



Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji z 15/02/2016 (Kupuj, cena docelowa 18,8 PLN) kurs Seleny zyskał 14%, zachowując się lepiej niż szeroki rynek (WIG: +3%). Mimo kontynuacji erozji przychodów, spodziewamy się, że 2Q'16 przyniesie podtrzymanie dobrych tendencji na marż z ostatnich kwartałów, co przy wysokiej dźwigni operacyjnej, powinno zaowocować sporym przyrostem EBITDA i zysku netto (dodatkowo wspartego przez waluty). Zwracamy uwagę na poprawiający się sentyment do rynków wschodzących, na które, jako jeden z niewielu podmiotów notowanych na GPW, Selen FM posiada sporą ekspozycję (m.in. Rosja). Oczekujemy stopniowej poprawy na rynku rosyjskim w 2H'16 (umocnienie kursu RUB/EUR w ostatnich miesiącach, poprawiające się odczyty PMI) oraz pozytywnego wpływu słabego PLN (eksport stanowi >2/3 sprzedaży). Przy prawdopodobnych podwyżkach cen części surowców w 2H'16 czynnikiem wspierającym marżę powinny być nowe produkty oraz optymalizacja receptur. Mimo kłopotów „wieku dziecięcego” oczekujemy pozytywnego wpływu wdrożenia systemu ERP w średnim terminie. Według naszych prognoz spółka handlowana jest na skorygowanym P/E'16=8,1x oraz EV/EBITDA'16=5,7x (z perspektywą wyraźnego spadku na koniec 2017 po odzyskaniu środków z obligacji). Decydujemy się utrzymać zalecenie Kupuj, podwyższając cenę docelową do 21,3 PLN (poprzednio: 18,8 PLN).

Spodziewamy się kontynuacji trendu poprawy marż przez spółkę w 2Q'16 (zwracamy uwagę, że to nie tylko efekt tańszych surowców, ale także implementacji nowych produktów oraz receptur produkcyjnych). Mimo problemów na poziomie sprzedaży (trudności z pierwszymi miesiącami funkcjonowania systemu ERP + słaby rynek w Kazachstanie, zakładamy spadek sprzedaży na poziomie nawet nieco większym niż w 1Q'16), prognozujemy, że EBITDA w 2Q'16 wzrośnie z 25 mln PLN do >30 mln PLN a zysk netto z 11 mln PLN do 20 mln PLN.

Spoglądając na cały 2016 rok dostrzegamy szansę, że marża EBITDA może zbliżyć się nawet do 10% (po raz ostatni dwucyfrowe poziomy notowano w latach 2006-07). Zakładamy, że problemy z ERP nie będą miały już większego wpływu na sprzedaż w 2H'16. Nasze założenia na 2017 rok są konserwatywne, dostrzegamy nadal spore pole do poprawy wyników zarówno na bazie czynników wewnętrznych (ERP, optymalizacja palety produktów, większy nacisk na R&D) jak i zewnętrznych (poprawa koniunktury na rynkach wschodzących). Spółka ma nadal przestrzeń do poprawy marż względem konkurencji. Biorąc pod uwagę zarówno historyczne wskazania EV/EBITDA jak i wyceny podmiotów z grupy porównawczej, spółka wyceniana jest relatywnie tanio a na rynku znajdują inwestorzy gotowi płacić za spółki z branży materiałów budowlanych nawet 9x EBITDA (nieudane wezwanie na Ferro).

Czynnikiem ryzyka jest strona surowcowa. Przy czym zwracamy uwagę, że spadki cen ropy w latach 2014-15 nie pociągnęły za sobą proporcjonalnej obniżki cen surowców używanych przez spółkę. Dlatego ich producenci mogą mieć ograniczone pole do większych podwyżek przy wzrostach cen ropy. Uważamy, że mocny spadek cen ropy ogólnie bardziej spółce zaszkodzi niż pomoże. Gospodarki rynków wschodnich, na które spółka ma ekspozycję (Rosja, Kazachstan, Brazylia...) znalazły się pod silną presją (co przełożyło się na dewaluację lokalnych walut). Natomiast spadek cen surowców wykorzystywanych przez spółkę nastąpił w ograniczonym zakresie.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 103,4	997,9	978,7	1 026,6	1 047,7	1 065,1
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	80,9	73,5	83,1	83,9	85,8	87,8
EBITDA [mln PLN]	90,5	83,6	93,5	94,5	96,2	98,5
EBIT [mln PLN]	65,6	58,9	69,2	69,0	70,0	71,8
Zysk netto [mln PLN]	20,8	26,8	54,5	49,4	49,5	51,7
Zysk netto skoryg.* [mln PLN]	43,4	39,1	48,3	49,9	49,1	51,3
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
P/E	18,7	14,5	7,1	7,9	7,9	7,5
P/E skoryg.*	9,0	10,0	8,1	7,8	7,9	7,6
EV/EBITDA	5,7	6,7	5,7	4,8	4,4	4,1
EV/EBITDA skoryg.**	5,7	6,0	5,1	4,8	4,4	4,1
EV/EBIT	7,9	9,6	7,7	6,6	6,1	5,6

*skorygowany o różnice kursowe ujęte w saldzie finansowym

**przy ujęciu objętych przez spółkę obligacji wyemitowanych przez głównego akcjonariusza jako ekwiwalentu gotówki

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 21,3 PLN

(+0,3 PLN dywidenda*)

15 LIPIEC 2016, 08:49 CEST

Wycena DCF [PLN]	20,0
Wycena porównawcza [PLN]	26,3
Wycena końcowa [PLN]	21,3
Potencjał do wzrostu / spadku	24,8%
Koszt kapitału	10,0%

Cena rynkowa [PLN]	17,05
Kapitalizacja [mln PLN]	389,3
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,4

Stopa zwrotu za 3 mc	6,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	25,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-8,9%

Struktura akcjonariatu:	
AD Niva**	41,8%
Syrius Investments**	35,3%
Quercus TFI	6,0%
Pozostali	17,0%

*dzień dywidendy 1 sierpnia 2016

**podmioty kontrolowane przez K.Domareckiego

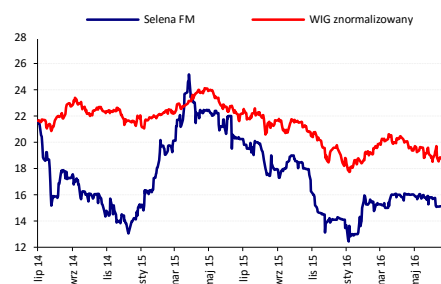
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE	9
PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

