Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 26,4 PLN

16 LUTY 2015

W ostatnich 3 latach Selena FM przeszła gruntowną restrukturyzację, do której katalizatorem było przekroczenie 1,0 mld PLN przychodów m.in. na bazie wielu transakcji M&A. Skupiono się na poprawie rentowności, uporządkowaniu biznesu w spółkach zależnych (nadal istnieje tu spore pole do poprawy; większość podmiotów nie przyniosła zwrotu z zainwestowanych środków) oraz ograniczeniu zadłużenia. Obecnie dla Seleny FM głównym wyzwaniem jest poradzenie sobie ze spadkiem sprzedaży w Rosji (która jest drugim po Polsce rynkiem zbytu; sprzedaż do Rosji prowadzona jest przede wszystkim z polskich fabryk spółki). Spodziewamy się, że w 2015 trudno będzie o utrzymanie poziomu przychodów skonsolidowanych, jednak dostrzegamy rezerwy po stronie kosztowej (w skali całej spółki), które dają naszym zdaniem szansę na wzrost rentowności m.in.: i) spadek cen surowców (koszty surowcowe stanowią 2/3 kosztów ogółem – szacujemy, że ponad połowa podąża w średnim/długim terminie za cenami ropy), ii) dalsze działania w spółkach zależnych (m.in. Hiszpania, Turcja, Chiny, Rumunia), iii) skupienie większej uwagi na R&D (rentowność spółki jest wyraźnie niższa niż takich konkurentów jak Sika czy Henkel). Uważamy, że w stabilnych warunkach spółka ma już obecnie potencjał do generowania 100 mln PLN EBITDA. Przy spadku zadłużenia netto <100 mln PLN (spółka nie ma obecnie potrzeb inwestycyjnych, które przekraczałyby roczny poziom amortyzacji), poziom wskaźnika EV/EBITDA kształtuje się w okolicach 5x - przy medianie'15 dla zagranicznych podmiotów na poziomie 9x (zwracamy uwagę, że realnie na rynku polskim generowane jest jedynie 25-30% przychodów grupy). Uważamy, że Selena FM daje korzystną ekspozycję na wyraźnie niższe niż w ostatnich latach ceny ropy, a wpływ spadku sprzedaży w Rosji na wyniki uda się w sporej mierze zrekompensować przez wzrost efektywności na innych rynkach. Wznawiamy wydawanie rekomendacji dotyczących Seleny FM od zalecenia Kupuj z ceną docelową 26,4 PLN.

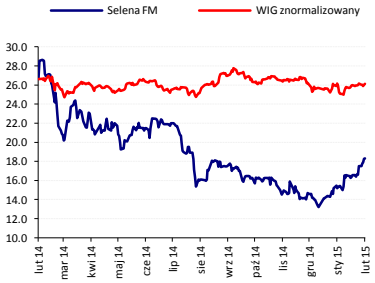
Za cały 2014 roku oczekujemy 1,11 mld PLN przychodów (+0% r/r), 90 mln EBITDA i 17 mln PLN zysku netto. Wyniki samego 4Q'14 (spodziewamy się kilkunastu mln PLN straty netto) będą wg naszych szacunków obciążone przez znaczne ujemne różnice kursowe z tytułu zachowania kursu EUR/RUB (na wynikach 1Q'15 odbije się osłabienie UAH). W 2015 roku oczekujemy spadku sprzedaży o 3% i poprawy EBITDA do 95-100 mln PLN – widzimy to nawet większy potencjał, jeśli nie pojawi się duża presja na obniżanie ceny produktów. Jednymi z głównych surowców używanych przez spółkę są MDI i poliole (pochodne odpowiednio benzenu i propylenu, których ceny w 1Q'15 spadły o 50% i 30% vs 3Q'14). Na razie obniżki nie są znaczące (10% spadek na MDI, bez zmian na poliolach), jednak oczekujemy, że w ciągu kolejnych 1-2Q, w ślad za obecnym spadkiem cen wsadu co ich produkcji, ceny mogą spaść o kilkanaście % (jeżeli nie nastąpi mocne odbicie cen ropy).

Zwracamy uwagę, że wynik netto jest w dużym stopniu wrażliwy na wahania kursów walut. Z punktu widzenia eksportu korzystne dla Seleny jest osłabienie PLN vs EUR (przychody walutowe przewyższają koszty zakupu surowców). W przypadku rynków eksportowych słabe waluty lokalne vs EUR są natomiast niekorzystne (spadek konkurencyjności vs lokalni producenci, ujemne różnice kursowe). Największa zagraniczna ekspozycja wiąże się z rosyjskim rublem (kilkanaście mln EUR).

Wycena DCF [PLN]	25,5
Wycena porównawcza [PLN]	28,4
Wycena końcowa [PLN]	**26,4**
Potencjał do wzrostu / spadku	**44,1%**
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	18,3
Kapitalizacja [mln PLN]	417,9
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	18,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	13,2
Stopa zwrotu za 3 mc	22,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	14,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-5,0%
Struktura akcjonariatu:	
Domarecki Krzysztof	77,0%
Pozostali	23,0%

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

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	1 022,1	1 060,9	1 113,9	1 113,8	1 082,4	1 134,9
EBITDA [mln PLN]	29,8	52,4	75,9	90,4	95,7	101,9
EBIT [mln PLN]	5,2	27,4	50,2	65,0	70,5	76,6
Zysk netto [mln PLN]	17,8	4,5	20,5	17,0	45,8	56,8
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
P/E	23,4	92,0	20,4	24,6	9,1	7,4
EV/EBITDA	19,8	10,6	6,8	5,8	5,1	4,6
EV/EBIT	113,4	20,3	10,3	8,1	6,9	6,1



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 3
WYCENA PORÓWNAWCZA 6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 7
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE 8
WYNIKI FINANSOWE W OSTATNICH LATACH 8
RYNKI ZBYTU/OTOCZENIE MAKRO 12
SUROWCE/KOSZTY 15
PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 4Q'14 I KOLEJNE OKRESY 17
DANE FINANSOWE 20

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 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 28,4 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 25,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% 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 26,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	**70%**	**25,5**
Wycena metodą porównawczą, w tym:	**30%**	**28,4**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	22,5
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	34,4
Wycena 1 akcji Selena FM [PLN]	**26,4**	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- Za 2014 rok spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie porównywalnym z 2013 rokiem (1,11 mld PLN). W bieżącym roku zakładamy skonsolidowany spadek o 3%, przy czym przyjmujemy m.in. 25% spadek sprzedaży r/r w Rosji wyrażony w EUR (spółka indeksuje ceny) oraz 2% spadek sprzedaży w Polsce w PLN (rezygnacja z mniej rentownych produktów). Wzrostów r/r (w EUR) spodziewamy się m.in. w Turcji, Kazachstanie, obu Amerykach. Stabilnej sprzedaży r/r spodziewamy się po rynkach krajów UE.
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że >50% mogą stanowić „zmienne" koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). „Opóźnienie" w reakcji surowców używanych przez spółkę na większe zmiany cen ropy trwa zwykle 3-6 miesięcy (na razie obniżki na MDI czy poliolach są ograniczone). W modelu bezpiecznie przyjmujemy, że spółka poprawi I marżę o 0,5-0,6 pp (zakładamy, że obniżki cen surowców zostaną skonsumowane przez obniżkę cen produktów). Zwracamy jednak uwagę, że w 2009 roku (przy poprzednim załamaniu cen ropy) spółka była w stanie zwiększyć marżę nawet o kilka punktów r/r. Bazę dla cen surowców stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.

Założenia dla cen ropy

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Brent [USD/bbl]	99	59	68	72	75	77	78	78	78	78	78

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, średnia roczna

- Dostrzegamy nadal przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży (lepsze receptury produktów, wyższa efektywności dzięki systemowi ERP, poprawa wyników w zakładach produkcyjnych w Turcji, Hiszpanii, Rumunii czy w Chinach) Estymujemy, że rentowność EBITDA w 2014 roku wyniesie 8,1% a w kolejnych 2 latach poprawi się do 9% (ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej w długim terminie utrzymujemy na poziomie 1,0% przychodów).
- Cykl konwersji gotówki przyjmujemy na poziomie 72-73 dni w długim terminie (w ostatnich latach wahał się w przedziale 62-82 dni w ujęciu rocznym).
- CAPEX zakładamy na poziomie zbliżonym do amortyzacji w całym okresie prognozy (nasz prognoza przychodów jest relatywnie płaska, spółka dysponuje niewykorzystanym potencjałem w części obszarów – Hiszpania, Chiny, Rumunia).
- Stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19% - zwracamy jednak uwagę, że spółka może uzyskiwać niższa efektywną stawkę podatku (tarcza podatkowa z transakcji sprzedaży spółek zależnych w ramach grupy oraz ulgi z SSE).
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto wg naszej prognozy na koniec 2014 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 22,8 mln akcji
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 16 lutego 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 581,9 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 25,5 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 082,4	1 134,9	1 161,9	1 184,5	1 198,5	1 204,3	1 209,2	1 221,1	1 232,7	1 243,8
EBIT [mln PLN]	70,5	76,6	76,1	76,7	77,7	78,4	78,6	79,5	80,3	81,2
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,4	14,5	14,5	14,6	14,8	14,9	14,9	15,1	15,3	15,4
NOPLAT [mln PLN]	57,1	62,0	61,7	62,1	62,9	63,5	63,7	64,4	65,1	65,7
Amortyzacja [mln PLN]	25,1	25,3	25,6	25,9	26,2	26,4	26,5	26,7	26,8	26,8
CAPEX [mln PLN]	-25,4	-26,1	-26,7	-27,0	-27,2	-27,1	-27,0	-27,0	-27,0	-27,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-7,8	-11,1	-5,7	-4,2	-2,4	-0,7	-0,5	-2,0	-1,9	-1,8
DFCF [mln PLN]	49,0	50,1	54,8	56,8	59,5	62,1	62,8	62,1	62,9	63,8
Suma DFCF [mln PLN]	371,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	759,8		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+1,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	319,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	690,5									
Dług netto 2014 [mln PLN]	108,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	**581,9**									
Ilość akcji [mln szt.]	22,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**25,5**									
Przychody zmiana r/r	-2,8%	4,8%	2,4%	1,9%	1,2%	0,5%	0,4%	1,0%	1,0%	0,9%
EBIT zmiana r/r	8,6%	8,5%	-0,6%	0,8%	1,2%	0,9%	0,4%	1,1%	1,1%	1,0%
FCF zmiana r/r*	102,3%	2,3%	9,2%	3,7%	4,7%	4,4%	1,2%	-1,1%	1,3%	1,4%
Marża EBITDA	8,8%	9,0%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Marża EBIT	6,5%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Marża NOPLAT	5,3%	5,5%	5,3%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
CAPEX / Przychody	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	101,3%	103,2%	104,5%	104,4%	104,0%	102,7%	101,6%	101,2%	100,9%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	1,0%	0,5%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-24,8%	21,1%	21,1%	18,7%	17,2%	11,7%	10,0%	16,5%	16,4%	16,1%

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

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	81,8%	84,9%	88,4%	91,2%	94,0%	95,9%	97,8%	99,7%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	18,2%	15,1%	11,6%	8,8%	6,0%	4,1%	2,2%	0,3%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,7%	8,9%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%

