

KĘTY

RAPORT ANALITYCZNY

Kęty pokazały w 2Q'15 ósmy z rzędu przyrost EBITDA w ujęciu r/r. Tym razem był on bardzo niewielki (+3 mln PLN r/r). Jednak wraz ze spadkiem cen aluminium w PLN r/r (który jest już widoczny w sierpniu) oraz ustabilizowaniem się premii wlewkowej (przy mocnym spadku w 2Q'15 Kęty „zostały” chwilowo z droższym zapasem), spodziewamy się, że 3Q'15 powinien być dla spółki bardzo udany, mimo wysokiej bazy za ubiegłego roku (w 3Q'14 EBITDA wyniosła rekordowe 103 mln PLN). Zakładamy także, że przy niższej cenie surowca sporej poprawie ulegnie cash flow operacyjny, co zasygnalizował już zarząd na konferencji wynikowej. Biorąc pod uwagę, że wykonanie prognozy zarządu na poziomie EBITDA po 1H'15 wynosi 49%, a okres 2H jest w ostatnich latach sezonowo nieco mocniejszy, przyjmujemy, że spółce uda się o kilka procent przekroczyć oficjalną prognozę. Jednocześnie Kęty są wyceniane (10x EBITDA'15) relatywnie wysoko na tle rynku i grupy porównawczej a intensywność programu inwestycyjnego w najbliższych dwóch latach może ograniczać potencjał do wzrostu dywidendy. Kurs spółki oscyluje obecnie powyżej 300 PLN i naszym zdaniem dopiero przyjęcie założeń w modelu wyraźnie powyżej przedstawionych przez zarząd w strategii do 2020 implikowałoby potencjał do mocniejszego wzrostu kursu akcji z obecnych poziomów. Jednocześnie dostrzegamy, że rynkowi może się podobać model funkcjonowania spółki, w którym jest ona nadal w stanie łączyć mocny program inwestycyjny z atrakcyjną stopą dywidendy. Biorąc pod uwagę uzyskaną przez nas wycenę na poziomie 305,0 PLN, decydujemy się pozostać przy zaleceniu Trzymaj.

Działania zarządu na przestrzeni ostatnich lat jak i „rozwojową” strategię (930 mln PLN CAPEX-u do 2020 roku, m.in. na budowę nowego zakładu w SOG) oceniamy pozytywnie. Zwracamy jednocześnie uwagę, że postrzeganie założeń poprzedniej strategii (dla przypomnienia 175 mln PLN zysku netto i 325 mln PLN EBITDA w 2015 roku) przez długi czas raczej sceptyczne. W pierwszej połowie okresu, którego ona dotyczyła konsensus rynkowy (ani nasze założenia) nie zakładały jej wykonania. Stąd wzięło się bardzo pozytywne zaskoczenie i mocny wzrost kursu w okresie 2013-2014. Gdy ogłaszano poprzednią strategię w 2010, spółka była wyceniana na P/E'15=6x (przy średnim kursie z całego 2010 roku). Przy założeniach zarządu ze strategii na rok 2020 (EBITDA: 465 mln PLN, zysk netto: 264 mln PLN, dług netto: 124 mln PLN) spółka handlowana jest obecnie na poziomie P/E'20=12x i EV/EBITDA'20=7x.

W 2Q'15 przyrost EBITDA r/r z trzech głównych segmentów (SWW, SSA, SOG) odnotowano jedynie w SOG, w SSA i SWW wynik był minimalnie poniżej ubiegłorocznego. Skonsolidowana EBITDA wyniosła 84,2 mln PLN, co oznacza wzrost o +2,8 mln PLN r/r (najsłabiej od 2Q'13). Wynik netto był wsparty przez dodatnie saldo finansowe oraz niską efektywną stopę podatku. Cash flow operacyjny, podobnie jak w 1Q'15, wypadł słabiej r/r. Spodziewamy się jednak, że spora część czynników z 2Q'15 (wysoka cena aluminium w PLN, mocne wahania premii wlewkowej) nie będzie wpływać na wyniki 3Q'15, co pozwoli zarówno na bardzo dobry poziom EBITDA jak i cash flow operacyjny. Jako czynnik ryzyka w średnim terminie postrzegamy koniunkturę na rynkach eksportowych. Zwracamy uwagę, że odczyty wskaźników makro (ZEW/Ifo dla Niemiec) zakreśliły ostatnio w dół, a perturbacje w chińskiej gospodarce mogą w pierwszej kolejności odbić się na koniunkturze u naszego zachodniego sąsiada.

W bieżącym roku spółka wypłaciła ostatecznie 14,4 PLN dywidendy na akcję (81% zysku skonsolidowanego za 2014). W strategii do 2020 roku zarząd przyjął wskaźnik wypłaty na poziomie 60% (taka była też pierwotna propozycja za 2014 rok: 10,7 PLN). Oceniamy, że po 2017 (kiedy finansowane zostanie większość zakładanego w strategii CAPEX-u) potencjał wypłaty może być wyższy.

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 593,8	1 819,6	2 000,5	2 119,6	2 290,4	2 538,5
EBITDA [mln PLN]	225,9	309,3	328,0	352,5	368,8	415,8
EBIT [mln PLN]	144,9	224,6	233,9	248,7	241,5	265,8
Zysk netto [mln PLN]	153,5	169,0	205,7	205,0	196,8	201,7
P/BV	2,7	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1
P/E	19,9	18,1	14,9	15,0	15,6	15,2
EV/EBITDA	14,4	10,4	10,2	10,0	9,6	8,4
EV/EBIT	22,5	14,3	14,3	14,2	14,7	13,1

TRZYMAJ

(POPPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 305,0 PLN

17 SIERPIEŃ 2015

Wycena DCF [PLN]	301,8
Wycena porównawcza [PLN]	312,3
Wycena końcowa [PLN]	305,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-6,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	325,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 068,6
Ilość akcji [mln. szt.]	9,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	326,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	281,1

Stopa zwrotu za 3 mc	7,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	10,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	18,4%

Struktura akcjonariatu:	
Aviva OFE	17,9%
ING OFE	17,1%
OFE PZU Złota Jesień	9,8%
Allianz OFE	5,3%
Pozostali	55,3%

stopa zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

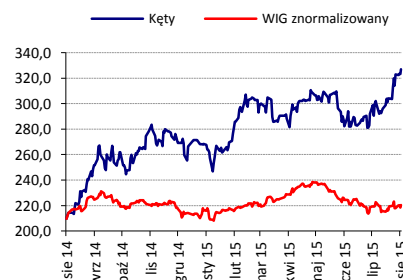
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	6
STRATEGIA 2015-20	9
WYNIKI ZA 2Q'15	12
PROGNOZY WYNIKÓW	16
DANE FINANSOWE	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Kęty opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 312,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 301,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 305,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	301,8
Wycena metodą porównawczą	30%	312,3
Wycena 1 akcji Kęt [PLN]		305,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (4,0%, w poprzednim modelu było to 4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W modelu przyjęliśmy założenia bardzo zbliżone do zaprezentowanych przez zarząd w strategii (na poziomie EBITDA nawet trochę lepsze). Poniżej przedstawiamy główne elementy, które można porównać:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody						
zarząd	1 962	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	2 820
BDM	2 001	2 120	2 290	2 539	2 765	2 888
EBITDA						
zarząd	321	b.d.	363	b.d.	b.d.	465
BDM	328	352	369	416	458	480
CAPEX						
zarząd	255	>2016 rok	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
				suma 2015-20:		930
BDM	218	329	175	75	64	69
				suma 2015-20:		930
dług netto*						
zarząd	316	b.d.	472	b.d.	b.d.	124
BDM	273	459	488	406	274	109

Źródło: BDM S.A., spółka, *zarząd przyjął założyć wypłatę dywidendy na poziomie 60% zysku netto, w naszym modelu zakładamy, że będzie to większa z wartości: 60% zysku netto lub 14,4 PLN/akcję (czyli min. tj w 2015)

- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Wycena nie uwzględnia skutków ewentualnych przejęć spółek z branży ani zmian w obecnej strukturze organizacyjnej grupy.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,4 mln akcji
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 17 sierpnia 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,85 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 301,8 PLN.

Podstawowe założenia makroekonomiczne*

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EUR/PLN	4,18	4,17	4,26	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30
USD/PLN	3,15	3,75	3,81	3,81	3,74	3,67	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63
EUR/USD	1,33	1,11	1,12	1,13	1,15	1,17	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 894	1 727	1 769	1 811	1 853	1 896	1 938	1 980	2 022	2 064	2 107

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

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 000,5	2 119,6	2 290,4	2 538,5	2 764,7	2 888,3	2 977,4	3 068,7	3 157,0	3 244,1
EBIT [mln PLN]	233,9	248,7	241,5	265,8	305,2	327,5	346,1	359,8	373,6	386,7
Stopa podatkowa	7%	12%	12%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,3	30,4	28,8	50,5	58,0	62,2	65,8	68,4	71,0	73,5
NOPLAT [mln PLN]	216,6	218,3	212,7	215,3	247,2	265,3	280,3	291,5	302,6	313,2
Amortyzacja [mln PLN]	94,1	103,7	127,3	150,0	152,9	152,7	152,7	154,1	155,1	156,0
CAPEX [mln PLN]	-218,0	-328,6	-175,4	-74,9	-63,6	-69,3	-156,3	-157,3	-157,9	-158,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-57,1	-37,3	-49,5	-68,3	-62,1	-35,8	-28,3	-29,0	-28,4	-28,2
FCF [mln PLN]	35,6	-43,8	115,0	222,1	274,4	312,8	248,5	259,2	271,4	282,9
DFCF [mln PLN]	34,6	-39,4	95,6	170,8	194,7	204,4	149,4	143,2	137,6	131,6
Suma DFCF [mln PLN]	1 222,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 152,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 931,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 154,5									
Dług netto 2014 [mln PLN]	168,7									
Wyplacona dywidenda 2015 [mln PLN]	136,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 849,7									
Ilość akcji [mln szt.]	9,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	301,8									