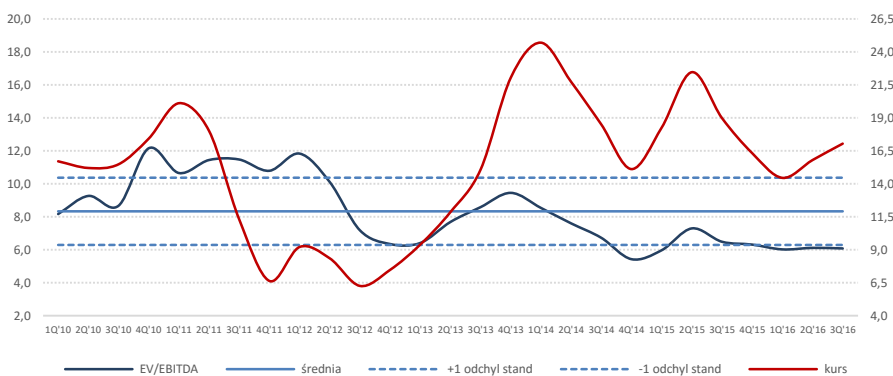
Wycena spółki Seleni FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 26,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 20,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 21,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

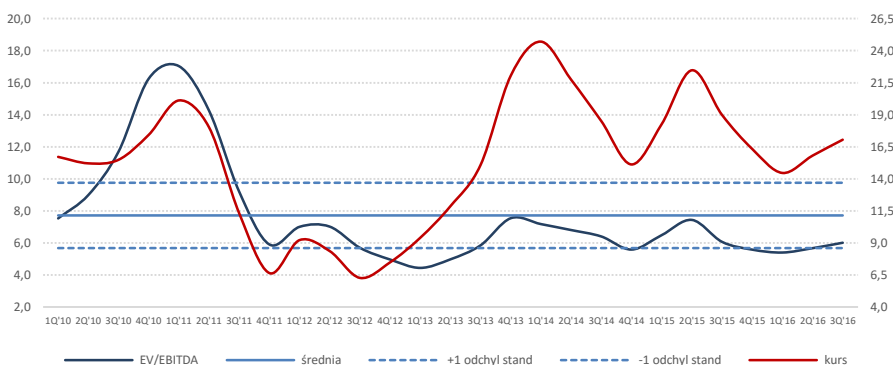
	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	20,0
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	26,3
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	23,9
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	28,8
Wycena 1 akcji Seleni FM [PLN]		21,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'16 – kurs bieżący
Zachowanie kursu a EV/EBITDA(4Q do przodu łącznie z bieżącym)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'16 – kurs bieżący

Bieżąca EV/EBITDA spółki za poprzednie cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 3Q'15-2Q'16P) wynosi 6,1x (z uwzględnieniem dodatkowego długu, który finansuje nabyte obligacje – bez długu skorygowany wskaźnik wynosiłby 5,4x). Historycznie rzecz spoglądając jest to relatywnie tanio. Średnia za okres notowań spółki od 2010 roku to 8,3x (okres 2008-09 wyłączyliśmy z obliczeń ze względu na duże rozchylanie kursu i wyników – jednak średnia wychodzi bardzo podobna – 8,2x). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 6,3x. Historycznie poziomy w okolicach 6x przynosił dobry moment na zakup akcji spółki.

Podobne ćwiczenie wykonaliśmy także dla estymacji EBITDA na przyszłe cztery kwartały (licząc z bieżącym – w takim układzie obecnie jest to 3Q'16-2Q'17). Tak liczona EV/EBITDA spółki na kolejne cztery kwartały (czyli w tym momencie okres 3Q'16-2Q'17P) wynosi 6,0x (z uwzględnieniem dodatkowego długu, który finansuje nabyte obligacje). Historycznie rzecz spoglądając także jest to relatywnie tanio. Średnia za okres 2010-2Q'16 to 7,8x (8,2x za cały okres pobytu spółki na GPW). Średnia pomniejszona o odchylenie standardowe to 5,7x.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W 2016 rok spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie nieco poniżej 2015 roku, nadal w okolicy 1,0 mld PLN. Odpowiada za to przede wszystkim dalszy spadek sprzedaży r/r w Rosji wyrażony w EUR (drugi wartościowo rynek po Polsce dla spółki), słaby rynek w Kazachstanie oraz perturbacje z systemem ERP w 1H'16 (m.in. zakłócona logistyka sprzedaży).
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że >50% mogą stanowić „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Przy załamaniu cen ropy w 2008/09 roku spółka była w stanie zwiększyć marżę nawet o kilka punktów r/r. W okresie 2014/15 marżę skonsolidowali jednak przede wszystkim producenci surowców chemicznych, którzy utrzymali relatywnie wysokie ceny swoich produktów. Nie zakładamy w takim układzie, by w 2016 roku surowce chemiczne miały w drastyczny sposób podrożeć w ślad za odbiciem na rynku ropy. Spółce nie pomogą także osłabienie walut na rynkach importowych (konieczność walki cenowej z lokalną konkurencją), od 1Q'16 jednak widać umocnienie RUB, KZT czy BRL. W modelu przyjmujemy, że spółka zanotuje w 2016 roku marżę brutto wyższą niż w 2015 roku (niska baza z 1H'15). Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.

Założenia dla cen ropy

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Brent [USD/bbl]	99	52	44	52	55	57	59	61	63	63	63	63