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	25,8	27,3	29,2	31,5	34,6	38,8	44,9	54,4	71,6
	0,8	24,3	25,6	27,2	29,3	31,8	35,3	40,1	47,3	59,4
	0,9	23,0	24,1	25,5	27,3	29,4	32,3	36,2	41,8	50,6
	1,0	21,8	22,8	24,0	25,5	27,3	29,7	32,9	37,4	44,1
	1,1	20,6	21,5	22,6	23,9	25,5	27,5	30,2	33,8	39,0
	1,2	19,6	20,4	21,3	22,5	23,8	25,6	27,8	30,7	34,9
	1,3	18,6	19,3	20,2	21,2	22,4	23,8	25,7	28,2	31,5

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%	26,4	28,0	30,0	32,5	35,8	40,4	47,1	57,8	77,9
	4%	23,2	24,4	25,9	27,6	29,9	32,8	36,9	42,8	52,2
	5%	20,6	21,5	22,6	23,9	25,5	27,5	30,2	33,8	39,0
	6%	18,5	19,1	20,0	20,9	22,1	23,5	25,3	27,7	30,9
	7%	16,6	17,1	17,8	18,5	19,4	20,4	21,7	23,4	25,5
	8%	15,0	15,5	15,9	16,5	17,2	18,0	18,9	20,1	21,6
	9%	13,7	14,0	14,4	14,8	15,4	16,0	16,7	17,5	18,6

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%	45,2	42,5	40,0	37,8	35,8	34,0	32,4	30,8	29,4
	4%	39,3	36,5	34,0	31,8	29,9	28,1	26,6	25,1	23,8
	5%	34,6	31,8	29,4	27,3	25,5	23,8	22,4	21,0	19,8
	6%	30,8	28,1	25,8	23,8	22,1	20,5	19,2	17,9	16,8
	7%	27,7	25,1	22,9	21,0	19,4	17,9	16,7	15,5	14,5
	8%	25,1	22,6	20,5	18,7	17,2	15,8	14,6	13,6	12,6
	9%	22,9	20,5	18,5	16,8	15,4	14,1	13,0	12,0	11,1

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 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga 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 648,8 mln PLN, czyli 28,4 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		**28,4**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	22,5
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	34,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	**2016P**	**2017P**	**2015P**	**2016P**	**2017P**
Ferro	8,4	7,8	7,5	7,4	6,8	6,4
Nowa Gala	18,2	14,6	14,8	4,5	4,2	4,0
Libet	10,1	7,7	6,5	4,7	4,1	3,7
Śnieżka	12,3	10,8	10,4	7,7	7,2	6,8
Mediana	11,2	9,3	9,0	6,1	5,5	5,2
Selena FM	9,1	7,4	7,3	5,1	4,6	4,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-18,2%	-20,9%	-18,6%	-15,7%	-17,0%	-16,3%
Wycena wg wskaźnika	22,4	23,1	22,5	22,3	22,5	22,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**22,7**			**22,3**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**22,5**					

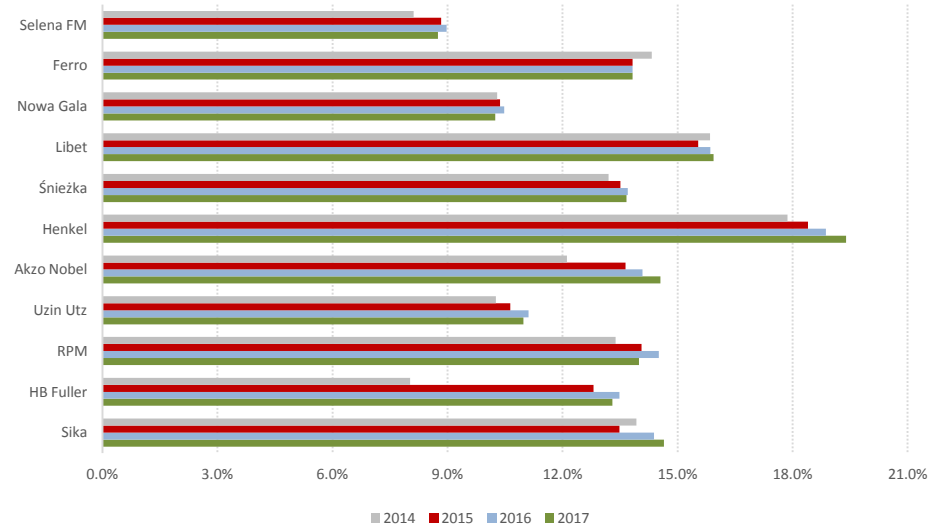
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	**2016P**	**2017P**	**2015P**	**2016P**	**2017P**
Henkel	21,4	19,8	17,9	13,4	12,1	10,5
Akzo Nobel	17,2	15,7	14,0	8,6	8,0	6,8
Uzin Utz	13,9	12,4	11,9	7,8	6,9	6,8
RPM	17,6	16,2	14,3	10,6	9,7	9,1
HB Fuller	15,7	13,1	12,3	9,5	8,3	8,0
Sika	15,6	14,8	13,3	8,6	7,9	6,7
Mediana	16,5	15,2	13,7	9,1	8,1	7,4
Selena FM	9,1	7,4	7,3	5,1	4,6	4,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-44,5%	-51,7%	-46,4%	-43,7%	-43,8%	-41,2%
Wycena wg wskaźnika	33,0	37,9	34,2	34,9	34,2	31,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**35,0**			**33,7**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**34,4**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną, koniunkturą w budownictwie i sezonowością przychodów.**

- **Ryzyko wzrostu cen surowców**. Do podstawowych surowców wykorzystywanych w działalności produkcyjnej przez spółkę należą surowce chemiczne, w tym surowce uzyskiwane z przerobu ropy naftowej. Silny wzrost cen wyrobów ropopochodnych może okresowo wpływać na obniżenie wyników finansowych spółki. Spółka w surowce zaopatruje się przede wszystkim na rynkach zagranicznych.

- **Ryzyko kursowe.** Spółka posiada ekspozycję na waluty zagraniczne (głównie EUR) po stronie przychodów i kosztów. Dla przychodów niekorzystne jest umocnienia się PLN wobec EUR (niższe wpływy ze sprzedaży eksportowej), co jednak w sporej mierze rekompensowane jest przez ponoszone niższych kosztów zakupu surowca. W związku z działalnością na wielu zróżnicowanych geograficznie rynkach dochodzi ryzyko zmiany kursów lokalnych walut vs EUR (osłabienie lokalnych walut vs EUR przekłada się na ujemne różnice kursowe).

- **Ryzyko konkurencji**. Na rynkach, którym działa spółka istnieje silna konkurencja w postaci dużych, międzynarodowych firm oferujących szeroką gamę produktów, jak np. Henkel, Akzo, Sika, Bostik czy RPM. Selena na ich tle posiada mniej zdywersyfikowaną ofertę grup produktowych i przez to jest mocniej narażona na wahania rynkowe i nasilenie konkurencji. Dodatkowo spółka musi się liczyć z obecnością na poszczególnych rynkach lokalnej konkurencji, charakteryzującą się dobrą znajomością specyfiki lokalnego rynku i na ogół posiadający w nim znaczące udziały.

- **Ryzyko związane z niestabilnością rynków wschodnioeuropejskich i azjatyckich**. Selena prowadzi eksport znaczącej części produkcji na rynki krajów wschodnioeuropejskich (m.in. Rosja) i azjatyckich, które charakteryzują się znaczną niestabilnością, niską przejrzystością oraz barierami administracyjnymi. Zwrócić należy także uwagę na podwyższone ryzyko kredytowe, prawne i podatkowe.

- **Ryzyko związane z akwizycjami oraz ekspansją na rynkach zagranicznych**. Spółka na przestrzeni poprzednich dokonywała znaczących akwizycji. Może okazać się, że przyszłe wyniki finansowe niektórych z przejmowanych podmiotów oraz zakładane efekty synergii będą niższe od oczekiwanych.

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

Selena FM prowadzi produkcję oraz sprzedaż szerokiej gamy produktów i akcesoriów chemii budowlanej. Główne marki to Tytan, Artelit oraz Quilosa (Hiszpania). Spółka jest jednym z trzech największych światowych producentów piany poliuretanowej używanej do montażu okien i drzwi. Grupa w swojej ofercie posiada także uszczelniacze (m.in. silikony, akryle), kleje budowlane i przemysłowe, produkty do hydroizolacji, systemy ociepleń, zamocowania oraz produkty komplementarne. W skład grupy wchodzi 30 spółek w 18 krajach na całym świecie. Zakłady produkcyjne zlokalizowane są w Polsce, Brazylii, Korei, Chinach, Rumunii, Turcji oraz w Hiszpanii.

Do głównych konkurentów spółki należą Henkel (w Polsce marka Ceresit), Bostik (właścicielem jest Total), Tremco-Illbruc (RPM), Soudal, Den Braven, TKK, Krimelte (Wolf Group), Dow Corning, Sika, Atlas, Lakma, Kim-Tec czy Mapei.

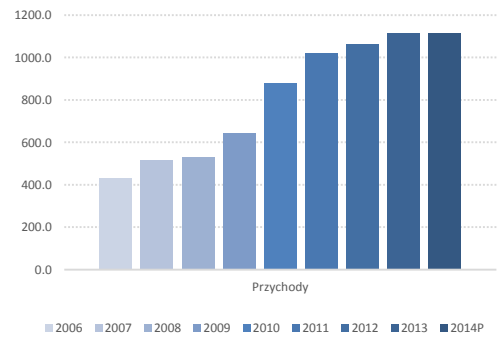
Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Domarecki Krzysztof	17 588 000	77,0%	21 588 000	80,5%
Pozostali	5 246 000	23,0%	5 246 000	19,55%
Razem	**22 834 000**	**100,0%**	**26 834 000**	**100,0%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

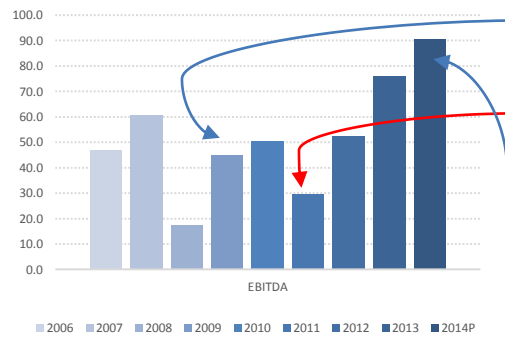
WYNIKI FINANSOWE W OSTATNICH LATACH

Przychody rocznie [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA rocznie [mln PLN]



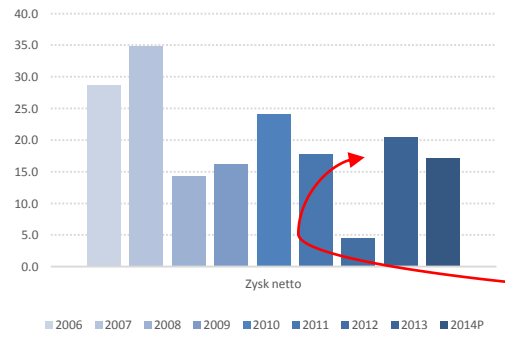
Niskie ceny surowców, ograniczony wpływ M&A na wyniki