Przychody zmiana r/r	9,9%	6,0%	8,1%	10,8%	8,9%	4,5%	3,1%	3,1%	2,9%	2,8%
EBIT zmiana r/r	4,1%	6,3%	-2,9%	10,1%	14,8%	7,3%	5,7%	4,0%	3,8%	3,5%
FCF zmiana r/r	-	-	-	93,1%	23,6%	14,0%	-20,6%	4,3%	4,7%	4,2%
Marża EBITDA	16,4%	16,6%	16,1%	16,4%	16,6%	16,6%	16,8%	16,7%	16,7%	16,7%
Marża EBIT	11,7%	11,7%	10,5%	10,5%	11,0%	11,3%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%
Marża NOPLAT	10,8%	10,3%	9,3%	8,5%	8,9%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
CAPEX / Przychody	10,9%	15,5%	7,7%	3,0%	2,3%	2,4%	5,3%	5,1%	5,0%	4,9%
CAPEX / Amortyzacja	231,7%	316,8%	137,8%	49,9%	41,6%	45,4%	102,3%	102,1%	101,8%	101,4%
Zmiana KO / Przychody	2,9%	1,8%	2,2%	2,7%	2,2%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	31,5%	31,3%	29,0%	27,5%	27,5%	29,0%	31,7%	31,8%	32,2%	32,4%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	81,9%	75,8%	77,4%	81,0%	86,1%	90,8%	93,8%	96,5%	98,3%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,1%	4,8%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	18,1%	24,2%	22,6%	19,0%	13,9%	9,2%	6,2%	3,5%	1,7%	0,0%
WACC	8,3%	8,0%	8,1%	8,1%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	252,0	269,0	290,0	316,5	351,3	398,7	467,2	574,7	768,4
	0,8	237,0	251,8	270,0	292,8	322,0	361,0	415,6	497,5	634,0
	0,9	223,2	236,4	252,2	271,8	296,7	329,1	373,4	437,4	537,9
	1,0	210,7	222,3	236,2	253,2	274,5	301,8	338,3	389,3	465,8
	1,1	199,2	209,5	221,8	236,6	254,9	278,1	308,5	349,9	409,7
	1,2	188,6	197,8	208,6	221,6	237,5	257,4	283,0	317,1	364,8
	1,3	178,8	187,0	196,7	208,1	222,0	239,1	260,9	289,3	328,0

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	268,6	288,1	312,4	343,7	385,5	443,9	531,6	677,7	969,9
	4%	237,0	251,8	270,0	292,8	322,0	361,0	415,6	497,5	634,0
	5%	210,7	222,3	236,2	253,2	274,5	301,8	338,3	389,3	465,8
	6%	188,6	197,8	208,6	221,6	237,5	257,4	283,0	317,1	364,8
	7%	169,8	177,1	185,7	195,8	208,0	222,9	241,5	265,4	297,3
	8%	153,5	159,5	166,4	174,4	183,9	195,3	209,2	226,6	249,0
	9%	139,4	144,3	149,8	156,3	163,8	172,7	183,4	196,4	212,7

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	553,1	511,7	475,7	443,9	415,8	390,6	368,0	347,6	329,1
	4%	464,6	424,8	390,6	361,0	335,1	312,3	291,9	273,8	257,4
	5%	398,7	361,0	329,1	301,8	278,1	257,4	239,1	222,9	208,4
	6%	347,6	312,3	282,6	257,4	235,7	216,9	200,4	185,7	172,7
	7%	307,0	273,8	246,2	222,9	203,0	185,7	170,7	157,4	145,6
	8%	273,8	242,6	216,9	195,3	176,9	161,0	147,2	135,1	124,4
	9%	246,2	216,9	192,8	172,7	155,7	141,0	128,3	117,1	107,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o wskaźniki producentów aluminium, wyrobów aluminiowych i opakowań giętkich. Analizę spółek oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach, dla każdego przypisaliśmy równą wagę 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Porównując wyniki Kęt ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,95 mld PLN, co odpowiada 312,3 PLN na jedną akcję. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 30%.

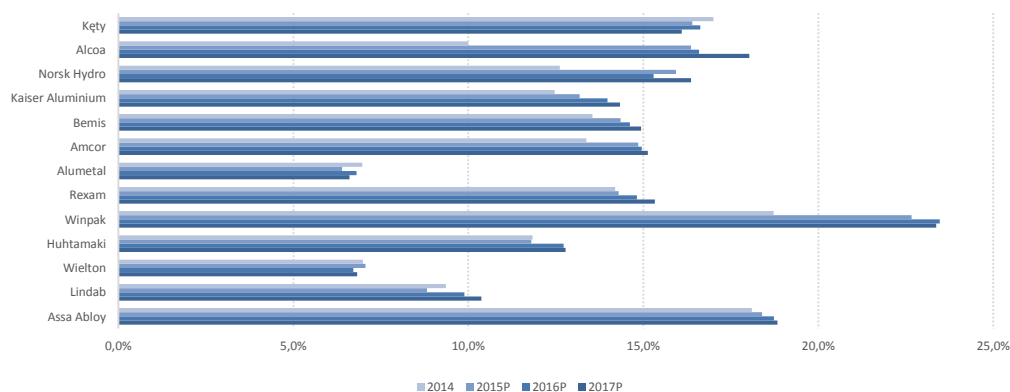
Przy wycenie porównawczej, warto zauważyć że działalność Kęt jest trochę inaczej profilowana (skupienie się na ostatecznym odbiorcy produktów, silna pozycja na lokalnym rynku, stosunkowo dobra dywersyfikacja pomiędzy słabo skorelowane branże, brak rozbudowanych struktur międzynarodowych) niż ma to miejsce w przypadku Alcoa, Norsk Hydro i innych dużych graczy z branży.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Alcoa	12,6	9,8	7,9	5,1	4,5	3,6
Norsk Hydro	10,8	10,8	9,0	4,2	4,3	3,6
Kaiser Aluminium	292,2	15,0	13,5	8,4	7,6	7,1
Bemis	17,6	16,6	15,9	9,6	9,1	8,6
Amcor	24,0	23,5	21,8	13,4	13,3	12,6
Alumetal	12,4	11,7	9,6	10,0	9,4	7,8
Rexam	14,7	13,6	12,6	9,1	8,4	8,1
Winpak	25,8	23,1	24,2	13,6	11,9	11,8
Huhtamaki	20,7	18,1	16,9	12,2	10,4	9,7
Wielton	19,1	15,6	11,1	10,6	8,8	8,1
Lindab	14,8	11,5	10,2	9,9	8,0	7,0
Assa Abloy	24,2	21,8	20,1	16,8	15,1	13,8
Mediana	18,4	15,3	13,1	10,0	9,0	8,1
Kęty	14,9	15,0	15,6	10,2	10,0	9,6
Premia/dyskonto do Kęt	-18,8%	-2,3%	19,2%	2,3%	11,5%	18,9%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	400,2	332,5	272,7	317,0	286,4	265,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		335,1			289,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	312,3					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

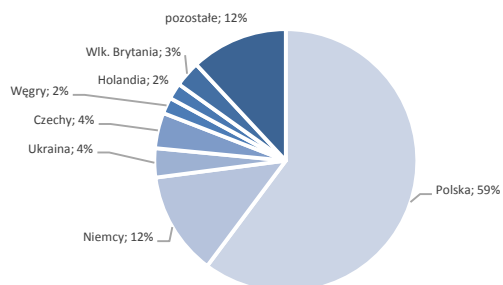
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

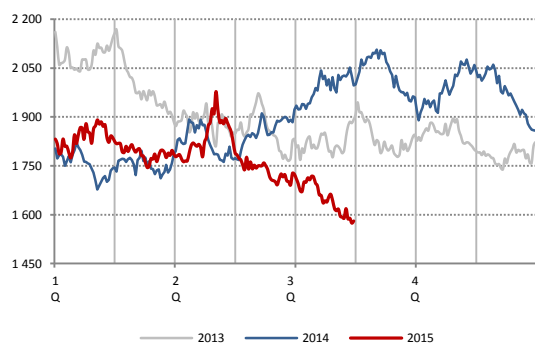
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura geograficzna sprzedaży Kęt w 2014 roku



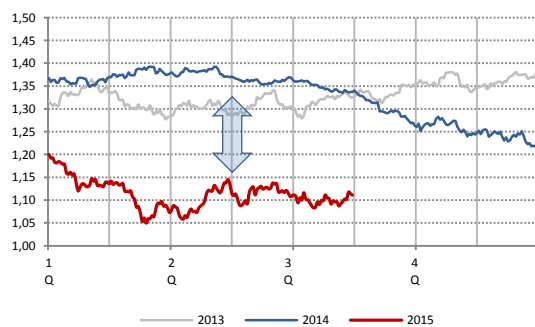
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



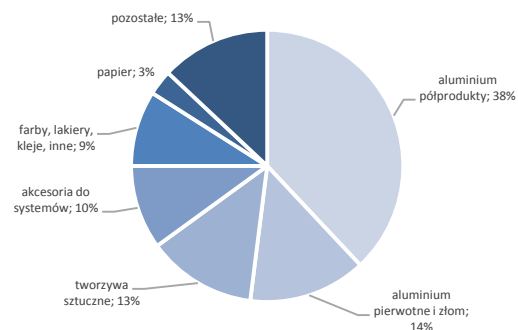
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



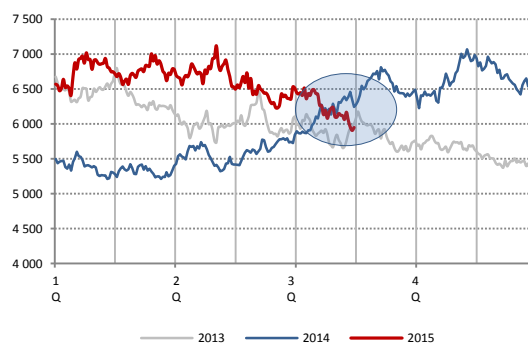
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów surowcowych Kęt w 2014 roku



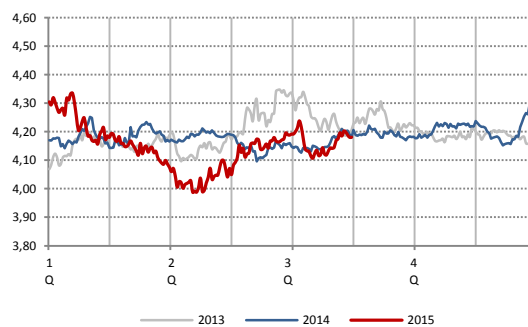
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