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

- Estymujemy, że rentowność EBITDA w 2016 i kolejnych latach będzie oscylować w okolicach 9% (ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej w długim terminie utrzymujemy na poziomie 1,5% przychodów) – konserwatywnie zakładamy spadek marży (jako pochodna wzrostu cen ropy założonego w modelu), jednak dostrzegamy na tym polu pole do pozytywnych zaskoczeń. Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych na bazie wykorzystania systemu ERP czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych w Turcji, Hiszpanii, Rumunii czy w Chinach.
- Cykl konwersji gotówki przyjmujemy na poziomie 76-79 dni w długim terminie (nieco wyżej niż w 2015 roku; w ostatnich latach wahał się w przedziale 62-82 dni w ujęciu rocznym).
- Przyjmujemy nieco większy CAPEX w 2016 roku (m.in. inwestycje w dział R&D, ERP), w kolejnych latach zakładamy go na poziomie zbliżonym do amortyzacji (nasz prognoza przychodów jest relatywnie płaska, spółka dysponuje niewykorzystanym potencjałem w części obszarów – Hiszpania, Chiny, Rumunia).
- W modelu ujmujemy wykup całości emitowanych przez AD Niva obligacji z końcem 2017 roku (w przepływach uwzględniamy także uzyskane odsetki).
- Stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19% - zwracamy jednak uwagę, że spółka może uzyskiwać niższą 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 z końca 2015 roku, od wyceny odjęto dywidendę za 2015 rok (0,3 PLN/akcję).
- Do obliczeń przyjęliśmy 22,8 mln akcji, a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 15 lipca 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 457,1 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 20,0 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	978,7	1 026,6	1 047,7	1 065,1	1 075,6	1 085,5	1 095,2	1 108,4	1 121,4	1 134,6
EBIT [mln PLN]	69,2	69,0	70,0	71,8	71,1	70,2	69,1	69,8	70,7	71,6
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]	13,1	13,1	13,3	13,6	13,5	13,3	13,1	13,3	13,4	13,6
NOPLAT [mln PLN]	56,0	55,9	56,7	58,2	57,6	56,8	56,0	56,5	57,2	58,0
Amortyzacja [mln PLN]	24,4	25,5	26,2	26,7	27,1	27,5	27,8	28,1	28,3	28,5
CAPEX [mln PLN]	-39,1	-29,8	-29,3	-29,6	-29,7	-29,7	-29,7	-29,7	-29,7	-29,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-4,9	-15,7	-5,9	-4,3	-2,9	-2,8	-2,8	-3,2	-3,0	-3,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]**	4,1	64,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	53,9
FCF [mln PLN]	40,4	100,0	47,7	50,9	52,2	51,8	51,3	51,7	52,9	23,0
DFCF [mln PLN]	38,9	88,4	38,7	37,8	35,4	32,1	29,0	26,7	24,8	23,0
Suma DFCF [mln PLN]	374,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	616,8		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	262,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	637,7									
Dług netto 2015 [mln PLN]	173,7									
Dywidenda 2016 [mln PLN]	6,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	457,1									
Ilość akcji [mln szt.]	22,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	20,0									

Przychody zmiana r/r	-1,9%	4,9%	2,1%	1,7%	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	17,4%	-0,2%	1,5%	2,5%	-1,0%	-1,3%	-1,5%	1,0%	1,3%	1,3%
FCF zmiana r/r*	-231,5%	147,4%	-52,3%	6,8%	2,5%	-0,6%	-1,0%	0,8%	2,2%	1,9%
Marża EBITDA	9,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%
Marża EBIT	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża NOPLAT	5,7%	5,4%	5,4%	5,5%	5,4%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
CAPEX / Przychody	4,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	160,7%	116,7%	112,1%	111,0%	109,4%	108,1%	106,6%	105,7%	104,9%	103,8%
Zmiana KO / Przychody	0,5%	1,5%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-25,6%	32,8%	27,9%	24,7%	27,1%	28,3%	28,8%	24,2%	22,8%	22,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *uwzględnia zrealizowane różnice kursowe, **zakładane przepływy z inwestycji w obligacje AD Niva

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	74,0%	79,7%	82,6%	85,9%	88,5%	90,8%	93,2%	95,7%	98,1%	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	26,0%	20,3%	17,4%	14,1%	11,5%	9,2%	6,8%	4,3%	1,9%	0,0%
WACC	8,6%	8,9%	9,0%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	9,8%	9,9%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	21,4	22,8	24,4	26,5	29,3	33,0	38,5	47,0	62,3
	0,8	20,2	21,4	22,8	24,6	26,9	30,0	34,3	40,8	51,6
	0,9	19,0	20,1	21,3	22,9	24,8	27,4	30,9	36,0	43,9
	1,0	18,0	18,9	20,0	21,4	23,0	25,2	28,1	32,1	38,2
	1,1	17,0	17,9	18,8	20,0	21,4	23,3	25,7	28,9	33,7
	1,2	16,2	16,9	17,7	18,8	20,0	21,6	23,6	26,3	30,1
	1,3	15,3	16,0	16,7	17,7	18,7	20,1	21,8	24,0	27,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	21,2	22,5	24,1	26,1	28,8	32,4	37,6	45,6	59,8
	4%	18,4	19,4	20,5	22,0	23,7	26,0	29,2	33,6	40,3
	5%	16,2	16,9	17,7	18,8	20,0	21,6	23,6	26,3	30,1
	6%	14,3	14,8	15,5	16,3	17,2	18,3	19,7	21,4	23,7
	7%	12,7	13,1	13,6	14,2	14,9	15,7	16,7	17,9	19,4
	8%	11,4	11,7	12,1	12,5	13,1	13,7	14,4	15,3	16,3
	9%	10,2	10,5	10,8	11,1	11,5	12,0	12,5	13,2	13,9

Źródło: Dom Maklerski 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%	38,4	36,1	34,0	32,1	30,3	28,8	27,4	26,1	24,8
	4%	33,3	30,9	28,8	26,9	25,2	23,7	22,4	21,1	20,0
	5%	29,3	26,9	24,8	23,0	21,4	20,0	18,7	17,6	16,6
	6%	26,1	23,7	21,7	20,0	18,5	17,2	16,0	14,9	13,9
	7%	23,4	21,1	19,2	17,6	16,2	14,9	13,8	12,8	11,9
	8%	21,1	19,0	17,2	15,6	14,2	13,1	12,0	11,1	10,2
	9%	19,2	17,2	15,4	13,9	12,6	11,5	10,5	9,7	8,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie (poprzednio 30%, zwiększyliśmy udział DCF do 80%). Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 30% i 70%. 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 601,5 mln PLN, czyli 26,3 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		26,3
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	23,9
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	28,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Ferro	9,0	8,9	8,7	8,2	8,0	7,8
Nowa Gala	27,5	21,1	17,6	5,3	5,2	5,0
Śnieżka	13,7	13,0	12,6	9,1	8,9	8,5
Megaron	10,0	9,6	9,4	5,2	5,1	5,1
Mediana	11,8	11,3	11,0	6,7	6,6	6,4
Selena FM*	8,1	7,8	7,9	5,7	4,8	4,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-31,9%	-31,0%	-27,9%	-15,0%	-26,9%	-30,9%
Wycena wg wskaźnika	25,0	24,7	23,6	21,2	24,3	25,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		24,5			23,7	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	23,9					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne, * wynik netto oczyszczony o różnice kursowe

Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Henkel	11,3	10,5	9,7	6,8	6,0	5,2
Akzo Nobel	14,0	13,4	12,6	7,2	6,8	6,4
Uzin Utz	16,6	14,2	12,7	9,7	8,5	7,6
RPM	18,5	17,4	17,2	11,4	10,6	9,3
HB Fuller	17,9	15,8	14,4	9,9	9,1	8,5
Sika	17,2	15,5	14,0	9,5	8,5	7,6
Sto SE & Co	12,4	10,3	11,2	5,7	5,3	4,9
Saint Gobain	15,5	13,0	11,7	6,2	5,6	4,9
Mediana	16,1	13,8	12,6	8,4	7,6	7,0
Selena FM*	8,1	7,8	7,9	5,7	4,8	4,4
Premia/dyskonto dla Seleny FM	-49,8%	-43,5%	-37,2%	-31,8%	-36,9%	-36,2%
Wycena wg wskaźnika	33,9	30,2	27,2	27,9	28,7	27,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		30,4			28,1	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	28,8					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, * wynik netto oczyszczony o różnice kursowe

TRANSAKcja Z GŁÓwnYM AKCJONARIUSZEM

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
AD Niva*	9 538 000	41,8%	13 538 000	50,5%
Syrius Investments*	8 050 000	35,3%	8 050 000	30,0%
Quercus TFI	1 367 141	6,0%	1 367 141	5,1%
Pozostali	3 878 859	17,0%	3 878 859	14,5%
Razem	22 834 000	100,0%	26 834 000	100,0%

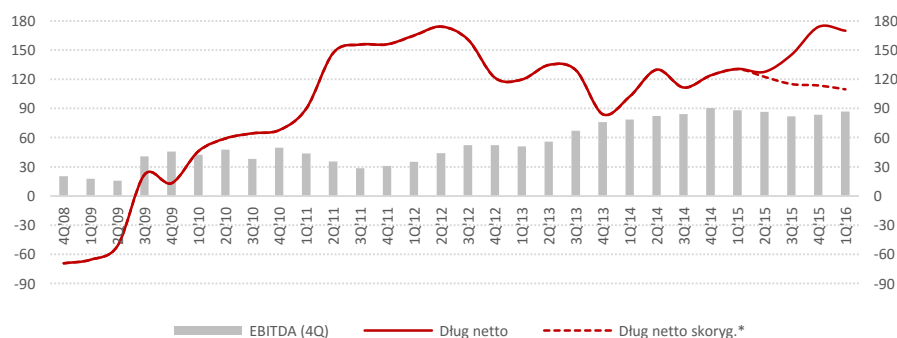
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *jednostki kontrolowane przez Krzysztofa Domareckiego

W 2015 roku spółka objęła obligacje o wartości 60 mln PLN, wyemitowane przez spółkę AD Niva. Podmiot ten posiada 50,5% głosów na WZA Seleny FM. Jedynym jego udziałowcem jest Krzysztof Domarecki, obecnie przewodniczący RN Seleny FM. AD Niva wyemitowała obligacje imienne, niezabezpieczone, skierowane w całości do Seleny FM. Oprocentowanie zostało ustalone na 6,7% w skali roku. Wykup zaplanowano najpóźniej do 31 grudnia 2017 roku.

BDM:

Podtrzymujemy założenie, że przy tak dużym zaangażowaniu K. Domareckiego w akcjonariacie Seleny, transakcja z AD Nivą nie będzie ostatecznie niekorzystna dla spółki. Z drugiej jednak strony transakcja nadal rodzi pytania ze strony akcjonariuszy mniejszościowych, ponieważ ilość przekazanych informacji do dziś jest ograniczona (m.in. brak upublicznienia celu emisji oraz przedstawienia źródła refinansowania po 2017 roku – według założeń obligacje mają być spłacone). Zarząd zaznaczył, że inwestycja dokonana jest ze środków własnych – zwracamy uwagę, że oprocentowanie obligacji ustalono poniżej szacowanego przez nas kosztu kapitału własnego (czy nawet WACC, patrząc w skali struktury finansowania całej grupy) a także poniżej możliwego do uzyskania ROE. Z punktu widzenia cash flow spółki, transakcja jest mniejsza niż roczna EBITDA.

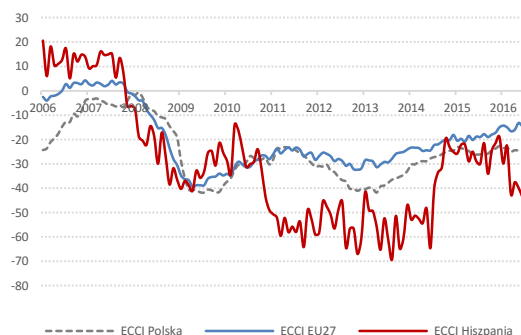
EBITDA narastająco i dług netto [mln PLN]



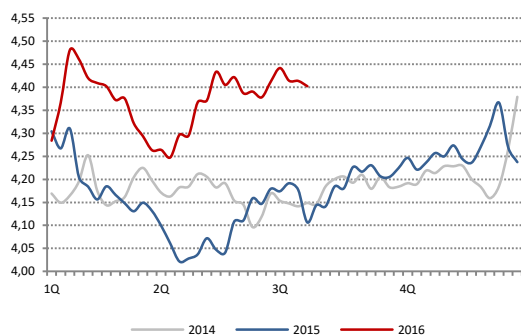
Źródło: BDM S.A., spółka, *przy zakwalifikowaniu obligacji jako ekwiwalentu gotówki

OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE

Wskaźnik zaufania w budownictwie

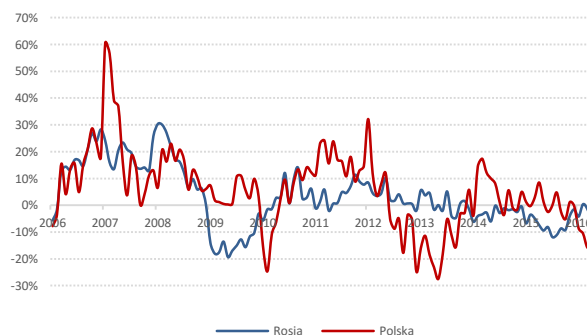


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska
EUR/PLN

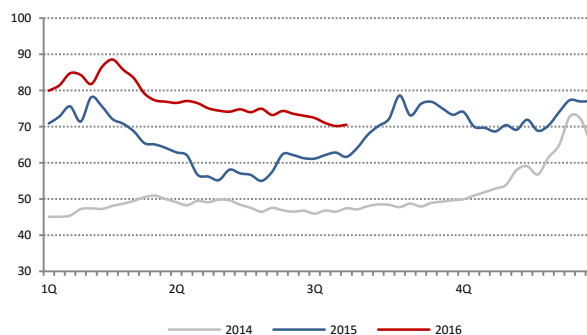


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja budowlana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/RUB