Wzrost cen surowców, negatywny wpływ M&A na wyniki (w 2011 nowe spółki przyniosły -38 mln PLN straty EBIT, w kolejnym -27 mln PLN

Restrukturyzacja, relatywnie drogie ale stabilne cenowo surowce

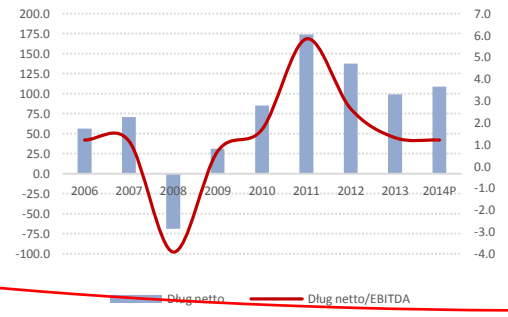
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto* [mln PLN]



*Źródło: BDM S.A., spółka, * łącznie z zobowiązaniami powstałymi przy realizacji akwizycji w Hiszpanii*

Wynik netto w okresie 2012-14 obciążony przez duże ujemne różnice kursowe (osłabienie lokalnych walut, m.in. RUB vs EUR)

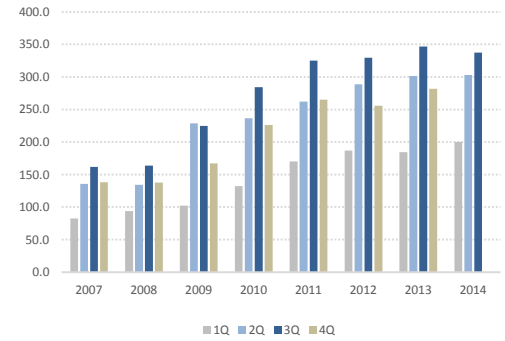
W 2011 roku Selena FM po raz pierwszy w historii przekroczyła barierę 1,0 mld PLN przychodów. Zbiegło się to jednak w czasie koniecznością przeprowadzenia gruntownej restrukturyzacji (główny akcjonariusz, K. Domarecki, wycofał się z roli prezesa do rady nadzorczej, natomiast jego następcą został J. Michniuk). Kolejne trzy lata przyniosły okres porządkowania biznesu oraz skupienie się na poprawie rentowności, która ucierpiała na skutek akwizycji i budowy nowych mocy produkcyjnych (Chiny-Nantong) oraz dynamicznego odbicia cen surowców po kryzysie 2008/09.

EBITDA od 2011 roku (30 mln PLN) wzrosła około 3x, co jest efektem poprawy marży brutto ze sprzedaży (z 27% do blisko 30%) oraz trzymaniu w ryzach kosztów SG&A. Jednocześnie spółce udało się obniżyć zadłużenie do ok. 100 mln PLN netto (w 2011 roku sięgało ono nawet 6xEBITDA – przy czym w zasadzie za jego całość odpowiadały inwestycje w nowe podmioty).

Ze strat udało się wyprowadzić hiszpańską Quilosę/Selena Iberia (spółka nadal ma jednak spore niewykorzystane moce produkcyjne) i Matizol. Na ostatniej prostej do tego celu wydaje się być spółka turecka (Polyfoam). Problematyczne pozostają nadal biznesy w Chinach (trudny lokalny rynek, kłopoty proceduralne z eksportem – spółka podjęła jednak konkretne działania, by 2015 rok był lepszy) oraz fabryka w Rumunii.

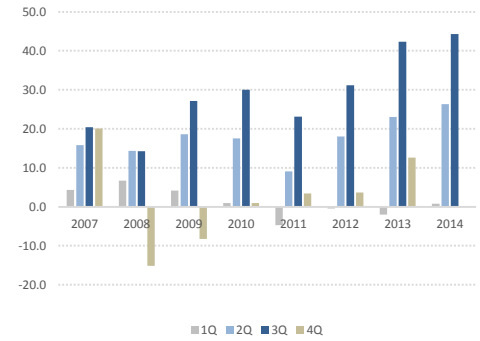
Obecnie głównym wyzwaniem stojącym przed spółką jest obrona sprzedaży w kierunku wschodnim (m.in. Rosja, która jest drugim po Polsce rynkiem zbytu dla spółki, Kazachstan, Ukraina). Z drugiej strony spółka w najbliższych miesiącach powinna odczuć spadek cen surowców (w średnim/długim terminie powiązane z ceną ropy). Dostrzegamy także nadal rezerwy w poprawie rentowności (m.in. wprowadzenie systemu ERP, poprawa receptur produktów, lepsze wyniki spółek zależnych). Problemem pozostaje spore ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz wrażliwość na wahania lokalnych walut (różnice kursowe).

Przychody kwartalnie [mln PLN]



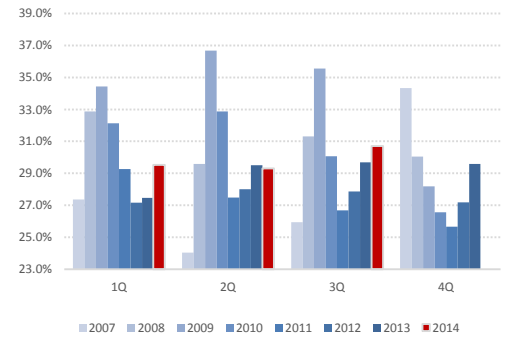
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie [mln PLN]



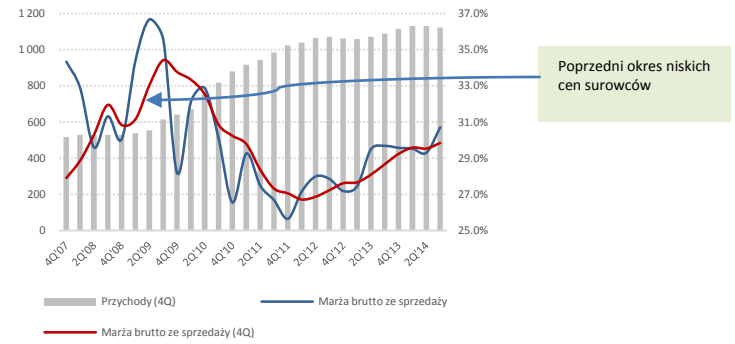
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży [mln PLN]



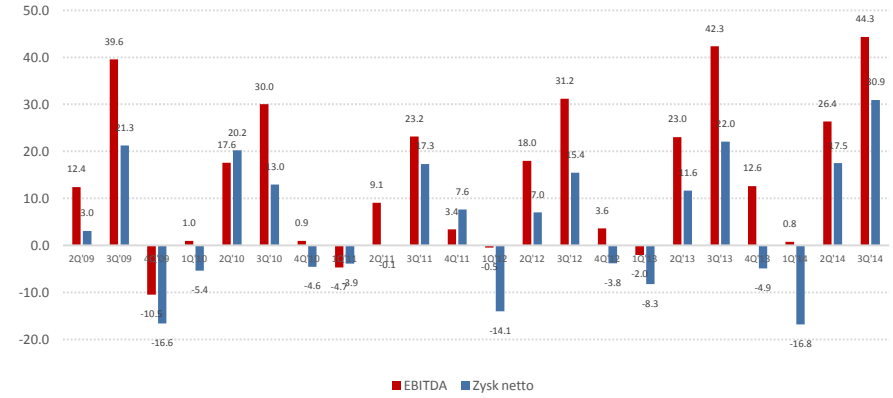
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży [mln PLN]



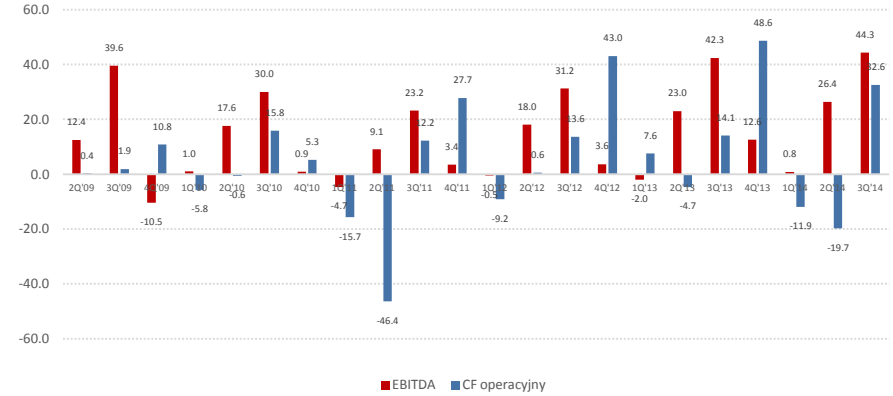
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA a zysk netto [mln PLN]



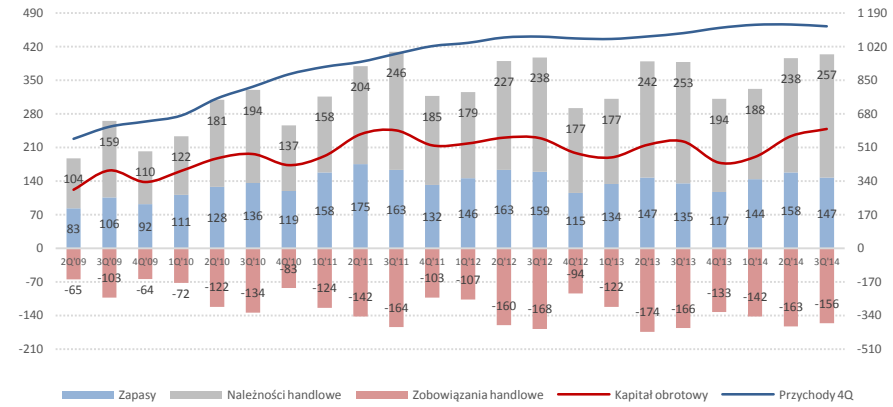
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA a cash flow operacyjny [mln PLN]



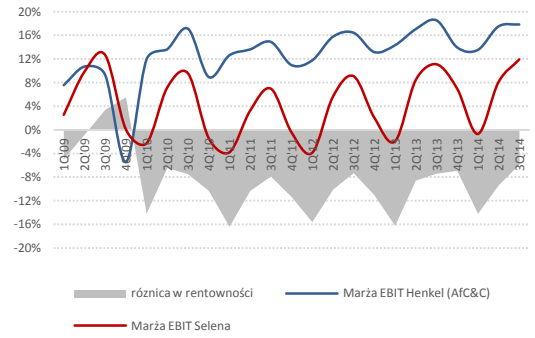
Źródło: BDM S.A., spółka

Kapitał obrotowy [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

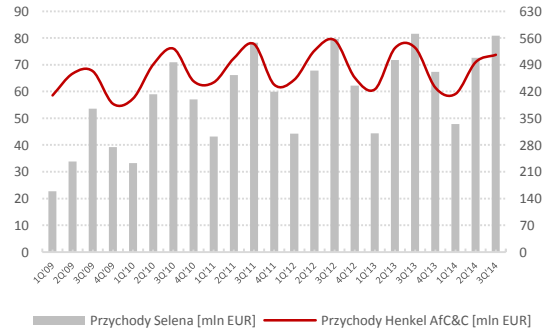
Marża EBIT Selena FM vs Henkel Adhesives Consumers/Craftsmen/Building



Źródło: BDM S.A., spółka, Henkel, (dane skorygowane o one-offy)

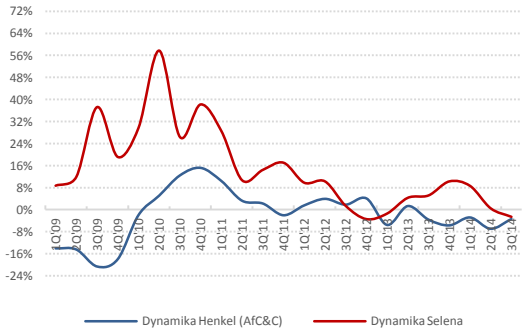
Zwracamy uwagę, że mimo zmniejszenia dystansu do konkurentów w ostatnich latach, Selena nadal generuje jednocyfrową marżę EBIT. Tymczasem w przypadku podmiotów takich jak Henkel (segment chemii budowalnej, marki Ceresit, Pattex, Sista) czy Sika jest ona mocno dwucyfrowa ze względu na przewagą technologiczną (wydatki na R&D).

