26,2%	24,0%	20,0%	16,3%	12,9%	9,9%	7,1%	4,6%	2,9%	1,3%	0,0%
Odsetki / EBIT	12,1%	11,7%	10,6%	9,1%	7,5%	5,9%	4,5%	3,1%	2,1%	1,2%	0,4%
Dług / kapitał własny	38,7%	34,9%	28,6%	23,0%	17,9%	13,6%	9,7%	6,3%	4,0%	1,7%	0,0%
Dług netto	119,4	117,0	95,6	71,2	45,1	28,4	10,5	2,9	-5,3	-13,8	-22,5
Dług netto / kapitał własny	28,1%	25,5%	19,6%	13,7%	8,2%	4,9%	1,7%	0,5%	-0,9%	-2,2%	-3,4%
Dług netto / EBITDA	1,5	1,2	1,0	0,7	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Dług netto / EBIT	2,3	1,9	1,5	1,1	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
EV	382,0	379,6	358,2	333,8	307,7	291,0	273,1	265,5	257,3	248,8	240,1
Dług / EV	43,2%	42,3%	39,1%	35,8%	32,2%	27,0%	21,2%	14,5%	9,8%	4,5%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,2%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	95,3%	96,4%	100,7%	101,5%	103,0%	103,5%	103,6%	103,5%	103,3%	103,0%	102,8%
Amortyzacja / Przychody	2,3%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Zmiana KO / Przychody	0,8%	1,0%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19,1%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
<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*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	9,9	6,5	6,7	6,4	6,1	5,9	5,7	5,5	5,4	5,2	5,1
P/BV*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE*	4,8	3,4	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0
EV/EBITDA*	4,8	3,8	3,6	3,3	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3
EV/EBIT*	7,3	6,1	5,6	5,2	4,7	4,3	4,0	3,8	3,7	3,5	3,4
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	18,7	20,1	21,4	22,8	24,2	25,2	26,3	26,9	27,4	28,0	28,6
EPS	1,2	1,8	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2
CEPS	2,4	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8
DPS	0,30	0,30	0,44	0,43	0,45	0,94	0,98	1,52	1,57	1,61	1,65
Payout ratio	100,4%	25,8%	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 11,50 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](#)

**Krzystian Brymora**

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

**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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	16,5	kupuj	14,4	31.05.2019	09:20 CEST	11,50	57 187
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

**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.

**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	1	33%	0	0%
Akumuluj	1	0%	0	0%
Trzymaj	0	33%	0	0%
Redukuj	1	33%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**Nota prawna:**

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 uwzględnić, 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 31.05.2019 roku (09:20 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.06.2019 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 31.05.2019 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.