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

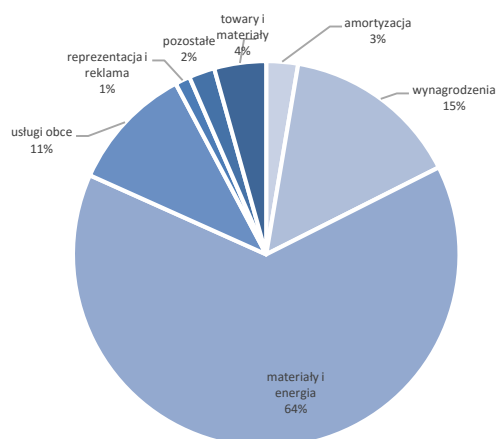
Geograficznie najważniejszymi rynkami dla Seleny FM są Polska oraz Rosja. Spółka realizuje także istotną sprzedaż w Hiszpanii, Kazachstanie, Turcji czy Rumunii. Śladowa w skali grupy pozostaje nadal sprzedaż w Chinach (gdzie kilka lat temu wybudowano własny zakład produkcyjny – głównym pomysłem na wypełnienie jego mocy produkcyjnych jest eksport lub zorganizowanie współpracy z lokalnym partnerem).

Najbardziej bolesną sprawą dla spółki jest od 2014 roku rynek rosyjski. W 2014 roku sprzedaż w EUR spadła na nim o 9%, a w 2015 o kolejne 24%. W 1Q'16 dynamika wciąż była ujemna (-14% r/r). Dynamiki produkcji budowlanej w Rosji nadal pozostają poniżej zera. Pozytywnym sygnałem jest jednak najwyższy od listopada 2014 odczyt PMI dla przemysłu za czerwiec (51,5 pkt) oraz zachowanie RUB (głównie w ślad za wzrostem cen ropy). Obecnie EUR/RUB oscyluje w okolicach poziomu 70 (w 1Q'16 przejściowo dochodził do 90). Ekspozycja spółki na tą parę na koniec 1Q'16 wynosiła ok. 10 mln EUR (na przestrzeni roku sezonowo rośnie o kilka mln EUR; spółka w miarę możliwości stara się też stosować hedging).

Pozytywów w ostatnich kwartałach zaczęła dostarczać Hiszpania, której gospodarka w dość dobrym tempie zaczęła się odbudowywać (PMI wyraźnie >50 przez cały okres 2014-1H'16). Pytaniem jest czy obecne zamieszanie na rynkach finansowych nie odbije się w trwalszy sposób na zaufaniu konsumentów do realnej gospodarki szczególnie w krajach peryferyjnych strefy euro.

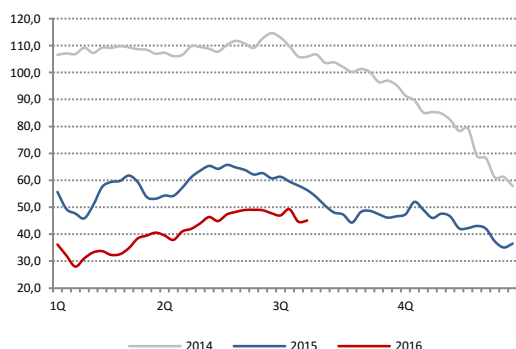
Na rynku polskim 2015 rok był mocno przeciętny. Dodatkowo dość niekorzystnie wyglądała sytuacja na rynku pap (Seleny FM obecna jest na nim przez Matizol), gdzie niskie ceny asfaltu oraz waluta wzmocniły pozycję rosyjskiego czołowego producenta (TechnoNicol). W 2016 popyt powinien być stymulowany przez inwestycje deweloperskie (naturalny rynek dla Seleny FM), pośrednio rynek remontowy może także rozruszać wprowadzenie programu 500+. Ze strony spółki problemy sprawiły w 1H'16 trudności z pierwszymi miesiącami funkcjonowania systemu ERP, co odbiło się na poziomie realizowanych dostaw oraz spadku udziałów rynkowych.

Struktura kosztów rodzajowych – skonsolidowane



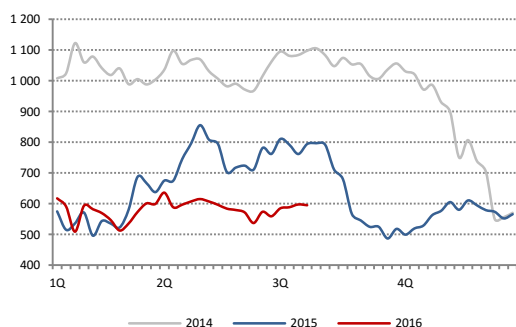
Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2015

Cena ropy Brent [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

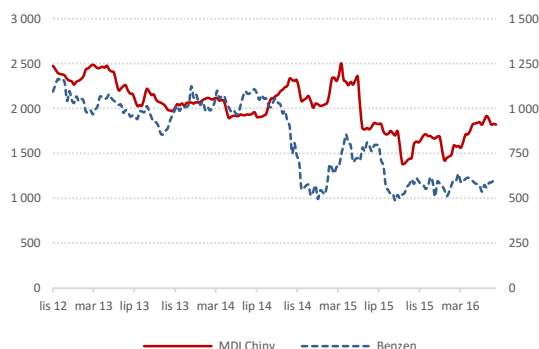
Cena benzenu [EUR/t]



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

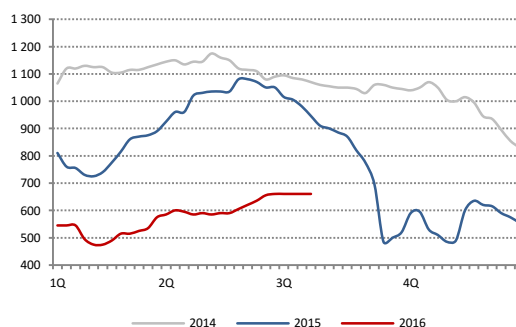
- Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce).
- Łącznie około 26% stanowią koszty wynagrodzeń (zatrudnienie w ostatnich 3 latach ustabilizowało się na poziomie ok 1,6-1.7 tys osób) oraz usług obcych. 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 stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej (ruchy cenowe następuje zwykle z kilkumiesięcznym opóźnieniem: ropa ->benzen/propylen->MDI/poliole). W ostatnich kwartałach istotne znaczenie odgrywał jednak czynnik podaży (m.in. ograniczanie dostępności surowca przez producentów poprzez zatrzymanie instalacji pozwoliło poprawić marżę na przerobie). Dostawcami są zazwyczaj duże koncerny chemiczne m.in. BASF, Bayer czy PCC Rokita. Walutą rozliczeniową przy zakupie surowca jest EUR.