Przychody Selena FM vs Henkel Adhesives Consumers/Craftsmen/Building



Źródło: BDM S.A., spółka, Henkel

Przychody r/r Selena FM vs Henkel Adhesives Consumers/Craftsmen/Building



Źródło: BDM S.A., spółka, Henkel

RYNKI ZBYTU/OTOCZENIE MAKRO

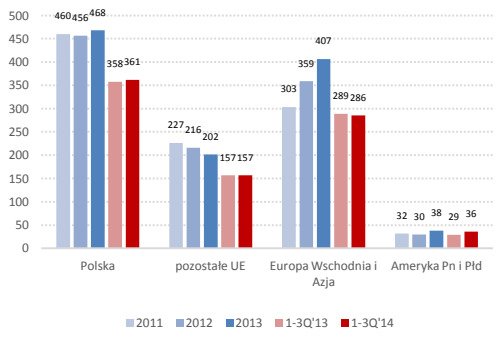
W sprawozdaniach finansowych spółka prezentuje wyniki według segmentacji geograficznej. Zwracamy jednak uwagę, że podział skonstruowany jest według siedziby spółki sprzedawcy (a nie odbiorcy) – np. produkty private label produkowane w Polsce a sprzedawane odbiorcom zagranicznym alokowane są jako sprzedaż w Polsce. Geograficznie najważniejszymi rynkami dla Seleny FM są Polska oraz Rosja. Spółka realizuje także istotną sprzedaż w Hiszpanii, Kazachstanie, Turcji czy Rumunii. Śladowa w skali grupy pozostaje nadal sprzedaż w Chinach (gdzie kilka lat temu wybudowano własny zakład produkcyjny – głównym pomysłem na wypełnienie jego mocy produkcyjnych jest eksport, m.in. jako private label).

Wybrane dane wg segmentów* [mln PLN]

[mln PLN]	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14
Przychody	**172,2**	**260,0**	**325,0**	**264,9**	**186,9**	**288,9**	**329,5**	**255,7**	**184,2**	**301,3**	**346,5**	**281,9**	**200,1**	**302,7**	**337,5**
Polska	79,2	115,3	146,3	119,2	82,2	127,1	145,0	101,9	71,8	127,2	158,7	110,1	88,1	128,2	145,1
pozostałe kraje UE	49,4	59,1	72,5	45,6	51,5	59,9	56,4	48,1	44,3	57,4	55,0	45,1	47,4	56,2	53,5
Europa Wschodnia i Azja	36,4	78,5	98,1	90,5	46,5	94,5	119,9	98,0	59,0	107,0	122,7	117,9	53,4	105,4	126,8
Ameryka Płn. i Płd.	7,1	7,1	8,2	9,6	6,6	7,4	8,2	7,7	9,1	9,7	10,1	8,9	11,3	12,9	12,0
zmiana r/r	**30,1%**	**10,5%**	**14,3%**	**16,9%**	**8,5%**	**11,1%**	**1,4%**	**-3,5%**	**-1,4%**	**4,3%**	**5,2%**	**10,3%**	**8,6%**	**0,5%**	**-2,6%**
Polska	42,4%	1,5%	11,8%	20,3%	3,8%	10,3%	-0,9%	-14,5%	-12,6%	0,1%	9,5%	8,0%	22,6%	0,8%	-8,6%
pozostałe kraje UE	15,9%	14,2%	22,0%	-7,5%	4,3%	1,3%	-22,1%	5,5%	-14,1%	-4,2%	-2,6%	-6,3%	7,0%	-2,0%	-2,7%
Europa Wschodnia i Azja	20,2%	24,2%	12,1%	20,1%	27,7%	20,4%	22,2%	8,3%	26,8%	13,3%	2,3%	20,3%	-9,6%	-1,5%	3,4%
Ameryka Płn. i Płd.	86,7%	4,2%	23,8%	229,7%	-7,7%	4,6%	-0,5%	-20,2%	38,0%	30,8%	23,8%	15,7%	24,7%	33,4%	18,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	**49,8**	**72,0**	**86,7**	**68,0**	**50,8**	**80,9**	**91,8**	**69,5**	**50,6**	**88,9**	**102,9**	**83,4**	**59,1**	**88,7**	**103,6**
marża	28,9%	27,7%	26,7%	25,7%	27,2%	28,0%	27,9%	27,2%	27,5%	29,5%	29,7%	29,6%	29,5%	29,3%	30,7%
Koszty sprzedaż	**37,4**	**42,7**	**44,7**	**46,8**	**39,1**	**45,3**	**42,9**	**44,0**	**35,1**	**44,5**	**44,9**	**43,6**	**39,3**	**46,3**	**44,7**
/przychody	21,7%	16,4%	13,7%	17,7%	20,9%	15,7%	13,0%	17,2%	19,1%	14,8%	13,0%	15,5%	19,6%	15,3%	13,2%
Koszty zarządu	**18,9**	**20,8**	**19,4**	**22,2**	**18,9**	**19,4**	**18,9**	**20,2**	**19,0**	**19,0**	**19,4**	**20,0**	**21,2**	**17,9**	**18,7**
/przychody	11,0%	8,0%	6,0%	8,4%	10,1%	6,7%	5,7%	7,9%	10,3%	6,3%	5,6%	7,1%	10,6%	5,9%	5,5%
Saldo PPO/PKO	**-3,6**	**-5,5**	**-5,8**	**-2,4**	**0,9**	**-4,4**	**-5,1**	**-8,2**	**-4,6**	**-8,8**	**-3,1**	**-13,5**	**-4,0**	**-4,5**	**-2,1**
/przychody	-2,1%	-2,1%	-1,8%	-0,9%	0,5%	-1,5%	-1,6%	-3,2%	-2,5%	-2,9%	-0,9%	-4,8%	-2,0%	-1,5%	-0,6%
EBIT	**-10,1**	**3,0**	**16,9**	**-3,5**	**-6,3**	**11,8**	**24,8**	**-2,9**	**-8,2**	**16,7**	**35,4**	**6,3**	**-5,4**	**20,1**	**38,1**
marża	-5,9%	1,2%	5,2%	-1,3%	-3,4%	4,1%	7,5%	-1,1%	-4,4%	5,5%	10,2%	2,2%	-2,7%	6,6%	11,3%
EBITDA	**-4,7**	**-13,8**	**46,0**	**2,3**	**-0,5**	**18,0**	**31,2**	**3,6**	**-2,0**	**23,0**	**42,3**	**12,6**	**0,8**	**26,4**	**44,3**
UE**	17,8	14,8	56,5	34,8	14,7	32,7	49,7	28,8	17,5	49,7	50,2	30,6	22,6	45,1	47,2
Europa Wschodnia i Azja	-3,1	1,3	7,4	1,5	-1,7	4,3	7,0	1,6	-0,1	3,1	6,6	-0,7	-1,3	3,7	9,7
Ameryka Płn. i Płd.	0,5	-0,3	1,1	-0,8	-0,3	0,1	-0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	0,7	0,4
Nieprzypisane	-19,9	-29,6	-18,9	-33,2	-13,2	-19,1	-25,4	-26,9	-20,1	-30,2	-14,7	-18,3	-21,2	-23,1	-13,0
marża EBITDA	**-2,7%**	**-5,3%**	**14,2%**	**0,9%**	**-0,2%**	**6,2%**	**9,5%**	**1,4%**	**-1,1%**	**7,6%**	**12,2%**	**4,5%**	**0,4%**	**8,7%**	**13,1%**
UE	13,8%	8,5%	25,8%	21,1%	11,0%	17,5%	24,7%	19,2%	15,1%	26,9%	23,5%	19,7%	16,7%	24,5%	23,8%
Europa Wschodnia i Azja	-8,4%	1,6%	7,5%	1,7%	-3,7%	4,6%	5,9%	1,6%	-0,2%	2,9%	5,4%	-0,6%	-2,4%	3,5%	7,6%
Ameryka Płn. i Płd.	6,6%	-4,2%	13,4%	-8,3%	-3,9%	1,3%	-2,3%	1,7%	7,8%	4,0%	3,0%	11,3%	5,6%	5,4%	3,5%
Nieprzypisane	-11,5%	-11,4%	-5,8%	-12,5%	-7,1%	-6,6%	-7,7%	-10,5%	-10,9%	-10,0%	-4,2%	-6,5%	-10,6%	-7,6%	-3,9%

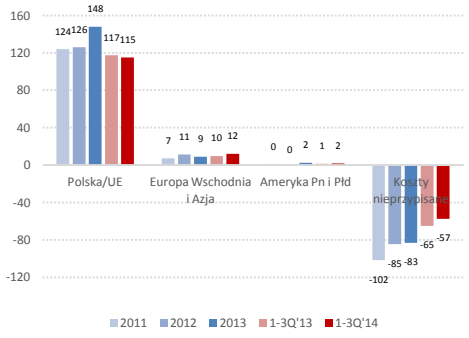
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, * od 1Q'11 spółka raportuje segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (ujęcie sprzedaży produktów private label do m.in. Europy Wschodniej w segmencie Polska/UE), ** łącznie z Polską*

Kontrybucja segmentów* do przychodów [mln PLN]



*Źródło: BDM S.A., spółka, *wg lokalizacji spółki sprzedającej*

Kontrybucja segmentów do EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, nieprzypisane=gł. koszty zarządu

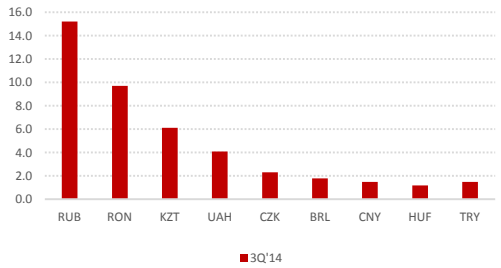
Rynek polski 2014 rok, ze względu na uwarunkowania pogodowe, miał bardzo dobry początek, w kolejnych kwartałach dynamika sprzedaży jednak słabła - ostatecznie spodziewamy się kilku procentowego wzrostu. Na rynku rosyjskim rok był najcięższy od dłuższego czasu. Dynamiki sprzedaży w EUR były ujemne. Do tego mocne osłabienie RUB vs EUR przełożyło się na duże straty na różnicach kursowych. Ekspozycja na ryzyko walutowe na tej parze to 12-16 mln EUR w zależności od okresu (do tego dochodzi ok 10 mln EUR łącznej ekspozycji na waluty na Ukrainie i w Kazachstanie). Spółka stara się je ograniczać m.in. poprzez finansowanie zakupów w lokalnej walucie czy indeksację cen (jednocześnie skutkuje to poszukiwaniem przez klientów produktów na coraz niższych półkach cenowych). Dość pozytywnie zaczęła w 2014 roku wyglądać Hiszpania (tamtejsza spółka generuje >10% skonsolidowanych przychodów grupy) – gdzie pomogło odbicie w przemyśle (spółka ma ekspozycję na kleje przemysłowe) oraz eksport. Najlepiej, pod względem dynamiki sprzedaży, w 2014 roku radziła sobie z głównych rynków Turcja, gdzie przez lata trwała restrukturyzacja lokalnej spółki. Niewielki wkład w sprzedaż maja nadal Chiny. Trudny lokalny rynek oraz zawirowania w sprzedaży eksportowej (niekorzystne przepisy, która prawdopodobnie nie będą już barierą w obecnym roku) przekładają się na ujemną kontrybucję do wyników grupy.