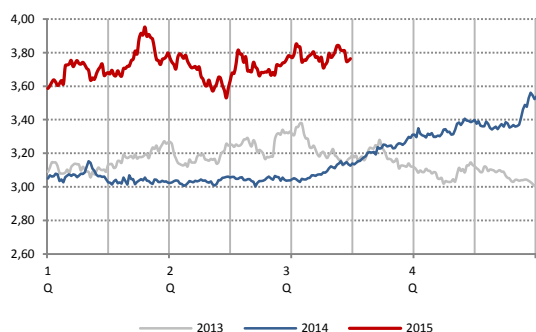
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



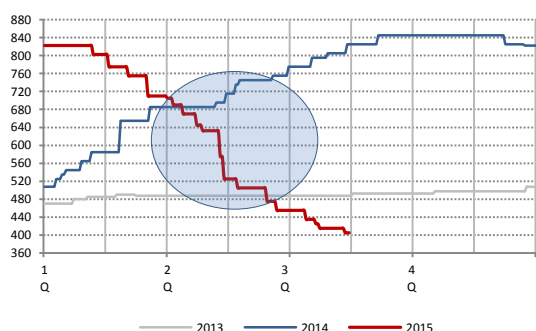
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs USD/PLN



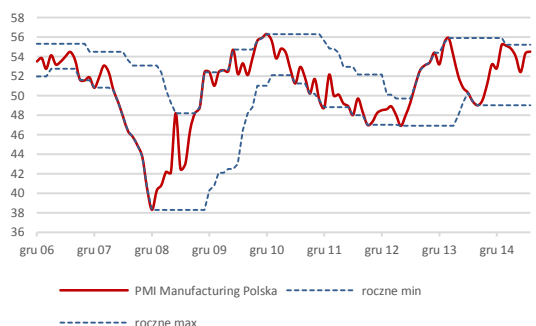
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]



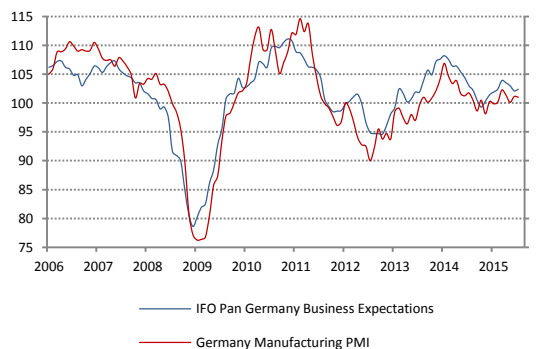
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, billet

PMI dla sektora przemysłu w Polsce



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik oczekiwań Ifo



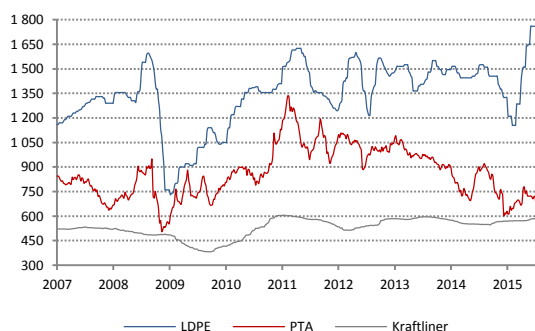
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Biorąc pod uwagę mix walutowy przychody/koszty dla spółki korzystne jest mocne EUR względem USD.

Wg danych spółki w 2014 roku 47% sprzedaży było realizowane w PLN, 50% w EUR a pozostałe 3% w USD, UAH i GBP (1H'15: 45% PLN, 50% EUR, 5% USD, GBP oraz UAH). Po stronie kosztowej 36% kosztów operacyjnych (z amortyzacją) to koszty ponoszone w PLN, 25% to koszty denominowane w EUR, 38% w USD a 1% w innych walutach (1H'15: 33% PLN, 40% USD, 26% EUR i 1% pozostałe).

W USD kwotowane są ceny aluminium. Cena na LME obecnie dość wyraźnie spadła (okolicie 1600 USD/t było ostatnio notowane w 2009 roku). Cena w PLN jest obecnie już nawet na niższym poziomie r/r (w 1H'15 wyżej).

Cena polietylenu, PTA i Kraftlinera [EUR/t]



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

Przez spory okres 2013 czy 2014 rok problemem dla rentowności spółki (która jest jedynie przetwórcą) w segmencie SWW były rosnące premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME). Fuzja Hydro – Sapa zmieniła obraz rynku – premie udało się w dużej mierze ująć w formułach cenowych dla odbiorców produktów Kęt w marży przerobowej. Zmiany wartości premii (które mocno spadły od początku roku) nie powinny więc mieć większego wpływu na rentowność SWW. Chwilowo jednak gwałtowny spadek w połowie 2Q'15 spowodował, że spółka miała „droższy” zapas do przerobienia (marża EBITDA w SWW spadła o 2,7 pkt proc r/r).

Po dołku na początku roku mocno odbiły ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG. Na drugą połowę 3Q'15 zapowiadane są obniżki cen, co już częściowo widać.

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu jest blisko swoich maksymalnych poziomów. Wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec w 2015 roku nie wykazują wyraźniejszego trendu i wahają się w okolicach 51-52 pkt. Z niemieckie wskaźniki wyprzedzających może niepokoić zachowanie ZEW (historycznie wykazują większą zmienność niż Ifo).

Wskaźnik oczekiwań ZEW



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

STRATEGIA 2015-20

Założenia ogólne nowej strategii [mln PLN]

	2014	2015P	2020P	CAGR 20/15
Przychody	1 819,6	1 962,0	2 820,0	7,5%
EBIT	224,6	226,0	314,0	6,8%
rentowność	12,3%	11,5%	11,1%	
EBITDA	309,3	321,0	465,0	7,7%
rentowność	17,0%	16,4%	16,5%	
Zysk netto	169,0	201,0	264,0*	5,6%
rentowność	9,3%	10,2%	9,4%	7,3%
Dług netto	168,7	316,0	124,0	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *spółka przyjęła efektywną stopę podatku <19%

Założenia szczegółowe nowej strategii [mln PLN]

2014							
	moce [tys ton]	eksport	Przychody*	EBITDA*	marża EBITDA	cykl rotacji [dni]	
SWW	63	37%	731	85	11,7%	107	
SSA	-	35%	698	132	19,0%	76	
SOG	25	41%	397	89	22,5%	99	
SUB	-	37%	142	6	4,3%	17	
SAB	-	29%	44	7	15,9%	168	
inne/korekty	-	-	-192	-11	5,6%	-	
razem			1 820	309	17,0%		
2020							
	moce [tys ton]	eksport	Przychody*	EBITDA*	marża EBITDA	cykl rotacji [dni]	CAPEX 2015-20
SWW	75	42%	1 158	141	12,2%	89	379
SSA	-	38%	953	169	17,7%	70	183
SOG	55	33%	652	135	20,7%	99	254
SUB	-	55%	200	13	6,7%	13	23
SAB	-	29%	80	15	18,9%	143	39
inne/korekty	-	-	-223	-8	3,8%	-	-
razem			2 820	465	16,5%		930

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *przychody/EBITDA poszczególnych wg segmentów bez wyłączeń

W lutym 2015 spółka zaprezentowała nową strategię na lata 2015-20 oraz prognozy na 2015 rok.

Budżet na 2015

W budżecie na 2015 rok zarząd zapisał wypracowanie 1,96 mld PLN przychodów, 321 mln PLN EBITDA oraz 201 mln PLN wyniku netto. Przy czym na poziomie salda finansowego założono jedynie koszty odsetkowe netto na poziomie 10 mln PLN (w 1Q'15 spółka poniosła kilka mln PLN straty na różnicach kursowych na UAH/PLN) a na podatku uwzględniono 15,8 mln aktywa podatkowego z SSE (korzyści w podobnej skali powinny pojawić się także w 2016 i 2017 roku w związku z nową inwestycją w SOG) a także niższą efektywną stopę podatkową (dodatkový efekt m.in. rozliczenia strat z lat ubiegłych szacujemy na ok. 10 mln PLN). Przy 19% stopie podatku implikowana prognoza zarządu na 2015 rok a poziomie netto wyniosłaby 175 mln PLN.

Po 1H'15 spółka ma 961 mln PLN przychodów, 157,9 mln PLN EBITDA oraz 92,7 mln PLN zysku netto. Wykonanie założeń zarządu wynosi więc odpowiednio: 49%, 49% i 46%.

Cele do 2020

Według strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 2,82 mld PLN sprzedaży, 465 mln PLN EBITDA (rentowność ma pozostać na bardzo zbliżonym poziomie) oraz 264 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że w 2020 roku w prognozie ujęta jest efektywna stopa podatku <19% (EBIT 314 mln PLN – koszty finansowe 5 mln PLN = ok. 309 mln PLN zysku brutto x 0,81 = 250 mln PLN) - w założeniach do strategii zarząd ujął dalszą ewolucję struktury organizacyjnej w kierunku modelu holdingowego, co prawdopodobnie może pociągnąć za sobą jednorazowe korzyści podatkowe.

Dług netto, przy polityce wypłaty 60% skonsolidowanego zysku w formie dywidendy oraz łącznych nakładach inwestycyjnych na poziomie 930 mln PLN, ma wynieść 124 mln PLN w 2020. W szczytowym momencie programu inwestycyjnego w 2017 roku zadłużenie netto może osiągnąć poziom 472 mln PLN, co ma dać poziome wskaźnika dług netto/EBITDA = 1,3x. Na tej podstawie można implikować, że EBITDA w 2017 powinna wynieść 363 mln PLN. Dynamiczny wzrost EBITDA pojawić się ma dopiero w okresie 2018-20, kiedy procentować zacząć powinny najważniejsze inwestycje w SWW i SOG.

CAPEX 2015-20

W budżecie inwestycyjnym na lata 2015-20 zapisano 930 mln PLN (w latach 2009-14 CAPEX wyniósł 572 mln PLN). Zdecydowana większość środków (szacujemy, że ok. 3/4) ma zostać wydana do 2017 roku, kiedy uruchomione zostaną kluczowe inwestycje w SWW (nowe prasy dla stopów twardych) oraz SOG (wart ok. 150 mln PLN nowy zakład produkujący folie z polipropylenu - *biaxially oriented polypropylene*, BOPP - głównie dla branży spożywczej o mocach ok. 26 tys ton). Docelowo po inwestycjach moce produkcyjne w SWW mają wzrosnąć o ok. 20% (zakładany szybszy przyrost sprzedaży jest powiązany z produkcją głębiej przetworzonych wyrobów), natomiast w SOG o >100%.