Cena MDI Chiny vs cena benzenu [EUR/t]



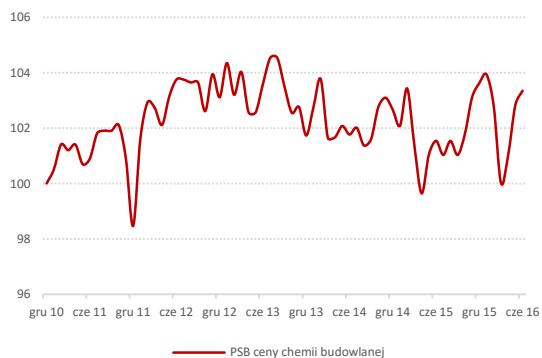
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena propylenu [EUR/t]

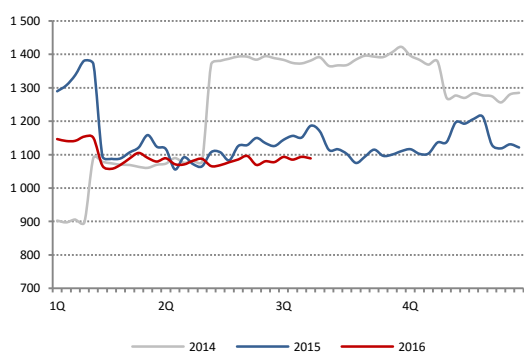


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych składników do produkcji polioli

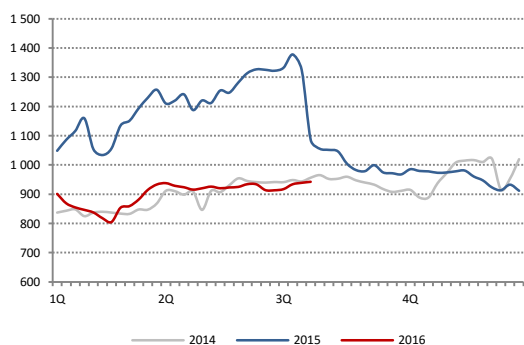
Indeks cen chemii budowlanej w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB
Octan winylu Europa [EUR/t]



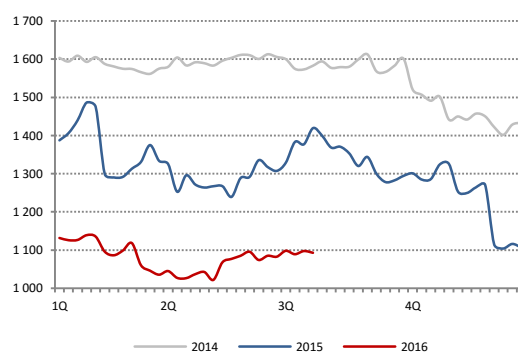
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]



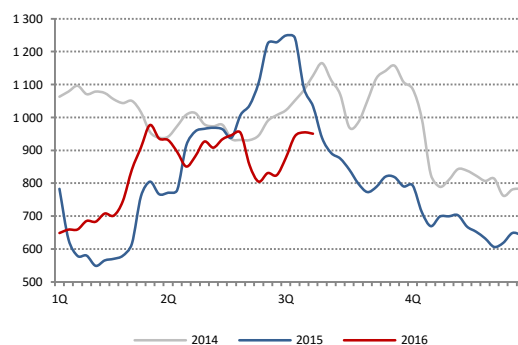
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- W 2015 roku wyraźnie spadły ceny MDI. Od połowy 1Q'16 zaczęły się stopniowo podnosić (warto obserwować notowania benzenu). W przypadku polioli ceny po spadku w 2H'15 są obecnie dość stabilne.
- Z innych grup surowców mocno spadły w 2015 roku ceny asfaltu (do produkcji pap; na razie nie widać odbicia w cennikach firm paliwowych) – tu jednak profity zginiały głównie rosyjska konkurencja, mające dostęp do jeszcze tańszego asfaltu niż w Europie oraz korzystająca na słabym RUB.
- Na minus wyróżniały się długi czas w 2015 roku m.in. silikony, ale benchmarki azjatyckie wskazują obecnie na obniżenie cen do poziomów z 2014 roku.
- Dodatkowo marże skonsumowali w 2015 roku przede wszystkim producenci surowców ropopochodnych a nie odbiorcy ich produktów (vide raportowane marże PKN Orlen w pet-chemie).
- Wg indeksu PSB po presji na ceny chemii budowlanej w Polsce na początku roku 2Q'16 przyniósł odbicie cen produktów.
- Obecnie sytuacja na rynku surowcowym ogólnie nadal wygląda dla spółki dość korzystnie. Problemem w przełożeniu jej na marżę w 2015 roku były dewaluacje kursów walut na wielu rynkach eksportowych (spadek opłacalności importu). Jednak obecnie duża część koszyka walutowego zachowuje się korzystnie dla spółki. Jedynym zauważalnym minusem jest wzrost kursu EUR/PLN do zakupu surowców do fabryk w Polsce. Zakładamy, że nawet pojawienie się podwyżek cen surowców w 3Q'16 nie powinno mieć już dużego wpływu na marżę w 2016 roku, ze względu na poczynione zapasy oraz konstrukcje umów ramowych.