Wskaźniki PMI dla przemysłu w wybranych krajach (średnia kwartalna)

	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15*
Strefa euro	54,4	56,3	55,2	55,7	57,9	54,9	49,3	46,8	48,5	45,4	45,1	45,9	47,5	47,9	50,9	51,9	53,4	52,5	50,9	50,4	51,0
Polska	52,0	53,1	53,1	55,9	54,7	52,7	51,6	50,0	50,8	48,7	48,3	48,0	48,5	48,1	52,3	53,7	55,1	51,0	49,3	52,4	55,2
Rosja	50,4	52,2	52,3	52,1	54,8	51,1	49,9	51,5	50,8	52,4	51,8	51,7	51,6	50,9	49,3	50,0	48,3	48,8	50,8	50,3	47,6
Hiszpania	48,7	52,0	50,8	50,9	51,9	48,7	44,9	43,8	44,9	42,2	43,6	44,5	45,7	47,6	50,5	50,1	52,5	53,4	53,1	53,7	54,7
Turcja	52,9	55,2	51,5	55,7	57,3	51,9	50,9	52,5	50,3	51,3	50,5	52,4	53,3	51,2	51,6	53,9	52,6	50,0	49,7	51,7	49,8
Czechy	54,7	57,5	57,4	57,6	59,6	56,7	53,4	49,8	50,5	48,9	48,7	47,1	49,1	50,2	53,1	54,9	56,0	56,2	55,5	54,4	56,1
Chiny	56,6	52,8	51,4	54,8	52,7	51,2	49,7	49,1	48,9	48,6	48,3	50,5	51,4	49,3	49,3	50,7	48,7	49,4	50,7	50,0	49,7
Brazylia	56,3	53,0	50,6	50,6	53,6	50,2	46,4	48,1	51,0	49,0	49,3	51,2	52,5	50,5	49,3	50,1	50,6	48,9	49,5	49,3	50,7

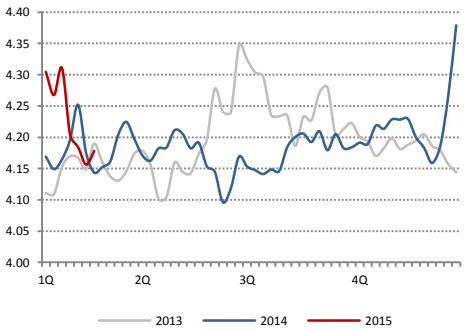
*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Markit, *styczeń'15*

Szacunkowa ekspozycja na waluty* [w mln EUR]



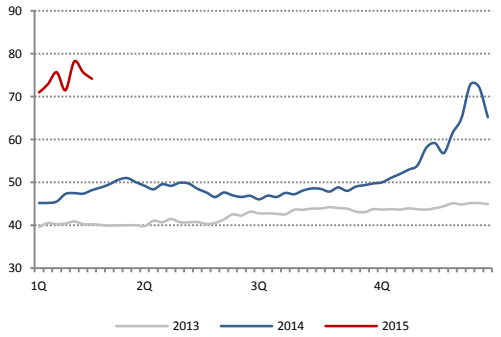
*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *osłabienie lokalnych walut -> ujemne różnice kursowe; ekspozycja na EUR/PLN = 32 mln EUR ->umocnienie PLN -> ujemne różnice kursowe (nadwyżka przychodów w EUR na kosztami); wskaźnik rotacji należności po 3Q'14n: 84 dni*

EUR/PLN



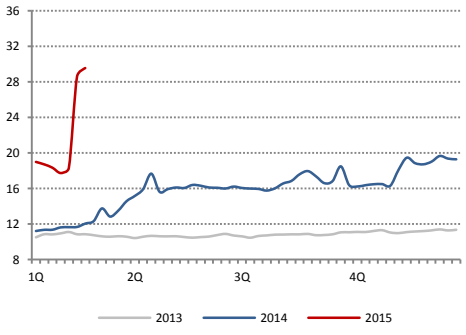
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/RUB



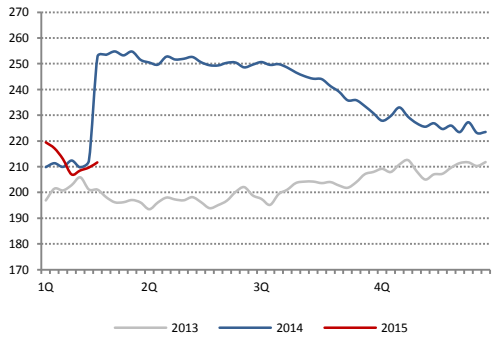
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/UAH



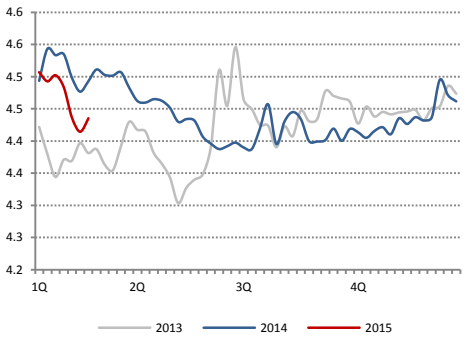
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/KZT



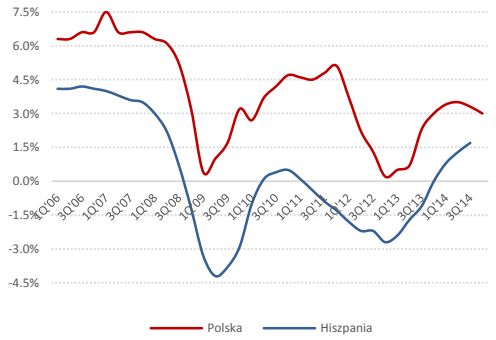
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/RON



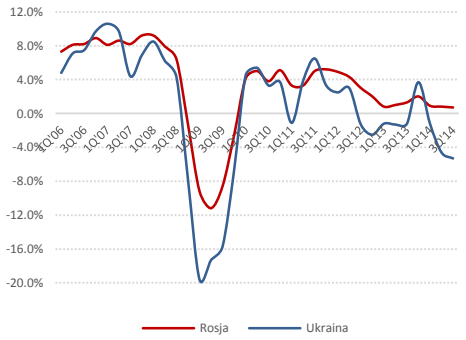
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PKB w Polsce i w Hiszpanii



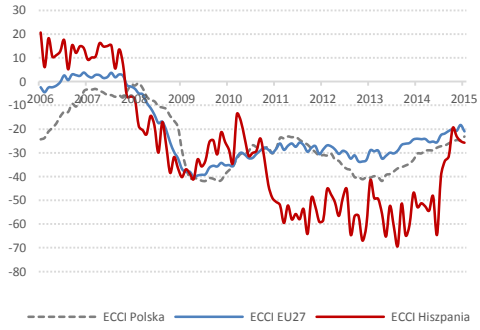
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PKB w Rosji i na Ukrainie



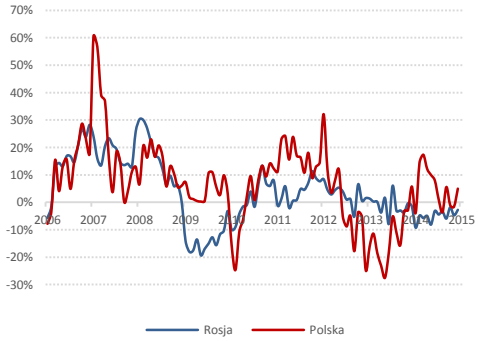
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik zaufania w budownictwie



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

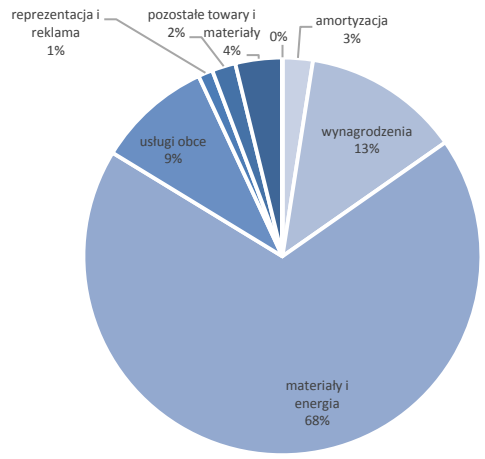
Produkcja budowlana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

SUROWCE/KOSZTY

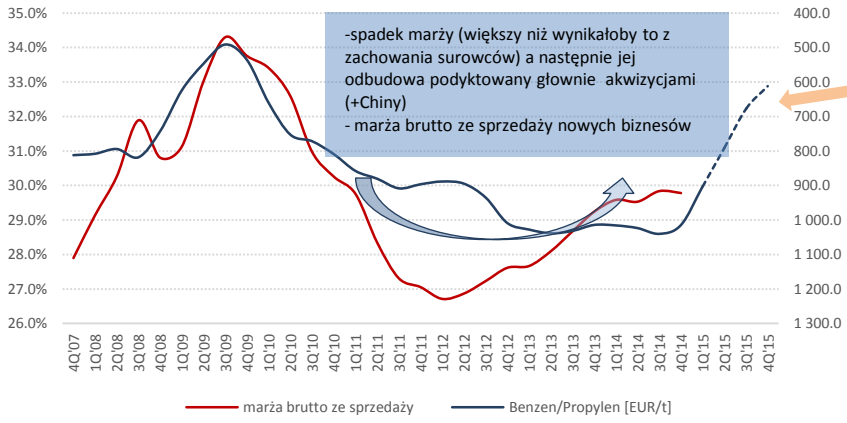
Struktura kosztów rodzajowych – skonsolidowane



- Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (ponad 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce).
- Nieco ponad 20% stanowią obecnie koszty wynagrodzeń (zatrudnienie w ostatnich 3 latach ustabilizowało się na poziomie ok 1,6 tys osób) oraz usług obcych. Relatywnie niski jest udział w amortyzacji w kosztach ogółem (3%).
- 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, TCPP, 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 krótkim terminie ceny mogą pozostawać pod wpływem czynników podażowych (m.in. ograniczanie dostępności surowca przez producentów w okresach spadku cen wsadu; awarie instalacji). Dostawcami są zazwyczaj duże koncerny chemiczne m.in. BASF, Bayer czy PCC Rokita. Walutą rozliczeniową przy zakupie surowca jest EUR.

Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2013

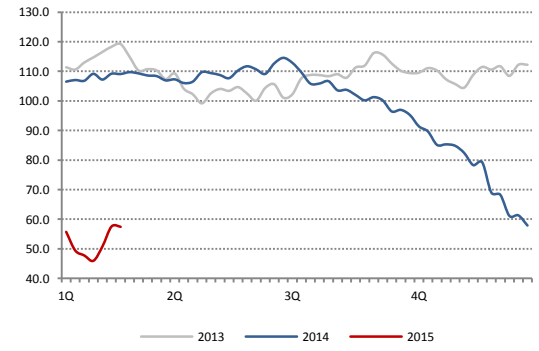
Marża brutto ze sprzedaży a ceny surowców (skala odwrócona)* - dane narastająco za 4Q



Linia przerywana przy utrzymaniu cen surowców z 1Q'15. W naszym modelu nie uwzględniamy powyższego efektu (przyjmujemy, że obniżki cen surowców zostaną w prawie w całości skonsumowane przez spadek cen produktów) – przyjmujemy to jako „poduszkę bezpieczeństwa" dla naszych założeń.

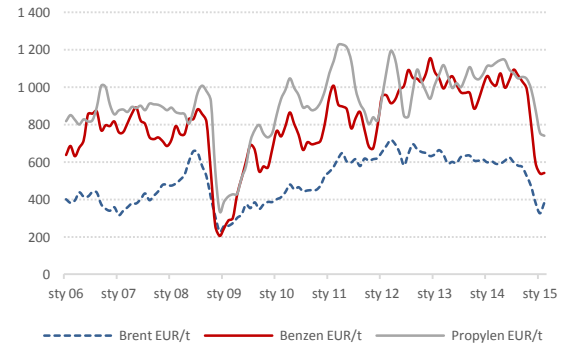
*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *indeks 66% benzen + 33% propylen [EUR/t]*

Cena ropy Brent [USD/bbl]



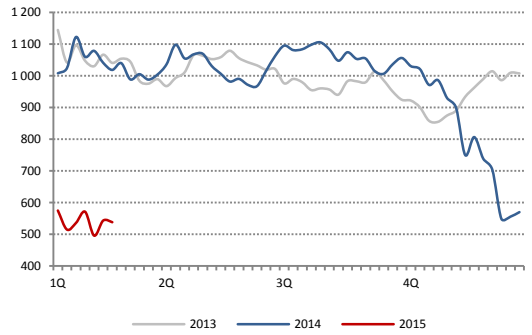
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena ropy Brent, benzenu i propylenu [EUR/t]



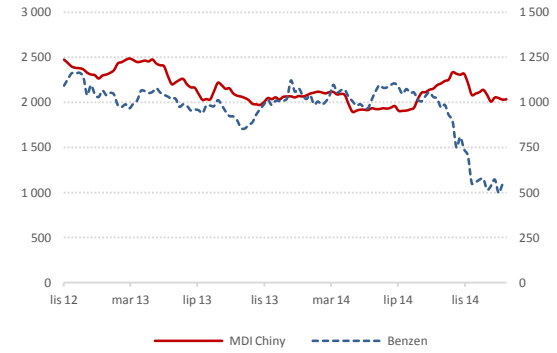
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena benzenu [EUR/t]



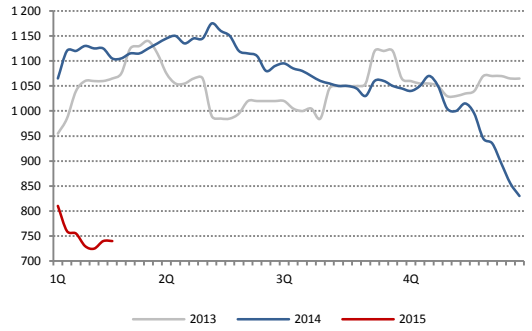
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI

Cena MDI Chiny vs cena benzenu [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

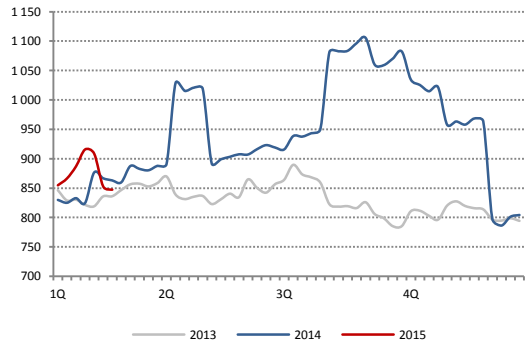
Cena propylenu [EUR/t]



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

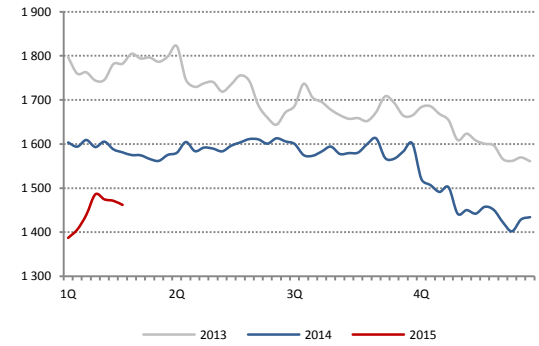
- Na razie ceny MDI i polioli dość niemrawo podążają za spadkiem cen ropy. Zwracamy jednak uwagę, że opóźnienie w reakcji dobrze widoczne było na wsadzie, czyli benzenie i propylenie, które dopiero w końcówce 2014 roku zareagowały mocniej na spadek ceny ropy. Styczniowe europejskie ceny MDI były o ok. 200 EUR niższe niż w połowie 2014 roku, natomiast ceny polioli były na porównywalnym poziomie (w tym przypadku zwracamy jednak uwagę na awarię jednej z instalacji Shella, która ograniczała podaż – z informacji prasowych wynika, że produkcja polioli została wznowiona w ostatnich tygodniach).
- W czasie poprzedniego tak mocnego spadku cen ropy (2008/09), ceny MDI i polioli wyraźnie na ruch cenowy na benzenie i propylenie zareagowały po ok. 3-4 miesiącach.
- Średnia marża MDI-benzen za okres 2007-2014 to ok. 1000-1100 EUR/t, natomiast w przypadku relacji poliol-propylen ok. 900-950 EUR/t. Przy styczniowych cenach jest to 30-40% wyżej.

Octan winylu Chiny [EUR/t]



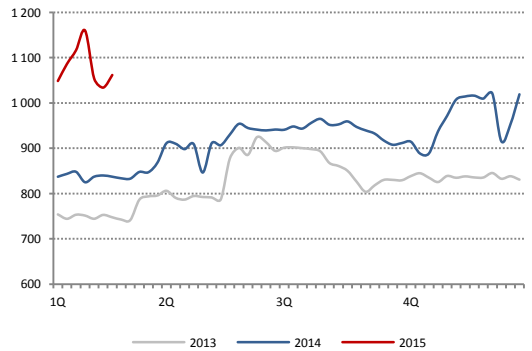
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kwas akrylowy [EUR/t]



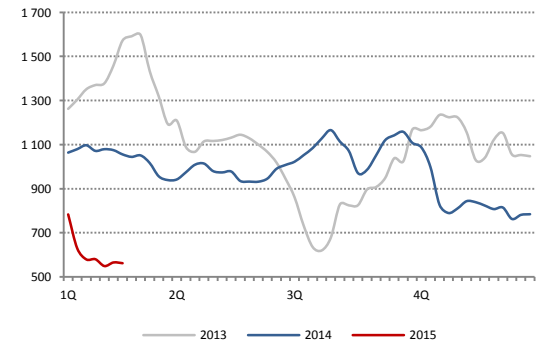
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]



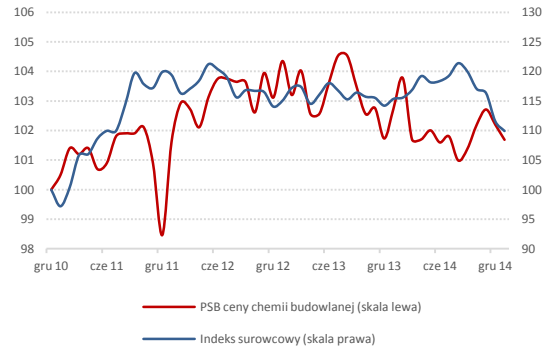
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Butadien Korea [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen chemii budowlanej oraz głównych surowców Seleny FM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 4Q'14 I KOLEJNE OKRESY