Założenia dotyczące CAPEX-u [mln PLN]

	SWW	SSA	SOG	SUB	SAB	inne	razem
odtworzeniowe	164	43	21	13	19		286
rozwojowe	215	140	233	10	21	26	644
główny cel	rozwój produkcji profili przetworzonych oraz stopów twardych (2017)	rozwój sprzedaży (szczególnie w eksporcie)	zakład do produkcji folii PP (2017)		automatyzacja		930

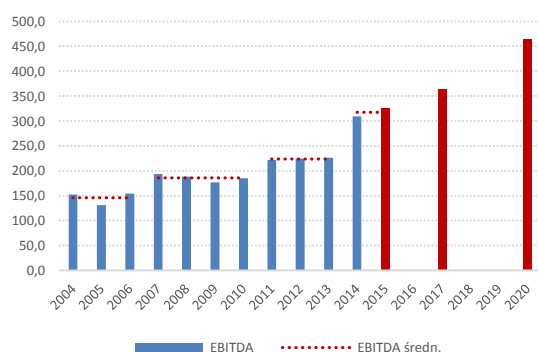
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W związku z tym, że większość nakładów zarząd Kęt zamierza ponieść do 2017 roku, w kolejnych latach CAPEX mógłby spaść poniżej amortyzacji, co otworzyłoby drogę do wypłaty wyższych dywidend. Podstawowy utrzymaniowy CAPEX szacujemy obecnie na około 50 mln PLN/rok. Nie uwzględnia on jednak np. wymiany maszyn na nowe (nie mówiąc oczywiście o rozbudowie mocy) i tym samym nie gwarantuje utrzymania marży w długim terminie. Zwracamy uwagę, że według założeń ze strategii amortyzacja w 2020 roku ma przekroczyć 150 mln PLN. W obecnej strategii spółka zakłada wydanie 930 mln PLN przez 6 lat i uwzględnia on sporo inwestycji o charakterze typowo rozwojowym. W kolejnej 6-latce taka kwota wystarczy jedynie na pokrycie amortyzacji.

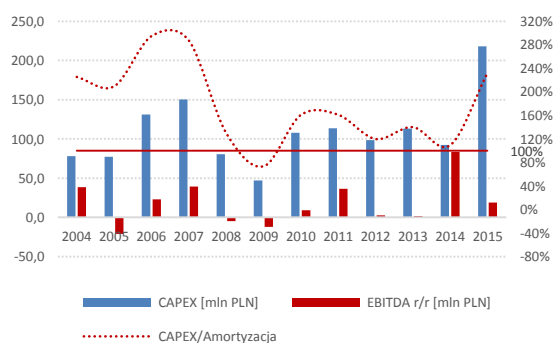
W obszarze opakowań BOPP budowa pozycji rynkowej poprzez spółkę Alupol Films (szacujemy, że pod koniec okresu strategii może ona generować ok. 150-180 mln PLN przychodów) obniży rentowność EBITDA segmentu. Obecnie głównym graczem na krajowym rynku (przez PCI Films Consulting roczny popyt szacowany jest na 58 tys ton) jest Flexpol (grupa Supravis), który posiada 33 tys ton mocy (z czego 20% produkcji jest eksportowane) a istotne znaczenie ma import. Warto jednak zwrócić uwagę, że praktycznie w tym samym czasie jak Kęty, plan budowy fabryki (o mocach 40 tys ton) w Polsce (w okolicach Wrocławia) do końca 2016 roku ogłosił hiszpański Poligal. Na rynku pojawi się więc spora nadwyżka mocy produkcyjnych.

Ścieżka wyników

Zwracamy uwagę, że na przestrzeni ostatnich lat (2007, 2011) widać wyraźne skoki wyników spółki na wyższą półkę a następnie utrzymywanie się ich przez 3-4 lata na stabilnym poziomie. Historycznie działają tu dwa główne czynniki. Jeden to cykl gospodarczy, który ma za sobą szczyty właśnie w 2007 i 2011 roku. Drugi to cykl inwestycyjny spółki. Nakłady procentują z pewnym opóźnieniem – spółka musi pozyskać klientów, przedstawić im swoje możliwości, opracować produkt itd. CAPEX spółki także zazwyczaj ma szczyt równocześnie z górką koniunktury – oceniamy, że efekty inwestycji pozwalają przejść na stabilnych wynikach okresy słabszej koniunktury. Kolejny skok wyników odbył się w 2014 roku (EBITDA z 226 mln PLN na 309 mln PLN) i do 2017 roku poprawa EBITDA powinna następować po ok. 15-20 mln PLN/rok. Kolejnego przyspieszenia można spodziewać się w latach 2018-2019.

EBITDA na tle średnich za okres [mln PLN]

Źródło: BDM S.A., spółka, 2015 – BDM, 2017 i 2020 prognozy wg strategii spółki

Nakłady inwestycyjne*

Źródło: BDM S.A., spółka, * zakładamy, że część CAPEX-u z 2015 przesunie się na 2016-17

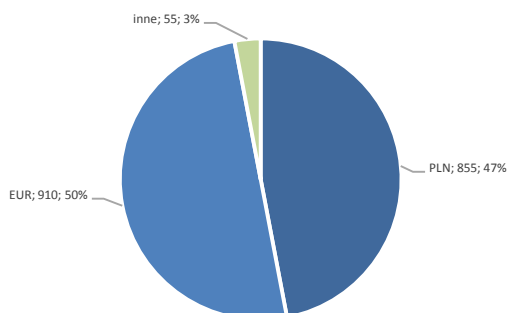
Możliwe zaskoczenia

Szukając możliwych pozytywnych zaskoczeń w obecnej strategii to głównie dostrzegamy je (z głównych obszarów) w SSA, przy czym spółka musi silniej przełożyć kompetencje z rynku polskiego na rynki zagraniczne. Natomiast na obecnym etapie nieco obawiamy się o rentowność w SOG (dla zdywersyfikowanych w tym obszarze graczy jak Amcor czy Bemis marża EBITDA jest o dobre kilka pkt proc niższa). Rynek opakowań w Europie Centralnej w ostatnich latach mocno się rozwinął (konsumpcja wewnątrz, eksport oparty o tańszą siłę roboczą) – tym samym jednak przyciąga nowe podmioty do dotychczas niszowych obszary (np. wejście Kęt i Poligalu w BOPP zupełnie odwróci relacje popytu i podaży w tym obszarze w Polsce za 2-3 lata)

Ryzyko walutowe

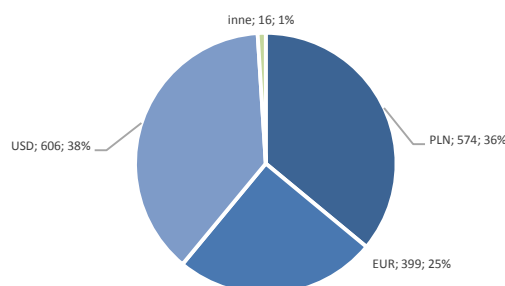
Jako czynnik ryzyka postrzegamy także zachowanie się kursów walut, przy czym głównie zwracamy tu uwagę na stronę przychodową. Około połowa sprzedaży generowana jest poprzez EUR/PLN (udział bezpośredniego eksportu w przychodach jest nieco mniejszy - 41% za 2014 rok). Po stronie kosztowej oprócz kosztów złotówkowych (wynagrodzenia, amortyzacja), spore znaczenie mają zakupy w USD (aluminium) oraz w nieco mniejszym stopniu w EUR (tworzywa). Przy tym należy pamiętać, że spółka w SWW zarabia na samej marży przerobowej (ceny aluminium są więc generalnie neutralne a w ostatnich kwartałach udało się ustabilizować temat premii za dostawy fizyczne aluminium, które także spółka uwzględnia już w dużej mierze w cennikach), w SSA posiada dominującą pozycję na rynku polskim, co daje dobrą pozycję negocjacyjną z odbiorcami (przy przenoszeniu na produkt ceny aluminium w PLN) a SOG (zakupy tworzyw) posiada największą w grupie ekspozycję na eksport. Per saldo (na bazie danych za 2014 rok) szacujemy, że umocnienie PLN vs EUR o 0,01 grosza niesie za sobą ok. 0,6 mln PLN spadku EBIT/rok.

Struktura walutowa przychodów w 2014 roku [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, *1H'15: 45% PLN, 50% EUR, 5% USD, GBP oraz UAH

Struktura walutowa kosztów operacyjnych w 2014 roku [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, *1H'15: 33% PLN, 40% USD, 26% EUR i 1% pozostałe

Wycena rynkowa spółki

Obecne postrzeganie spółki przez rynek można naszym zdaniem określić jako pozytywne. Generalnie rekomendacje wydane po ogłoszeniu strategii uwzględniają osiągnięcie w 2020 roku zbliżonego do zakładanego przez zarząd poziomu EBITDA (także nasza). Postrzeganie poprzedniej strategii (z celem 175 mln PLN zysku netto i 325 mln PLN EBITDA w 2015 roku) przez długi czas było zupełnie inne. W pierwszej połowie okresu, którego dotyczyła konsensus rynkowy (ani nasze założenia) nie zakładał jej wykonania (przez spory czas spółka „utknęła” w okolicach 225 mln PLN EBITDA/rok). Stąd wzięto się bardzo pozytywne zaskoczenie i mocny wzrost kursu w okresie 2013-2014. Zwracamy jednocześnie uwagę, że gdy ogłaszano poprzednią strategię w 2010, spółka była wyceniana na P/E'15=6x (przy średnim kursie z całego 2010 roku). Analogicznie, przy obecnym kursie i według prognoz zarządu, P/E'20=12x.