Kwas akrylowy Europa [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Butadien Korea [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Wybrane dane historyczne wg segmentów* [mln PLN]

[mln PLN]	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	329,5	255,7	184,2	301,3	346,5	281,9	200,1	302,7	337,5	263,1	185,8	272,7	300,6	238,8	178,7
Polska*	145,0	101,9	71,8	127,2	158,7	110,1	88,1	128,2	128,3	110,4	78,0	114,5	118,6	81,3	73,3
pozostałe kraje UE	56,4	48,1	44,3	57,4	55,0	45,1	47,4	56,2	70,3	31,5	48,9	48,4	62,3	52,1	52,0
Europa Wschodnia i Azja	119,9	98,0	59,0	107,0	122,7	117,9	53,4	105,4	126,8	108,1	46,0	95,5	105,6	89,1	39,5
Ameryka Płn. i Płd.	8,2	7,7	9,1	9,7	10,1	8,9	11,3	12,9	12,0	13,1	12,9	14,2	14,0	16,3	13,9
zmiana r/r	1,4%	-3,5%	-1,4%	4,3%	5,2%	10,3%	8,6%	0,5%	-2,6%	-6,7%	-7,2%	-9,9%	-10,9%	-9,2%	-3,8%
Polska*	-0,9%	-14,5%	-12,6%	0,1%	9,5%	8,0%	22,6%	0,8%	-19,2%	0,3%	-11,4%	-10,6%	-7,5%	-26,3%	-6,1%
pozostałe kraje UE	-22,1%	5,5%	-14,1%	-4,2%	-2,6%	-6,3%	7,0%	-2,0%	27,9%	-30,0%	3,1%	-14,0%	-11,4%	65,2%	6,5%
Europa Wschodnia i Azja	22,2%	8,3%	26,8%	13,3%	2,3%	20,3%	-9,6%	-1,5%	3,4%	-8,3%	-13,8%	-9,4%	-16,7%	-17,6%	-14,2%
Ameryka Płn. i Płd.	-0,5%	-20,2%	38,0%	30,8%	23,8%	15,7%	24,7%	33,4%	18,8%	47,0%	13,7%	10,3%	16,7%	24,8%	8,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	91,8	69,5	50,6	88,9	102,9	83,4	59,1	88,7	103,6	77,7	55,0	85,0	98,9	78,1	57,8
marża	27,9%	27,2%	27,5%	29,5%	29,7%	29,6%	29,5%	29,3%	30,7%	29,5%	29,6%	31,2%	32,9%	32,7%	32,3%
Koszty sprzedaży	42,9	44,0	35,1	44,5	44,9	43,6	39,3	46,3	44,7	41,2	38,7	43,1	44,4	42,5	38,7
/przychody	13,0%	17,2%	19,1%	14,8%	13,0%	15,5%	19,6%	15,3%	13,2%	15,7%	20,8%	15,8%	14,8%	17,8%	21,7%
Koszty zarządu	18,9	20,2	19,0	19,0	19,4	20,0	21,2	17,9	18,7	19,0	20,2	19,7	17,7	17,1	19,3
/przychody	5,7%	7,9%	10,3%	6,3%	5,6%	7,1%	10,6%	5,9%	5,5%	7,2%	10,9%	7,2%	5,9%	7,2%	10,8%
Saldo PPO/PKO	-5,1	-8,2	-4,6	-8,8	-3,1	-13,5	-4,0	-4,5	-2,1	-4,7	-3,9	-3,9	-3,2	-3,6	-3,7
/przychody	-1,6%	-3,2%	-2,5%	-2,9%	-0,9%	-4,8%	-2,0%	-1,5%	-0,6%	-1,8%	-2,1%	-1,4%	-1,1%	-1,5%	-2,1%
EBIT	24,8	-2,9	-8,2	16,7	35,4	6,3	-5,4	20,1	38,1	12,8	-7,8	18,2	33,6	14,9	-4,0
marża	7,5%	-1,1%	-4,4%	5,5%	10,2%	2,2%	-2,7%	6,6%	11,3%	4,9%	-4,2%	6,7%	11,2%	6,2%	-2,2%
EBITDA	31,2	3,6	-2,0	23,0	42,3	12,6	0,8	26,4	44,3	19,1	-1,6	24,6	39,8	20,7	1,6
UE**	49,7	28,8	17,5	49,7	50,2	30,6	22,6	45,1	47,2	28,9	16,5	39,0	42,4	31,0	23,4
Europa Wschodnia i Azja	7,0	1,6	-0,1	3,1	6,6	-0,7	-1,3	3,7	9,7	10,0	-0,4	7,1	12,2	7,3	-0,3
Ameryka Płn. i Płd.	-0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	0,7	0,4	1,1	0,7	0,9	0,9	-0,6	0,8
Nieprzypisane	-25,4	-26,9	-20,1	-30,2	-14,7	-18,3	-21,2	-23,1	-13,0	-21,0	-18,4	-22,3	-15,7	-17,0	-22,3
marża EBITDA	9,5%	1,4%	-1,1%	7,6%	12,2%	4,5%	0,4%	8,7%	13,1%	7,3%	-0,8%	9,0%	13,2%	8,7%	0,9%
UE	24,7%	19,2%	15,1%	26,9%	23,5%	19,7%	16,7%	24,5%	23,8%	20,4%	13,0%	23,9%	23,4%	23,2%	18,7%
Europa Wschodnia i Azja	5,9%	1,6%	-0,2%	2,9%	5,4%	-0,6%	-2,4%	3,5%	7,6%	9,3%	-0,8%	7,5%	11,6%	8,2%	-0,8%
Ameryka Płn. i Płd.	-2,3%	1,7%	7,8%	4,0%	3,0%	11,3%	5,6%	5,4%	3,5%	8,6%	5,5%	6,0%	6,7%	-3,7%	5,7%
Nieprzypisane	-7,7%	-10,5%	-10,9%	-10,0%	-4,2%	-6,5%	-10,6%	-7,6%	-3,9%	-8,0%	-9,9%	-8,2%	-5,2%	-7,1%	-12,5%