Ze względu na jedną z największych ekspozycji na rynki wschodnie wśród giełdowych producentów materiałów budowlanych spółka mocno odczuje zawirowania walutowe na RUB w 4Q'14. Spodziewamy się, że ujemne saldo finansowe może sięgnąć nawet ok. -30 mln PLN. Na poziomie EBITDA oczekujemy poprawy, przy czym zwracamy uwagę, ze wyniki 4Q'13 był obciążony przez -13,5 mln PLN ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej (w 4Q'14 przyjmujemy ok. -6 mln PLN). Zakładamy, że w całym 2014 roku EBITDA wyniesie ok. 90 mln PLN. Sygnalizujemy, że w 1Q'15 pojawić się mogą spore ujemne różnice z UAH/EUR.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r
Przychody	281,9	273,5	-3,0%	1 113,9	1 113,8	0,0%
Wynik brutto na sprzedaży	83,4	80,2	-3,8%	325,7	331,7	1,8%
Zysk na sprzedaży	19,7	18,2	-7,6%	80,1	81,7	2,0%
PPO/PKO	-13,5	-6,1	-	-29,9	-16,7	-
EBITDA	12,6	19,0	50,6%	75,9	90,4	19,1%
EBIT	6,3	12,2	94,2%	50,2	65,0	29,5%
Zysk brutto	-3,0	-20,2	-	25,4	20,1	-20,9%
Zysk netto	-4,9	-14,4	-	20,5	17,2	-16,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,6%	29,3%		29,2%	29,8%	
Marża EBITDA	4,5%	6,9%		6,8%	8,1%	
Marża EBIT	2,2%	4,4%		4,5%	5,8%	
Marża zysku netto	-1,7%	-5,3%		1,8%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2013	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14P	2014P	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2015P
Przychody ze sprzedaży	**184,2**	**301,3**	**346,5**	**281,9**	**1 113,9**	**200,1**	**302,7**	**337,5**	**273,5**	**1 113,8**	**188,8**	**288,9**	**329,1**	**275,6**	**1 082,4**
zmiana r/r	*-1,4%*	*4,3%*	*5,2%*	*10,3%*	*5,0%*	*8,6%*	*0,5%*	*-2,6%*	*-3,0%*	*0,0%*	*-5,7%*	*-4,6%*	*-2,5%*	*0,8%*	*-2,8%*
Zysk brutto ze sprzedaży	**50,6**	**88,9**	**102,9**	**83,4**	**325,7**	**59,1**	**88,7**	**103,6**	**80,2**	**331,7**	**57,5**	**87,1**	**102,0**	**82,1**	**328,7**
SG&A	54,2	63,4	64,4	63,7	245,6	60,5	64,2	63,4	62,0	250,0	58,9	63,6	62,9	62,0	247,3
Saldo PPO/PKO	-4,6	-8,8	-3,1	-13,5	-29,9	-4,0	-4,5	-2,1	-6,1	-16,7	-2,1	-2,1	-2,1	-4,7	-10,8
EBITDA	**-2,0**	**23,0**	**42,3**	**12,6**	**75,9**	**0,8**	**26,4**	**44,3**	**19,0**	**90,4**	**2,8**	**27,8**	**43,3**	**21,8**	**95,7**
zmiana r/r	-	*27,8%*	*35,7%*	*247,1%*	*45,0%*	-	*14,6%*	*4,6%*	*50,6%*	*19,1%*	*258,9%*	*5,5%*	*-2,2%*	*14,7%*	*5,8%*
EBIT	-8,2	16,7	35,4	6,3	50,2	-5,4	20,1	38,1	12,2	65,0	-3,5	21,5	37,0	15,5	70,5
Saldo finansowe	0,5	-4,7	-11,6	-9,3	-25,2	-12,5	1,6	-2,1	-32,3	-45,3	-14,5	2,8	-1,9	-0,8	-14,4
Zysk (strata) brutto	-7,7	12,3	23,8	-3,0	25,4	-17,9	22,2	36,0	-20,2	20,1	-18,0	24,3	35,2	15,0	56,5
Zysk (strata) netto	**-8,3**	**11,6**	**22,0**	**-4,9**	**20,5**	**-16,8**	**17,5**	**30,9**	**-14,6**	**17,0**	**-14,6**	**19,7**	**28,5**	**12,2**	**45,8**
Marża zysku brutto ze sprzedaży	**27,5%**	**29,5%**	**29,7%**	**29,6%**	**29,2%**	**29,5%**	**29,3%**	**30,7%**	**29,3%**	**29,8%**	**30,4%**	**30,2%**	**31,0%**	**29,8%**	**30,4%**
S&GA/przychody	29,4%	21,1%	18,6%	22,6%	22,1%	30,2%	21,2%	18,8%	22,7%	22,5%	31,2%	22,0%	19,1%	22,5%	22,9%
Marża EBITDA	**-1,1%**	**7,6%**	**12,2%**	**4,5%**	**6,8%**	**0,4%**	**8,7%**	**13,1%**	**6,9%**	**8,1%**	**1,5%**	**9,6%**	**13,2%**	**7,9%**	**8,8%**
Marża EBIT	-4,4%	5,5%	10,2%	2,2%	4,5%	-2,7%	6,6%	11,3%	4,4%	5,8%	-1,9%	7,5%	11,3%	5,6%	6,5%
Marża zysku netto	**-4,5%**	**3,9%**	**6,4%**	**-1,7%**	**1,8%**	**-8,4%**	**5,8%**	**9,2%**	**-5,3%**	**1,5%**	**-7,7%**	**6,8%**	**8,7%**	**4,4%**	**4,2%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zwracamy uwagę, że wyniki spółki rok w rok są obciążane przez różnego rodzaju one-offy – na saldzie pozostałej działalności operacyjnej lub saldzie finansowym. W stabilnych warunkach spółka jest naszym zdaniem obecnie w stanie generować ok. 100 mln PLN EBITDA rocznie oraz 55-60 mln PLN zysku netto, mając jeszcze potencjalne obszary do poprawy (np. Chiny, Rumunia, Hiszpania). Szacujemy, że zadłużenie netto w 2015 roku spadnie wyraźnie poniżej 100 mln PLN (spółka nie ma dużych planów inwestycyjnych).

W 2015 rok spółka wchodzi ze słabym rynkiem rosyjskim (który odpowiada wg naszych szacunków za nieco ponad 1/5 przychodów ogółem grupy). W 2015 roku przyjmujemy 25% spadek sprzedaży r/r w Rosji wyrażony w EUR (spółka indeksuje ceny). Dziura przychodowa powinna być jednak w pewnej mierze zasypywana przez inne regiony (np. Hiszpania, Turcja, Kazachstan) oraz zakładane w naszym modelu osłabienie PLN vs EUR (przyjmujemy, że w dalszej części roku kurs osłabi się do ok. 4,4). Per saldo spodziewamy się 3% spadku przychodów.

Z czasem powinny pojawić się korzyści po stronie surowcowej, która w dużej mierze oparta jest na ropie. Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że >50% mogą stanowić „zmienne" koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). „Opóźnienie" w reakcji surowców używanych przez spółkę na większe zmiany cen ropy trwa zwykle 3-6 miesięcy (na razie obniżki na MDI czy poliolach są ograniczone). W modelu bezpiecznie przyjmujemy, że spółka poprawi pierwszą marżę o 0,5-0,6 pp (zakładamy, że obniżki cen surowców zostaną skonsumowane przez obniżkę cen produktów). Zwracamy jednak uwagę, że w 2009 roku (przy poprzednim załamaniu cen ropy) spółka była w stanie zwiększyć marżę nawet o kilka punktów r/r. Bazę dla cen surowców stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent (wzrost ze średnio 59 USD/bbl w 2015 do 68 USD/bbl w 2016 i 78 USD/bbl w okresie 2020+)

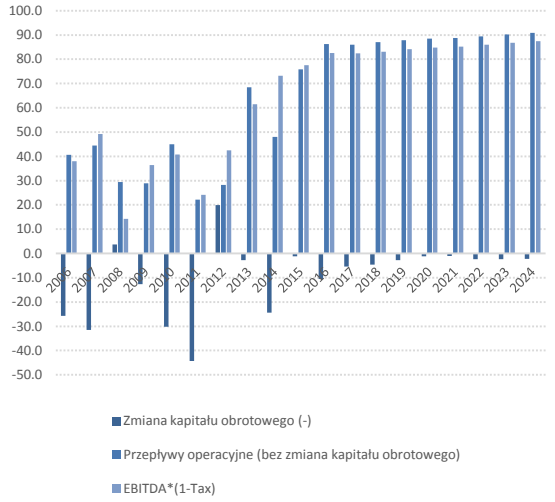
Dostrzegamy nadal przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży (lepsze receptury produktów, wyższa efektywności dzięki systemowi ERP, poprawa wyników w zakładach produkcyjnych w Turcji, Hiszpanii, Rumunii czy w Chinach). Estymujemy, że rentowność EBITDA w 2015 roku wyniesie 8,8% i w kolejnych latach będzie na zbliżonym poziomie (ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej w długim terminie utrzymujemy na poziomie 1,0% przychodów).

Prognoza skonsolidowanych wyników na lata 2015-2024

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody*	**1061**	**1114**	**1114**	**1082**	**1135**	**1162**	**1185**	**1198**	**1204**	**1209**	**1221**	**1233**	**1244**
Polska	456,2	467,8	471,4	460,0	481,6	494,9	506,0	511,0	508,7	506,2	510,8	515,3	519,6
pozostałe kraje UE	216,0	201,7	202,2	208,6	216,0	218,2	219,1	218,8	218,5	218,1	217,7	217,3	216,8
Europa Wschodnia i Azja	358,9	406,6	394,1	362,5	380,9	389,2	397,1	404,5	411,9	419,2	426,3	433,4	440,0
Ameryka Płn. i Płd.	29,8	37,8	46,0	51,3	56,3	59,7	62,3	64,0	65,2	65,7	66,3	66,8	67,3
zmiana r/r	**3,8%**	**5,0%**	**0,0%**	**-2,8%**	**4,8%**	**2,4%**	**1,9%**	**1,2%**	**0,5%**	**0,4%**	**1,0%**	**1,0%**	**0,9%**
Polska	-0,8%	2,6%	0,8%	-2,4%	4,7%	2,8%	2,2%	1,0%	-0,5%	-0,5%	0,9%	0,9%	0,8%
pozostałe kraje UE	-4,7%	-6,6%	0,2%	3,2%	3,6%	1,0%	0,4%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Europa Wschodnia i Azja	18,3%	13,3%	-3,1%	-8,0%	5,1%	2,2%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,5%
Ameryka Płn. i Płd.	-6,9%	26,6%	21,9%	11,4%	9,7%	6,0%	4,4%	2,8%	1,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	**293,0**	**325,7**	**331,7**	**328,7**	**341,6**	**347,4**	**353,3**	**357,5**	**359,6**	**361,0**	**364,6**	**368,2**	**371,6**
marża	27,6%	29,2%	29,8%	30,4%	30,1%	29,9%	29,8%	29,8%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
Koszty sprzedaż	**171,4**	**168,2**	**171,5**	**171,0**	**173,6**	**177,8**	**181,2**	**183,4**	**184,3**	**185,0**	**186,8**	**188,6**	**190,3**
/przychody	16,2%	15,1%	15,4%	15,8%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Koszty zarządu	**77,4**	**77,5**	**78,5**	**76,3**	**80,0**	**81,9**	**83,5**	**84,5**	**84,9**	**85,3**	**86,1**	**86,9**	**87,7**
/przychody	7,3%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Saldo PPO/PKO	**-16,8**	**-29,9**	**-10,6**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
/przychody	-1,6%	-2,7%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	**52,4**	**75,9**	**90,4**	**95,7**	**101,9**	**101,7**	**102,6**	**103,8**	**104,7**	**105,2**	**106,2**	**107,1**	**108,0**
marża	4,9%	6,8%	8,1%	8,8%	9,0%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
EBIT	**27,4**	**50,2**	**71,0**	**81,4**	**87,9**	**87,7**	**88,6**	**89,6**	**90,4**	**90,7**	**91,7**	**92,7**	**93,6**
marża	2,6%	4,5%	6,4%	7,5%	7,7%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Saldo PF/KF	**-20,8**	**-25,2**	**-45,3**	**-14,4**	**-6,8**	**-6,0**	**-4,6**	**-3,8**	**-3,1**	**-2,6**	**-2,0**	**-1,8**	**-1,8**
- w tym saldo różnic kurs.	-12,5	-16,3	-37,1	-6,9	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Inne	**0,0**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,5**
Wynik brutto	**6,5**	**25,4**	**20,1**	**56,5**	**70,2**	**70,5**	**72,5**	**74,3**	**75,7**	**76,5**	**77,9**	**79,0**	**79,8**
Wynik netto	**4,5**	**20,5**	**17,0**	**45,8**	**56,8**	**57,1**	**58,8**	**60,2**	**61,3**	**62,0**	**63,1**	**64,0**	**64,7**
Dług netto**	**137,6**	**99,2**	**108,6**	**70,3**	**48,2**	**26,4**	**2,4**	**-24,1**	**-38,0**	**-52,2**	**-50,1**	**-48,0**	**-45,8**