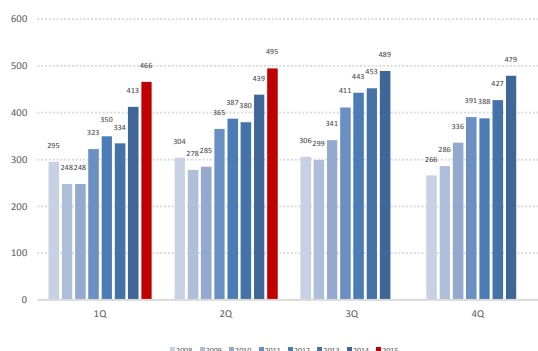
WYNIKI ZA 2Q'15

Wyniki za 2Q'2015

	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	2Q'15P zarząd	odchylenie*	2014	2015P BDM	zmiana r/r	2015P zarząd	odchyl.
Przychody	438,7	494,9	12,8%	490-495	0,5%	1 819,6	2 000,5	9,9%	1 962,0	2,0%
EBITDA	81,3	84,2	3,5%	84-86	-1,0%	309,3	328,0	6,0%	321,0	2,2%
EBIT	61,1	62,2	1,7%	63-65	-2,9%	224,6	233,9	4,1%	226,0	3,5%
Zysk brutto	58,9	67,9	15,2%	67-69	-0,1%	201,9	222,1	10,0%	216,0	2,8%
Zysk netto	52,6	57,6	9,4%	51-53	10,7%	169,0	205,7	21,7%	201,0	2,4%
Marża EBITDA	18,5%	17,0%		17,3%		17,0%	16,4%		16,4%	
Marża EBIT	13,9%	12,6%		13,0%		12,3%	11,7%		11,5%	
Marża zysku netto	12,0%	11,6%		10,6%		9,3%	10,3%		10,2%	

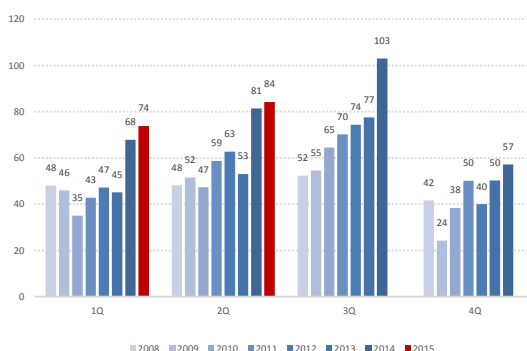
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *do średniej z prognozy zarządu

Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]



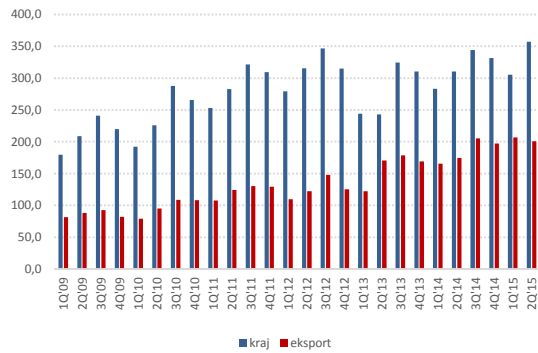
Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki za 2Q'15 okazały się zgodne ze wstępnymi szacunkami, które przedstawił zarząd pod koniec czerwca. Różnica pojawiła się jedynie na zysku netto – spółka rozpoznała dość niską (15%) efektywną stopę podatku, ze względu na aktywo podatkowe (pojawia się także w kolejnych kwartałach). Mocne, dwucyfrowe dynamiki przychodów uzyskano w SSA, SWW i SOG (przy czym zwracamy uwagę, że generalnie odpowiada za nie wzrost cen aluminium w przeliczeniu na PLN o 18%). Kolejny spadek sprzedaży, chociaż już w mniejszym wymiarze, pojawił się w SUB. Przyrost EBITDA r/r z trzech największych segmentów odnotowano jedynie w SOG. W SWW i SSA wynik był nieco poniżej 2Q'14, na co wpłynęły m.in. dość wysokie ceny aluminium w PLN. Skonsolidowana EBITDA wyniosła 84,2 mln PLN, co oznacza wzrost o +2,9 mln PLN. Wynik brutto jest tym razem wsparty przez duże saldo finansowe (+5,9 mln PLN, różnice kursowe). Efektywna stopa podatku na poziomie 15% (10% w 1Q'15) pozwoliła na wypracowanie 57,6 mln PLN zysku netto.

Słabiej r/r wypadł cash flow operacyjny: +46,9 mln PLN vs +61,1 mln PLN rok wcześniej. Dług netto wzrósł po 2Q'15 do 202 mln PLN z 201 po 1Q'15. Większy przyrost długu pojawi się w 3Q'15 w związku z wypłatą dywidendy, jednak poprawić się powinien równocześnie kapitał obrotowy (spadek ceny aluminium). CAPEX po 1H'15 to 107,6 mln PLN (plan na cały rok: 255 mln PLN, spółce prawdopodobnie część płatności przesunie się na 1Q'16).

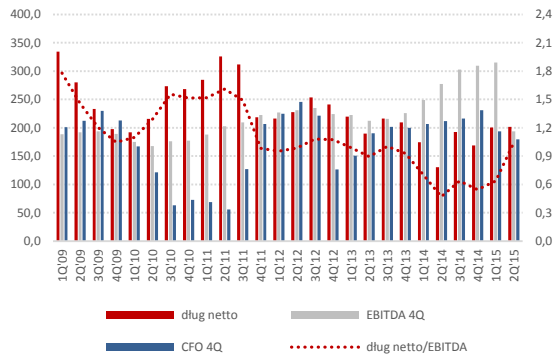
W 1H'15 wg szacunków zarządu 45% sprzedaży było realizowane w PLN, 50% w EUR a pozostałe 5% stanowiła sprzedaż rozliczana w USD, GBP oraz UAH. Po stronie kosztowej 33% stanowiły koszty ponoszone w PLN, 40% to koszty denominowane w USD, 26% w EUR i 1% w pozostałych walutach (GBP, UAH). Rozliczenia pomiędzy spółkami grupy w Polsce i na Ukrainie dokonywane są w USD. Na koniec 2Q'15 30% długu zaciągnięte było w EUR a 3% w USD.

Sprzedaż krajowa i eksportowa [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto i cash flow operacyjny [mln PLN]



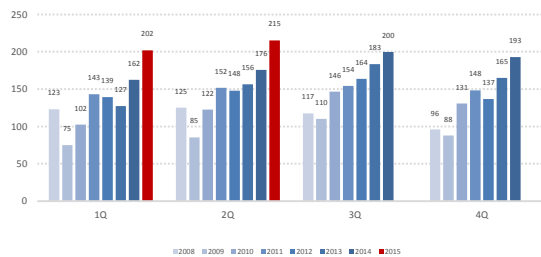
Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

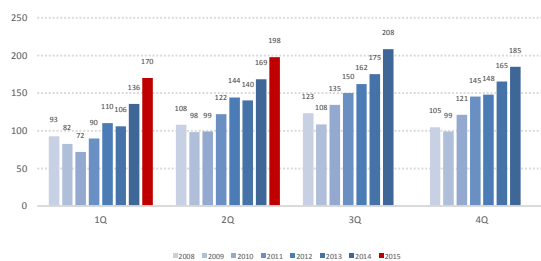
	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15
Razem															
Sprzedaż	390,5	349,8	387,5	442,9	387,9	334,4	379,6	452,6	427,3	412,9	438,7	489,0	478,9	466,0	494,9
zmiana r/r	16,2%	8,4%	6,1%	7,7%	-0,7%	-4,4%	-2,0%	2,2%	10,2%	23,5%	15,6%	8,0%	12,1%	12,9%	12,8%
EBITDA	50,0	47,2	62,7	74,3	40,0	45,1	53,0	77,5	50,2	67,9	81,3	102,9	57,2	73,7	84,2
marża	12,8%	13,5%	16,2%	16,8%	10,3%	13,5%	14,0%	17,1%	11,8%	16,4%	18,5%	21,0%	12,0%	15,8%	17,0%
SWW															
Sprzedaż ogółem	148,3	139,3	148,0	163,8	136,6	127,1	156,2	183,4	164,7	162,5	175,7	199,8	192,7	201,8	215,0
zmiana r/r	14%	-3%	-2%	6%	-8%	-9%	6%	12%	21%	28%	12%	9%	17%	24%	22%
Sprzedaż na zewn.	110,8	103,8	104,4	118,9	98,4	99,0	125,2	136,9	115,8	127,5	131,1	144,3	148,7	157,3	155,1
zmiana r/r	13%	-3%	-8%	7%	-11%	-5%	20%	15%	18%	29%	5%	5%	28%	23%	18%
EBITDA	13,1	16,4	19,6	19,9	18,3	10,1	14,6	21,4	17,6	20,4	22,2	28,5	14,1	22,9	21,5
marża	11,8%	15,9%	18,8%	16,8%	18,6%	10,3%	11,7%	15,6%	15,2%	16,0%	17,0%	19,7%	9,5%	14,6%	13,9%
SOG															
Sprzedaż ogółem	90,3	88,7	82,0	85,9	87,0	93,4	87,3	94,9	96,3	101,7	92,1	100,0	103,6	107,2	103,9
zmiana r/r	7%	-1%	4%	-1%	-4%	5%	6%	10%	11%	9%	6%	5%	8%	5%	13%
Sprzedaż na zewn.	89,0	88,2	81,6	85,5	86,2	93,0	87,0	94,3	95,5	101,2	91,6	99,8	103,3	107,2	103,9
zmiana r/r	7%	-1%	4%	-1%	-3%	5%	7%	10%	11%	9%	5%	6%	8%	6%	13%
EBITDA	20,1	15,8	18,1	19,9	12,8	18,5	20,7	21,9	17,2	20,5	23,0	25,8	20,0	23,4	25,2
marża	22,5%	17,9%	22,2%	23,3%	14,8%	19,8%	23,7%	23,2%	18,0%	20,3%	25,1%	25,9%	19,4%	21,8%	24,2%
SSA															
Sprzedaż ogółem	145,5	110,3	144,3	161,9	147,9	106,1	140,1	175,4	165,2	135,7	168,5	208,2	185,0	170,2	197,8
zmiana r/r	20%	23%	18%	8%	2%	-4%	-3%	8%	12%	28%	20%	19%	12%	25%	17%
Sprzedaż na zewn.	142,3	107,3	138,6	156,2	139,6	101,8	136,8	172,3	161,8	132,6	166,4	203,6	179,1	167,4	195,7
zmiana r/r	24%	27%	19%	9%	-2%	-5%	-1%	10%	16%	30%	22%	18%	11%	26%	18%
EBITDA	19,0	15,6	26,9	28,9	16,4	15,4	30,0	33,6	22,5	25,3	35,2	46,7	25,1	28,5	35,0
marża	13,4%	14,6%	19,4%	18,5%	11,7%	15,2%	21,9%	19,5%	13,9%	19,1%	21,2%	22,9%	14,0%	17,0%	17,9%
SUB															
Sprzedaż ogółem	45,9	42,6	53,2	70,8	56,0	33,3	20,6	35,6	42,9	40,9	37,0	26,8	37,1	24,1	30,0
zmiana r/r	55%	36%	20%	45%	22%	-22%	-61%	-50%	-23%	23%	80%	-25%	-13%	-41%	-19%
Sprzedaż na zewn.	26,1	40,6	52,3	70,5	55,2	33,1	20,5	35,2	42,4	40,8	36,8	26,5	36,8	24,0	29,4
zmiana r/r	19%	82%	100%	125%	112%	-18%	-61%	-50%	-23%	23%	79%	-25%	-13%	-41%	-20%
EBITDA	2,2	1,2	-0,2	5,8	-4,8	0,3	-12,7	1,7	-4,1	3,4	0,2	0,1	2,5	-1,0	2,0
marża	8,6%	3,0%	-0,4%	8,2%	-8,7%	1,0%	-62,0%	4,7%	-9,7%	8,3%	0,5%	0,4%	6,7%	-4,2%	6,7%
SAB															
Sprzedaż ogółem	9,0	7,8	10,0	11,9	8,5	6,1	9,6	13,9	10,4	8,5	11,6	14,5	9,8	8,9	11,1
zmiana r/r	5%	16%	3%	-5%	-6%	-22%	-4%	16%	23%	40%	21%	4%	-6%	5%	-4%
Sprzedaż na zewn.	6,3	5,3	6,5	8,3	4,9	4,1	6,6	10,0	7,0	5,5	7,9	10,2	6,7	5,3	7,3
zmiana r/r	-7%	5%	-14%	-14%	-22%	-22%	2%	20%	42%	35%	20%	2%	-4%	-3%	-7%
EBITDA	3,7	0,8	1,2	1,9	1,8	0,6	1,0	2,3	2,1	1,7	2,0	2,1	1,3	1,2	0,6
marża	59,1%	16,1%	18,8%	22,7%	36,4%	15,5%	15,2%	22,9%	30,0%	30,7%	24,8%	21,1%	19,0%	21,6%	8,1%
inne															
Sprzedaż ogółem	18,2	7,0	6,4	6,0	6,0	5,7	5,8	6,2	7,5	7,5	7,2	7,1	7,0	7,4	6,0
zmiana r/r	35%	-57%	-75%	-81%	-67%	-18%	-9%	5%	25%	32%	24%	14%	-7%	-2%	-18%
Sprzedaż na zewn.	16,0	4,7	4,1	3,6	3,6	3,4	3,4	3,8	4,8	5,2	5,0	4,6	4,5	4,7	3,5
zmiana r/r	41%	-67%	-82%	-88%	-78%	-28%	-17%	7%	35%	54%	47%	19%	-7%	-9%	-31%
EBITDA	-2,8	-2,2	-4,9	-2,2	1,3	-1,6	-2,1	-2,2	-5,1	-1,3	-2,8	-0,2	-5,7	-2,5	-2,5
marża	-17,6%	-45,9%	-120%	-61,0%	36,9%	-46,6%	-63,0%	-58,1%	-104,5%	-24,8%	-56,6%	-5,2%	-126,1%	-53,2%	-72,3%
Wylaczenia															
EBITDA	-5,4	-0,6	2,0	0,1	-5,8	1,7	1,6	-1,1	0,1	-2,2	1,5	-0,1	0,0	1,3	2,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, marża EBITDA liczna do sprzedaży dla odbiorców zewnętrznych

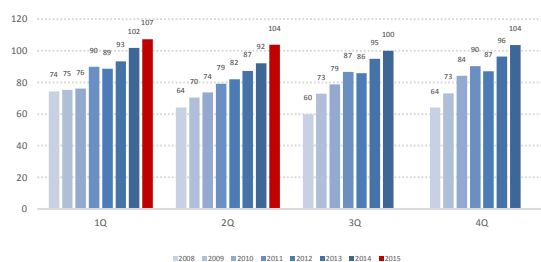
Przychody kwartalnie – SWW [mln PLN]



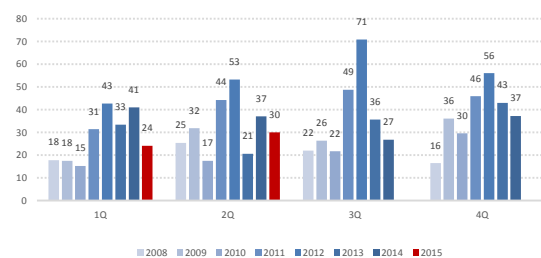
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami
Przychody kwartalnie – SSA [mln PLN]



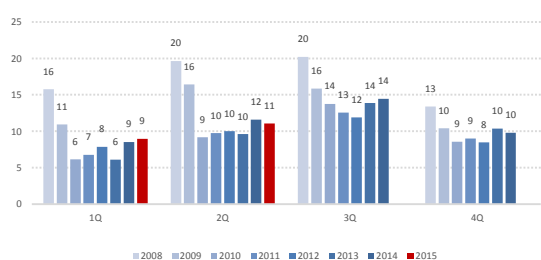
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami
Przychody kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami
Przychody kwartalnie – SUB [mln PLN]

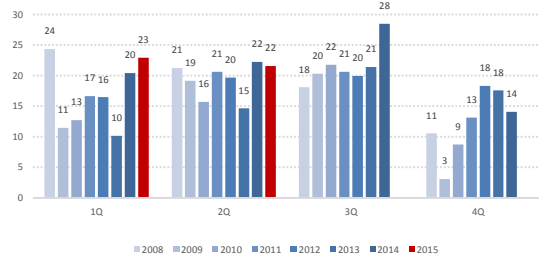


Źródło: BDM S.A., spółka
Przychody kwartalnie – SAB [mln PLN]

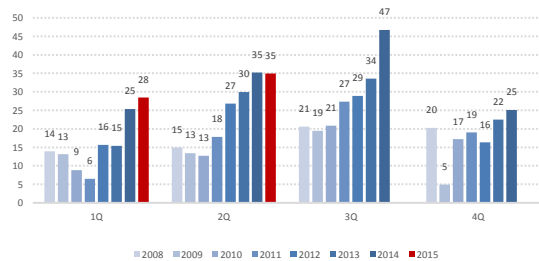


Źródło: BDM S.A., spółka

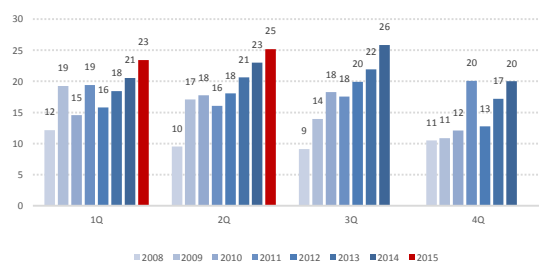
EBITDA kwartalnie – SWW [mln PLN]



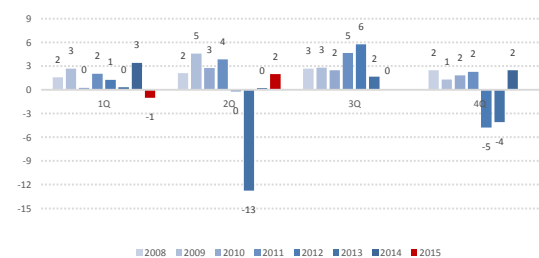
Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SSA [mln PLN]



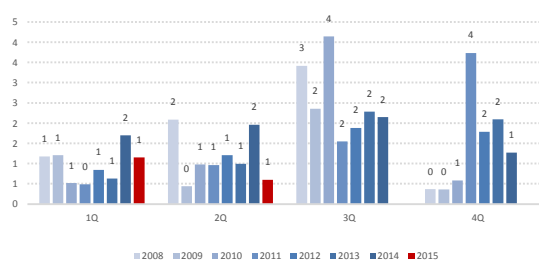
Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SUB [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA kwartalnie – SAB [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

SWW – charakterystyka

- największy w kraju producent profili aluminiowych, rur, drutów i prętów, posiadającym około 30% udziału w rynku polskim (wielkość rynku polskiego szacuje się na 150 tys ton); spółka posiada także zakład na Ukrainie o mocach 7 tys ton/rok
- odbiorcy to m.in. przemysł budowlany (segmenty SSA), motoryzacyjny, producenci artykułów gospodarstwa domowego czy wyposażania wnętrz
- segment najbardziej wrażliwym na koniunkturę w przemyśle i budownictwie, ceny wyrobów są bezpośrednio powiązane z cenami aluminium, spółka zarabia na premii przerobowej (która musi pokryć także premię producencką za fizyczną dostawę aluminium – w ostatnich kwartach udało się w dużej mierze przerzucić tą zmienną na klientów)
- największy gracz na rynku europejskim to Sapa Aluminium (25% udziału), udział Kęty szacowany jest na 2%

SOG – charakterystyka

- segment zaopatruje w opakowania wielowarstwowe producentów działających w branżach: koncentratów spożywczych, tytoniowej, cukierniczej, tłuszczowej, mleczarskiej i farmaceutycznej
- do klientów należą zarówno duże zachodnie koncerny (Nestle, Kraft, Unilever, McDonald's) oraz małe i średnie polskie przedsiębiorstwa
- 1/3 produkcji trafia bezpośrednio na eksport, głównie do regionu CEE (Czechy, Litwa, Białoruś, Ukraina, Rosja, Słowacja), udział w rynku polskim szacowany jest na 20%
- Kęty są średnim graczem europejskim z około 1% udziałem w rynku (najwięksi to Amcor, Constantia)
- jednocześnie obecne marże segmentu są stosunkowo wysokie (kilka pkt proce wyższe na poziomie EBITDA) w porównaniu do zagranicznych giełdowych spółek operujących w tym segmencie. (m.in. efekt nowoczesnego parku maszynowego i przeprowadzonej w ostatnich latach optymalizacji)
- podstawowe surowce używane przez segment to polietylen, poliestr, papier czy folia aluminiowa