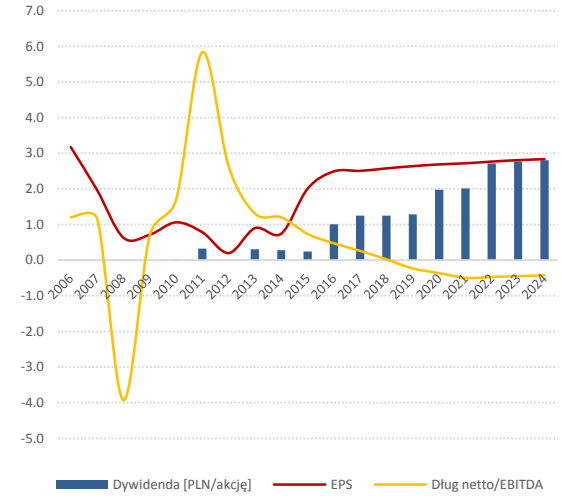
Źródło: BDM S.A., *segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (wg metodologii raportowania spółki); ** łącznie z zobowiązaniami powstałymi przy realizacji akwizycji w Hiszpanii

Przepływy operacyjne [mln PLN]



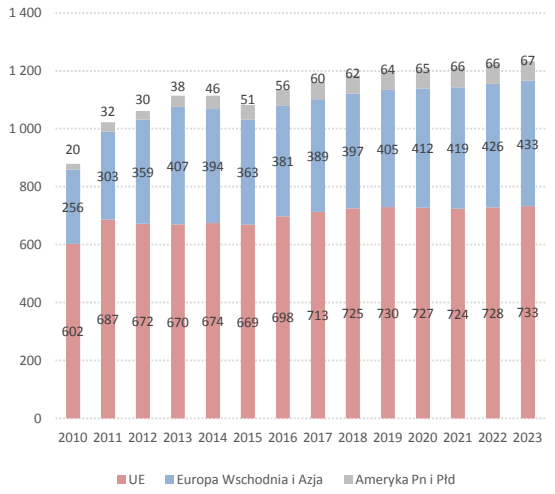
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



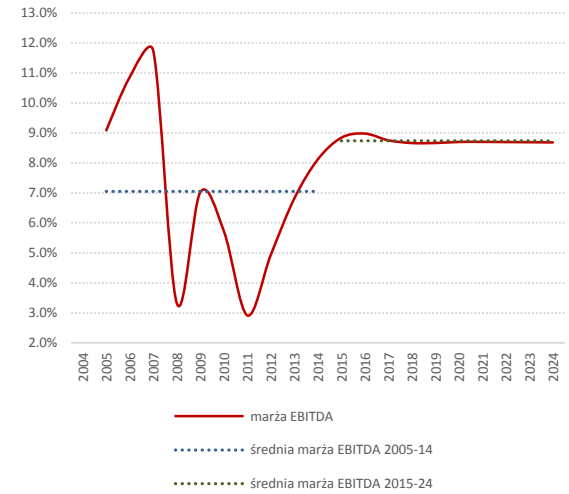
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	301,4	297,0	297,7	299,0	300,5	302,1	303,6	304,7	305,6	306,3	307,0	307,6
Wartości niematerialne i prawne	34,8	33,9	32,9	32,2	31,6	31,1	30,6	30,2	29,9	29,6	29,4	29,2
Rzeczowe aktywa trwałe	220,6	216,7	218,0	219,5	221,3	222,9	224,4	225,5	226,3	226,9	227,3	227,7
Pozostałe aktywa trwałe	46,0	46,4	46,8	47,2	47,7	48,1	48,5	49,0	49,4	49,8	50,3	50,8
Aktywa obrotowe	429,8	418,4	436,0	456,0	461,1	472,9	483,6	484,4	485,2	472,2	471,6	473,2
Zapasy	116,7	132,2	128,5	134,7	137,9	140,6	142,2	142,9	143,5	144,9	146,3	147,6
Należności krótkoterminowe	238,5	238,4	239,0	250,6	256,5	261,5	264,6	265,9	267,0	269,6	272,2	274,6
Inwestycje krótkoterminowe	74,7	47,8	68,5	70,7	66,7	70,8	76,7	75,6	74,7	57,7	53,1	50,9
Aktywa razem	731,3	715,4	733,7	754,9	761,6	775,0	787,1	789,1	790,8	778,6	778,6	780,8
Kapitał (fundusz) własny	388,4	399,0	439,1	473,1	501,8	532,0	562,8	578,9	595,0	596,1	597,0	597,6
Kapitał mniejszości	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	342,8	316,3	294,4	281,7	259,7	242,8	224,2	210,0	195,7	182,4	181,5	183,0
Zobowiązania oprocentowane	168,7	151,2	133,7	113,7	88,0	68,0	47,5	32,5	17,5	2,5	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	174,0	165,0	160,7	168,0	171,7	174,8	176,8	177,6	178,3	179,9	181,5	183,0
Pasywa razem	731,3	715,4	733,7	754,9	761,6	775,0	787,1	789,1	790,8	778,6	778,6	780,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	1 114	1 114	1 082	1 135	1 162	1 185	1 198	1 204	1 209	1 221	1 233	1 244
Koszty produktów, tow. i materiałów	788,2	782,1	753,7	793,3	814,5	831,2	841,0	844,7	848,2	856,5	864,6	872,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	325,7	331,7	328,7	341,6	347,4	353,3	357,5	359,6	361,0	364,6	368,2	371,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	245,6	250,0	247,3	253,6	259,7	264,7	267,9	269,2	270,3	272,9	275,5	278,0
Zysk (strata) na sprzedaży	80,1	81,7	81,4	87,9	87,7	88,6	89,6	90,4	90,7	91,7	92,7	93,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-29,9	-16,7	-10,8	-11,3	-11,6	-11,8	-12,0	-12,0	-12,1	-12,2	-12,3	-12,4
EBITDA	75,9	90,4	95,7	101,9	101,7	102,6	103,8	104,7	105,2	106,2	107,1	108,0
EBIT	50,2	65,0	70,5	76,6	76,1	76,7	77,7	78,4	78,6	79,5	80,3	81,2
Saldo działalności finansowej	-25,2	-45,3	-14,4	-6,8	-6,0	-4,6	-3,8	-3,1	-2,6	-2,0	-1,8	-1,8
Inne pozycje	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Zysk (strata) brutto	25,4	20,1	56,5	70,2	70,5	72,5	74,3	75,7	76,5	77,9	79,0	79,8
Zysk (strata) netto mniejszości	-0,2	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*	20,5	17,0	45,8	56,8	57,1	58,8	60,2	61,3	62,0	63,1	64,0	64,7

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	65,6	23,6	74,7	75,7	80,5	82,4	85,0	87,3	87,8	87,1	87,8	88,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-15,8	-20,4	-25,2	-25,8	-26,5	-26,7	-26,9	-26,8	-26,7	-26,7	-26,8	-26,8
Przepływy z działalności finansowej	-21,1	-30,1	-28,7	-47,7	-58,1	-51,6	-52,2	-61,7	-61,9	-77,4	-65,6	-64,0
Przepływy pieniężne netto	28,8	-26,9	20,8	2,2	-4,0	4,1	5,9	-1,2	-0,8	-17,0	-4,6	-2,2
Środki pieniężne na początek okresu	41,1	69,5	42,7	63,4	65,6	61,6	65,7	71,6	70,4	69,6	52,6	48,0
Środki pieniężne na koniec okresu	69,5	42,7	63,4	65,6	61,6	65,7	71,6	70,4	69,6	52,6	48,0	45,8

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	0,0%	-2,8%	4,8%	2,4%	1,9%	1,2%	0,5%	0,4%	1,0%	1,0%	0,9%
EBITDA zmiana r/r	19,1%	5,8%	6,5%	-0,2%	0,9%	1,2%	0,9%	0,4%	0,9%	0,9%	0,8%
EBIT zmiana r/r	29,5%	8,6%	8,5%	-0,6%	0,8%	1,2%	0,9%	0,4%	1,1%	1,1%	1,0%
Zysk netto zmiana r/r	-17,2%	169,4%	24,2%	0,5%	2,8%	2,4%	1,9%	1,1%	1,8%	1,4%	1,0%
Marża brutto na sprzedaży	29,8%	30,4%	30,1%	29,9%	29,8%	29,8%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
Marża EBITDA	8,1%	8,8%	9,0%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Marża EBIT	5,8%	6,5%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Marża brutto	1,8%	5,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%
Marża netto	1,5%	4,2%	5,0%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%
COGS / przychody	70,2%	69,6%	69,9%	70,1%	70,2%	70,2%	70,1%	70,1%	70,1%	70,1%	70,1%
SG&A / przychody	22,5%	22,9%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%
SG&A / COGS	32,0%	32,8%	32,0%	31,9%	31,8%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%
ROE	4,3%	10,4%	12,0%	11,4%	11,0%	10,7%	10,6%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%
ROA	2,4%	6,2%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,8%	7,8%	8,1%	8,2%	8,3%
Dług	151,2	133,7	113,7	88,0	68,0	47,5	32,5	17,5	2,5	0,0	0,0
D / (D+E)	21,1%	18,2%	15,1%	11,6%	8,8%	6,0%	4,1%	2,2%	0,3%	0,0%	0,0%
D / E	26,8%	22,3%	17,7%	13,1%	9,6%	6,4%	4,3%	2,3%	0,3%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	9,6%	7,9%	6,3%	5,2%	4,0%	2,9%	2,0%	1,2%	0,5%	0,1%	0,0%
Dług / kapitał własny	37,9%	30,4%	24,0%	17,5%	12,8%	8,4%	5,6%	2,9%	0,4%	0,0%	0,0%
Dług netto	108,6	70,3	48,2	26,4	2,4	-24,1	-38,0	-52,2	-50,1	-48,0	-45,8
Dług netto / kapitał własny	27,2%	16,0%	10,2%	5,3%	0,4%	-4,3%	-6,6%	-8,8%	-8,4%	-8,0%	-7,7%
Dług netto / EBITDA	1,2	0,7	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Dług netto / EBIT	1,7	1,0	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
EV	526,5	488,2	466,0	444,3	420,2	393,7	379,9	365,7	367,8	369,9	372,0
Dług / EV	28,7%	27,4%	24,4%	19,8%	16,2%	12,1%	8,5%	4,8%	0,7%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,9%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	81,0%	101,3%	103,2%	104,5%	104,4%	104,0%	102,7%	101,6%	101,2%	100,9%	100,6%
Amortyzacja / Przychody	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Zmiana KO / Przychody	3,2%	0,1%	1,0%	0,5%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	-2,8%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%

Wskaźniki rynkowe	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	24,6	9,1	7,4	7,3	7,1	6,9	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5
P/BV*	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE*	9,9	5,9	5,1	5,1	4,9	4,8	4,8	4,7	4,7	4,6	4,6
EV/EBITDA*	5,8	5,1	4,6	4,4	4,1	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4
EV/EBIT*	8,1	6,9	6,1	5,8	5,5	5,1	4,8	4,7	4,6	4,6	4,6
EV/S*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	17,5	19,2	20,7	22,0	23,3	24,7	25,4	26,1	26,1	26,1	26,2
EPS	0,7	2,0	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8
CEPS	1,9	3,1	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0
DPS	0,3	0,2	1,0	1,2	1,3	1,3	2,0	2,0	2,7	2,8	2,8
Payout ratio	31,2%	33,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 18,3 PLN*

Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
Strategia, banki/finanse, media, handel stalą

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'15:

Kupuj	3	75%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	25%
Sprzedaj	0	0%

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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 16.02.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.02.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 6 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 niemniejszym 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

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 16.02.2015 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.