SSA – charakterystyka

- segment jest producentem i dystrybutorem rozwiązań architektonicznych dla budownictwa: fasad, drzwi, okien czy rolet zewnętrznych
- popyt związany jest z budownictwem kubaturowym: biurowce, galerie handlowe, hotele, zakłady produkcyjne, magazyny.
- udział w rynku systemów aluminiowych dla budownictwa w rynku polskim szacowany jest na 40%
- spółce nie sprzyja środowisko mocnego kursu PLN vs EUR – wzrost konkurencyjności importu oraz niższa rentowność eksportu
- spółka celuje obecnie w rozwój na rynkach zagranicznych – największym rynkiem „w okolicy” są Niemcy - udało się zaistnieć tylko w niewielkiej skali (dominacja Schuco, które ma 10% rynku europejskiego, wartego około 1,0 mld EUR)

SUB – charakterystyka

- w 2012 roku Segment Usług Budowlanych (Metalplast Stolarka) odnotował >200 mln PLN dzięki realizacji dużych kontraktów (Sky Tower, infrastruktura drogowa)
- kolejne lata przyniosły wyraźne „schłodzenie” segmentu ze względu na ostrożniejsze ofertowanie oraz problemy z rentownością w trudnym otoczeniu biznesowym
- obecnie spółka skupia się w większym stopniu na rynkach zagranicznych (Niemcy, Belgia, USA) a na rynku krajowym działa głównie w obszarze ekranów akustycznych

SAB – charakterystyka

- produkcja okuć budowlanych do stolarki otworowej w spółce Metalplast Karo Złotów
- średniej wielkości podmiot z 1% udziałem w rynku europejskim (20% rynku ma Roto)
- sprzedaż w sporej mierze opiera się na kooperacji z innymi segmentami spółki (komponenty do innych produktów)

PROGNOZY WYNIKÓW

W prognozie na 2015 rok zarząd zakłada wypracowanie 1,96 mld PLN sprzedaży, 321 mln PLN EBITDA oraz 201 mln PLN zysku netto (przy czym w wyniku ma być ujęte rozpoznanie 15,8 mln PLN aktywa podatkowego, nie zakładano różnic kursowych). Poprawa EBITDA ma sięgnąć 12 mln PLN r/r. Po 2Q'15 poprawa wyniosła 8,7 mln PLN. W sumie w 1H'15 spółka ma 961 mln PLN przychodów, 157,9 mln PLN EBITDA oraz 92,7 mln PLN zysku netto. Wykonanie założeń zarządu wynosi więc odpowiednio: 49%, 49% i 46%. W naszej prognozie na 2015 rok zakładamy EBITDA na poziomie 328 mln PLN. Warto pamiętać o relatywnie wysokiej bazie z 3Q'14 (przyrost EBITDA wyniósł wtedy 26 mln PLN r/r). Zwracamy uwagę, że za wzrost sprzedaży w 1H'15 w dużej mierze odpowiada cena aluminium w PLN. O ok. 1,1 pkt proc niższa r/r jest marża EBITDA. Spodziewamy się, że tendencja obniżki marży ulegnie zahamowaniu (stopniowe dostosowanie się rynku do obecnego poziomu EUR/USD).

W komentarzu do wyników Kęty przedstawiły oczekiwane dynamiki przychodów w 3Q'15: SWW: podobnie jak w 2Q'15 (przy znaczeniu będzie mieć kurs aluminium w PLN), SSA: +15%, SOG: +kilkanaście %, SUB: 0%, SAB: +5-10%. W podsumowaniu do prezentacji zarząd stwierdził, że spodziewa się „bardzo dobrych wyników”.

Prognoza wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2013	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P	2015P
Przychody ze sprzedaży	334,4	379,6	452,6	427,3	1 593,8	412,9	438,7	489,0	478,9	1 819,6	466,0	494,9	537,2	502,4	2 000,5
zmiana r/r	-4,4%	-2,0%	2,2%	10,2%	1,6%	23,5%	15,6%	8,0%	12,1%	14,2%	12,9%	12,8%	9,9%	4,9%	9,9%
EBITDA	45,1	53,0	77,5	50,3	225,9	67,9	81,3	103,0	57,1	309,3	73,7	84,2	109,6	60,5	328,0
zmiana r/r	-4,5%	-15,4%	4,2%	25,8%	0,7%	50,5%	53,4%	32,9%	13,7%	36,9%	8,7%	3,5%	6,4%	5,9%	6,0%
EBIT	25,6	33,1	57,0	29,3	144,9	48,4	61,1	81,6	33,5	224,6	52,3	62,2	84,9	34,5	233,9
Saldo finansowe	-3,8	-2,8	-1,3	-2,9	-10,8	-8,1	-2,2	-4,9	-7,4	-22,7	-13,2	5,9	-2,0	-2,4	-11,7
Zysk (strata) brutto	21,8	30,3	55,6	26,3	134,1	40,3	58,9	76,7	26,0	201,9	39,0	67,9	82,9	32,3	222,1
Zysk (strata) netto	17,0	42,9	44,0	49,6	153,5	30,8	52,6	62,2	23,4	169,0	35,1	57,6	70,5	42,6	205,7
Marża EBITDA	13,5%	14,0%	17,1%	11,8%	14,2%	16,4%	18,5%	21,1%	11,9%	17,0%	15,8%	17,0%	20,4%	12,0%	16,4%
Marża EBIT	7,7%	8,7%	12,6%	6,8%	9,1%	11,7%	13,9%	16,7%	7,0%	12,3%	11,2%	12,6%	15,8%	6,9%	11,7%
Marża zysku netto	5,1%	11,3%	9,7%	11,6%	9,6%	7,5%	12,0%	12,7%	4,9%	9,3%	7,5%	11,6%	13,1%	8,5%	10,3%

Źródło: BDM S.A., spółka

Generalnie w modelu przyjęliśmy założenia zbliżone do zaprezentowanych przez zarząd w strategii – szersze omówienie zostało przedstawione w osobnym rozdziale (porównanie prognoz znajduje się na stronie 3 rekomendacji).

Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2015-2024

	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1 489,7	1 568,1	1 593,8	1 819,6	2 000,5	2 119,6	2 290,4	2 538,5	2 764,7	2 888,3	2 977,4	3 068,7	3 157,0	3 244,1
SOG	345,9	343,7	371,8	397,4	426,8	439,6	492,8	587,6	665,2	681,8	698,9	716,4	734,3	749,0
SWW	597,2	587,6	631,4	730,7	824,3	890,8	952,9	1 049,3	1 153,5	1 234,0	1 288,5	1 344,8	1 397,6	1 451,8
SSA	507,2	564,4	586,8	697,5	796,6	836,4	886,6	930,9	968,1	987,5	1 007,3	1 027,4	1 048,0	1 068,9
SAB	38,0	38,2	39,9	44,3	46,5	51,4	57,3	63,9	70,3	75,6	78,8	81,3	83,7	86,1
SUB	170,3	222,5	132,4	141,9	131,0	144,1	158,5	174,4	183,1	192,2	196,1	200,0	204,0	208,1
Inne	91,7	25,3	25,2	28,8	29,4	29,9	30,5	31,2	31,2	31,8	32,4	33,1	33,7	34,4
Korekty	-260,7	-213,7	-193,7	-221,1	-253,5	-272,2	-287,7	-298,1	-306,7	-314,7	-324,5	-334,3	-344,2	-354,3
zmiana r/r	23,1%	5,3%	1,6%	14,2%	9,9%	6,0%	8,1%	10,8%	8,9%	4,5%	3,1%	3,1%	2,9%	2,8%
SOG	10,6%	-0,6%	8,2%	6,9%	7,4%	3,0%	12,1%	19,2%	13,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
SWW	19,1%	-1,6%	7,5%	15,7%	12,8%	8,1%	7,0%	10,1%	9,9%	7,0%	4,4%	4,4%	3,9%	3,9%
SSA	18,9%	11,3%	4,0%	18,9%	14,2%	5,0%	6,0%	5,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SAB	1,2%	0,4%	4,5%	11,1%	4,9%	10,5%	11,5%	11,6%	10,0%	7,5%	4,2%	3,2%	3,0%	2,9%
SUB	103,0%	30,7%	-40,5%	7,2%	-7,7%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inne	156,6%	-72,4%	-0,3%	14,3%	-0,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA [mln PLN]	221,6	224,2	225,9	309,3	328,0	352,5	368,8	415,8	458,1	480,1	498,8	513,9	528,7	542,7
SOG	73,1	66,5	78,2	89,4	96,7	97,8	93,6	114,6	131,4	136,4	141,5	145,8	150,2	153,5
SWW	71,0	74,3	63,7	85,2	88,7	98,0	104,8	118,0	135,5	148,1	157,8	164,7	171,2	177,9
SSA	70,6	87,8	101,4	132,4	138,9	148,5	157,4	165,2	171,8	175,3	178,8	182,4	186,0	189,7
SAB	6,7	5,7	6,0	7,1	5,6	8,6	10,3	11,7	12,6	13,5	13,9	14,2	14,5	14,7
SUB	12,8	2,0	-14,8	6,2	6,0	7,3	9,8	11,4	11,8	12,3	12,5	12,7	13,0	13,2
Inne	-6,6	-7,9	-11,0	-10,0	-7,8	-7,7	-7,1	-5,2	-5,1	-5,4	-5,7	-5,9	-6,1	-6,3
korekty	-5,9	-4,2	2,3	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	1 005,9	1 016,5	1 134,8	1 353,6	1 395,4	1 313,8	1 221,4	1 138,1	1 141,7	1 144,9	1 147,6	1 149,7
Wartości niematerialne i prawne	69,6	70,4	66,8	63,9	61,3	59,0	57,0	54,8	55,3	55,9	56,5	57,1
Rzeczowe aktywa trwałe	849,6	862,1	989,7	1 217,4	1 268,2	1 195,4	1 108,2	1 027,0	1 030,1	1 032,7	1 034,8	1 036,4
Pozostałe aktywa trwałe	86,7	84,0	78,3	72,3	65,9	59,4	56,3	56,3	56,3	56,3	56,3	56,3
Aktywa obrotowe	710,2	781,0	887,2	943,7	962,7	1 064,0	1 167,4	1 273,2	1 306,5	1 332,2	1 366,5	1 391,1
Zapasy	239,3	308,5	348,4	374,4	407,8	452,6	493,3	517,4	537,3	557,7	577,7	597,7
Należności krótkoterminowe	393,7	404,1	444,2	470,7	508,6	563,7	613,9	641,4	661,2	681,4	701,1	720,4
Inwestycje krótkoterminowe	77,2	68,4	94,6	98,6	46,3	47,7	60,1	114,4	108,1	93,1	87,8	73,1
- w tym środki pieniężne	75,1	66,4	92,6	96,6	44,3	45,6	58,1	112,4	106,0	91,1	85,7	71,1
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 716,1	1 797,5	2 022,0	2 297,3	2 358,1	2 377,8	2 388,8	2 411,3	2 448,2	2 477,1	2 514,2	2 540,9
Kapitał (fundusz) własny	1 125,4	1 203,2	1 272,9	1 341,8	1 402,5	1 468,1	1 568,0	1 683,5	1 778,2	1 859,5	1 929,5	1 986,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	67,1	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4
Zysk z lat ubiegłych	1 058,8	1 131,9	995,8	1 065,5	1 134,4	1 195,1	1 260,7	1 355,1	1 432,2	1 500,9	1 558,3	1 603,3
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	205,7	205,0	196,8	201,7	236,0	257,1	274,6	287,3	299,8	311,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	590,7	594,3	749,1	955,5	955,6	909,7	820,8	727,8	670,0	617,5	584,7	554,8
Rezerwy na zobowiązania	62,8	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8	65,8
Zobowiązania długoterminowe	40,7	25,3	25,3	25,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	39,3	23,3	23,3	23,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	446,9	464,3	619,2	825,5	849,0	803,1	714,1	621,1	563,4	510,9	478,0	448,1
- w tym zobowiązania oprocentowane	245,4	211,9	341,9	531,9	531,9	451,9	331,9	221,9	151,9	86,9	41,9	0,0
Pasywa razem	1 716,1	1 797,5	2 022,0	2 297,3	2 358,1	2 377,8	2 388,8	2 411,3	2 448,2	2 477,1	2 514,2	2 540,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	1 593,8	1 819,6	2 000,5	2 119,6	2 290,4	2 538,5	2 764,7	2 888,3	2 977,4	3 068,7	3 157,0	3 244,1
EBITDA	225,9	309,3	328,0	352,5	368,8	415,8	458,1	480,1	498,8	513,9	528,7	542,7
EBIT	144,9	224,6	233,9	248,7	241,5	265,8	305,2	327,5	346,1	359,8	373,6	386,7
Saldo działalności finansowej	-10,8	-22,7	-11,7	-15,1	-17,9	-16,7	-13,7	-9,9	-6,9	-4,9	-3,3	-1,9
Zysk (strata) brutto	134,1	201,9	222,1	233,5	223,4	249,0	291,4	317,4	339,0	354,8	370,1	384,5
Zysk (strata) netto	153,5	169,0	205,7	205,0	196,8	201,7	236,0	257,1	274,6	287,3	299,8	311,5

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	199,7	230,9	258,0	291,8	298,5	307,0	343,8	383,1	405,0	416,4	428,9	440,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-108,3	-95,8	-217,6	-328,0	-175,1	-74,8	-63,5	-68,9	-155,7	-156,8	-157,5	-157,9
Przepływy z działalności finansowej	-81,3	-143,8	-14,3	40,1	-175,7	-230,8	-267,8	-259,9	-255,6	-274,5	-276,8	-297,3
Przepływy pieniężne netto	10,1	-8,7	26,1	4,0	-52,2	1,3	12,5	54,3	-6,3	-14,9	-5,4	-14,7
Środki pieniężne na początek okresu	65,0	75,1	66,4	92,6	96,6	44,3	45,6	58,1	112,4	106,0	91,1	85,7
Środki pieniężne na koniec okresu	75,1	66,4	92,6	96,6	44,3	45,6	58,1	112,4	106,0	91,1	85,7	71,1

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	14,2%	9,9%	6,0%	8,1%	10,8%	8,9%	4,5%	3,1%	3,1%	2,9%	2,8%
EBITDA zmiana r/r	36,9%	6,0%	7,5%	4,6%	12,7%	10,2%	4,8%	3,9%	3,0%	2,9%	2,7%
EBIT zmiana r/r	55,0%	4,1%	6,3%	-2,9%	10,1%	14,8%	7,3%	5,7%	4,0%	3,8%	3,5%
Zysk netto zmiana r/r	10,1%	21,7%	-0,4%	-4,0%	2,5%	17,0%	8,9%	6,8%	4,6%	4,3%	3,9%
Marża EBITDA	17,0%	16,4%	16,6%	16,1%	16,4%	16,6%	16,6%	16,8%	16,7%	16,7%	16,7%
Marża EBIT	12,3%	11,7%	11,7%	10,5%	10,5%	11,0%	11,3%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%
Marża brutto	11,1%	11,1%	11,0%	9,8%	9,8%	10,5%	11,0%	11,4%	11,6%	11,7%	11,9%
Marża netto	9,3%	10,3%	9,7%	8,6%	7,9%	8,5%	8,9%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%
ROE	14,5%	16,6%	15,7%	14,3%	14,0%	15,5%	15,8%	15,9%	15,8%	15,8%	15,9%
ROA	9,4%	10,2%	8,9%	8,3%	8,5%	9,9%	10,7%	11,2%	11,6%	11,9%	12,3%
Dług	235,2	365,2	555,2	531,9	451,9	331,9	221,9	151,9	86,9	41,9	0,0
D / (D+E)	13,1%	18,1%	24,2%	22,6%	19,0%	13,9%	9,2%	6,2%	3,5%	1,7%	0,0%
D / E	15,1%	22,0%	31,9%	29,1%	23,5%	16,1%	10,1%	6,6%	3,6%	1,7%	0,0%
Odsetki / EBIT	-10,1%	-5,0%	-6,1%	-7,4%	-6,3%	-4,5%	-3,0%	-2,0%	-1,4%	-0,9%	-0,5%
Dług / kapitał własny	19,5%	28,7%	41,4%	37,9%	30,8%	21,2%	13,2%	8,5%	4,7%	2,2%	0,0%
Dług netto	168,7	272,6	458,6	487,5	406,2	273,7	109,5	45,8	-4,2	-43,9	-71,1
Dług netto / kapitał własny	14,0%	21,4%	34,2%	34,8%	27,7%	17,5%	6,5%	2,6%	-0,2%	-2,3%	-3,6%
Dług netto / EBITDA	0,5	0,8	1,3	1,3	1,0	0,6	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1
Dług netto / EBIT	0,8	1,2	1,8	2,0	1,5	0,9	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2
EV	3 221,6	3 341,2	3 527,3	3 556,2	3 474,9	3 342,4	3 178,1	3 114,5	3 064,4	3 024,8	2 997,6
Dług / EV	7,3%	10,9%	15,7%	15,0%	13,0%	9,9%	7,0%	4,9%	2,8%	1,4%	0,0%
CAPEX / Przychody	5,1%	10,9%	15,5%	7,7%	3,0%	2,3%	2,4%	5,3%	5,1%	5,0%	4,9%
CAPEX / Amortyzacja	108,9%	231,7%	316,8%	137,8%	49,9%	41,6%	45,4%	102,3%	102,1%	101,8%	101,4%
Amortyzacja / Przychody	4,6%	4,7%	4,9%	5,6%	5,9%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%
Zmiana KO / Przychody	1,7%	2,9%	1,8%	2,2%	2,7%	2,2%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,4%	31,5%	31,3%	29,0%	27,5%	27,5%	29,0%	31,7%	31,8%	32,2%	32,4%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
P/E*	18,1	14,9	15,0	15,6	15,2	13,0	11,9	11,2	10,7	10,2	9,9
P/BV*	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5
P/CE*	12,0	10,2	9,9	9,5	8,7	7,9	7,5	7,2	7,0	6,7	6,6
EV/EBITDA*	10,4	10,2	10,0	9,6	8,4	7,3	6,6	6,2	6,0	5,7	5,5
EV/EBIT*	14,3	14,3	14,2	14,7	13,1	11,0	9,7	9,0	8,5	8,1	7,8
EV/S*	1,8	1,7	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
BVPS	128,1	134,8	142,1	148,5	155,5	166,1	178,3	188,3	196,9	204,4	210,3
EPS	18,0	21,8	21,7	20,8	21,4	25,0	27,2	29,1	30,4	31,8	33,0
CEPS	27,0	31,8	32,7	34,3	37,2	41,2	43,4	45,3	46,8	48,2	49,5
DPS	10,0	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	15,0	19,1	21,8	24,3	27,0
Payout ratio	61,1%	80,5%	66,1%	66,4%	69,1%	67,5%	60,0%	70,0%	75,0%	80,0%	85,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 325,0 PLN

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 stala

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
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
trzymaj	305,0	trzymaj	193,9	17.08.2015	325,0	52 500
trzymaj	193,9	akumuluj	187,5	8.11.2013	197,4	53 317
akumuluj	187,5	akumuluj	162,8	20.08.2013	170,3	49 334
akumuluj	162,8	trzymaj	127,7	8.03.2013	141,0	46 939
trzymaj	127,7	akumuluj	131,9	17.08.2012	117,0	42 126
akumuluj	131,9	trzymaj	107,6	11.04.2012	117,0	40 302
trzymaj	107,6	redukuj	112,2	04.11.2011	101,5	41 560
redukuj	112,2	trzymaj	118,3	15.07.2011	122,0	47 699
trzymaj	118,3	redukuj	103,2	5.11.2010	119,7	47 040
redukuj	103,2	akumuluj	118,7	16.02.2010	117,5	38 760
akumuluj	118,7	kupuj	103,4	9.11.2009	107,5	39 277
kupuj	103,4	redukuj	52,6	18.08.2009	86,0	35 000
redukuj	52,6	-	-	27.02.2009	58,9	22 160

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	50%
Trzymaj	2	17%
Redukuj	4	33%
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 docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

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

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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową 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 portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 17.08.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.08.2015 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 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 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 17.08.2015 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 subemisję inwestycyjną i usługowe.
- BDM pełni funkcję 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 otrzymuje wynagrodzenie 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 świadomy, 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. 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.