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

- W 1Q'16 wyniki były, poza przychodami, nieco powyżej naszych oczekiwań, jednak sezonowo jest to najniższy okres w roku (spółka miała 1,6 mln PLN EBITDA vs -1,6 mln PLN rok wcześniej).
- Od początku 2016 roku kluczowe polskie spółki grupy rozpoczęły pracę w systemie informatycznym klasy ERP. Wdrożenie systemu spowodowało opóźnienia w wysyłkach wyrobów gotowych z zakładów produkcyjnych do klientów (tym samym słabą sprzedaż w 1Q'16). W 2Q'16 system znajdował się w fazie stabilizacji. Pełne wdrożenie systemu powinno pozwolić na oszczędności m.in. w obszarze zarządzania dostawami, produkcją i magazynem.
- Ceny podstawowych surowców używanych do produkcji artykułów chemii budowlanej przez cały rok 2015 i 1Q'16 wykazywały stabilność z tendencją do spadków. W 2Q'16 ceny w części asortymentu nieco odbiły, jednak nie na tyle, by wpłynąć w wyraźny sposób na pozytywne trendy na marży brutto. Na 2H'16 oczekiwany jest wzrost cen na surowcach do produkcji pian i silikonów, jednocześnie jednak spółka wdraża nowe produkty o wyższej marży jednostkowej.
- Na rynku walutowym okres 2Q'16 przyniósł umocnienie RUB względem EUR (wzrost atrakcyjności importu na tamtejszym rynku) oraz EUR względem PLN (większe wpływy ze sprzedaży poza Polską, wzrost cen zakupu surowców do fabryk w Polsce – dotyczy to jednak wszystkich konkurentów).
- Mimo kontynuacji erozji przychodów (trudności z pierwszymi miesiącami funkcjonowania systemu ERP + słaby rynek w Kazachstanie; zakładamy spadek sprzedaży na poziomie nawet nieco większym niż w 1Q'16), spodziewamy się, że 2Q'16 przyniesie podtrzymanie dobrych tendencji na marży z ostatnich kwartałów, co przy wysokiej dźwigni operacyjnej, powinno zaowocować sporym przyrostem EBITDA i zysku netto (dodatkowo wspartego przez waluty). Prognozujemy, że EBITDA w 2Q'16 wzrośnie z 25 mln PLN do >30 mln PLN a zysk netto z 11 mln PLN do 20 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2016

	2Q'15	2Q'16P	zmiana r/r	1H'15	1H'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody	272,7	254,5	-6,7%	458,5	433,2	-5,5%	997,9	978,7	-1,9%	1 026,6	4,9%
Wynik brutto na sprzedaży	85,0	86,9	2,3%	140,0	144,7	3,4%	317,0	324,4	2,3%	335,4	3,4%
Zysk na sprzedaży	22,2	28,3	27,8%	18,2	28,1	53,9%	73,5	83,1	13,1%	83,9	0,9%
PPO/PKO	-3,9	-4,0	1,9%	-7,8	-7,7	-1,5%	-14,6	-13,9	-4,3%	-14,9	6,7%
EBITDA	24,6	30,6	24,3%	23,1	32,2	39,5%	83,6	93,5	11,9%	94,5	1,0%
EBIT	18,2	24,3	33,3%	10,4	20,3	95,5%	58,9	69,2	17,4%	69,0	-0,2%
Zysk brutto	15,7	26,5	68,2%	9,3	20,0	115,4%	38,0	67,2	77,2%	61,0	-9,3%
Zysk netto	11,0	20,4	85,1%	3,2	13,9	331,3%	26,8	54,5	103,2%	49,4	-9,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,2%	34,2%		30,5%	33,4%		31,8%	33,1%		32,7%	
Marża EBITDA	9,0%	12,0%		5,0%	7,4%		8,4%	9,6%		9,2%	
Marża EBIT	6,7%	9,6%		2,3%	4,7%		5,9%	7,1%		6,7%	
Marża zysku netto	4,0%	8,0%		0,7%	3,2%		2,7%	5,6%		4,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spoglądając na cały 2016 rok dostrzegamy szansę, że marża EBITDA może zbliżyć się nawet do 10% (po raz ostatni dwucyfrowe poziomy notowano w latach 2006-07). Zakładamy, że problemy z ERP nie będą miały już większego wpływu na sprzedaż w 2H'16.
- Oczekujemy stopniowej poprawy na rynku rosyjskim w 2H'16 (umocnienie kursu RUB/EUR w ostatnich miesiącach, poprawiające się odczyty PMI) oraz pozytywnego wpływu słabego PLN (eksport stanowi >2/3 sprzedaży). Przy prawdopodobnych podwyżkach cen części surowców w 2H'16 czynnikiem wspierającym marżę powinny być nowe produkty oraz optymalizacja receptur.
- Spodziewamy się kontynuacji trendu poprawy marż przez spółkę w 2Q'16 (zwracamy uwagę, że to nie tylko efekt tańszych surowców, ale także implementacji nowych produktów oraz receptur produkcyjnych).
- Nasze założenia na 2017 rok są konserwatywne, dostrzegamy nadal spore pole do poprawy wyników zarówno na bazie czynników wewnętrznych (ERP, optymalizacja palety produktów, większy nacisk na R&D) jak i zewnętrznych (poprawa koniunktury na rynkach wschodzących). Spółka ma nadal przestrzeń do poprawy marż względem konkurencji.
- Czynnikiem ryzyka jest strona surowcowa. Przy czym zwracamy uwagę, że spadki cen ropy w latach 2014-15 nie pociągnęły za sobą proporcjonalnej obniżki cen surowców używanych przez spółkę. Dlatego ich producenci mogą mieć ograniczone pole do większych podwyżek przy wzrostach cen ropy. Uważamy, że mocny spadek cen ropy ogólnie bardziej spółce zaszkodził niż pomógł. Gospodarki rynków wschodnich, na które spółka ma ekspozycję (Rosja, Kazachstan, Brazylia...) znalazły się pod silną presją (co przełożyło się na dewaluację lokalnych walut). Natomiast spadek cen surowców wykorzystywanych przez spółkę nastąpił w ograniczonym zakresie.

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	200,1	302,7	337,5	263,1	1 103,4	185,8	272,7	300,6	238,8	997,9	178,7	254,5	303,4	242,1	978,7
zmiana r/r	8,6%	0,5%	-2,6%	-6,7%	-0,9%	-7,2%	-9,9%	-10,9%	-9,2%	-9,6%	-3,8%	-6,7%	0,9%	1,4%	-1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	59,1	88,7	103,6	77,7	329,2	55,0	85,0	98,9	78,1	317,0	57,8	86,9	100,6	79,1	324,4
SG&A	60,5	64,2	63,4	60,2	248,3	58,9	62,8	62,1	59,6	243,5	58,0	58,6	63,7	60,9	241,2
Saldo PPO/PKO	-4,0	-4,5	-2,1	-4,7	-15,3	-3,9	-3,9	-3,2	-3,6	-14,6	-3,7	-4,0	-3,0	-3,2	-13,9
EBITDA	0,8	26,4	44,3	19,1	90,5	-1,6	24,6	39,8	20,7	83,6	1,6	30,6	40,2	21,2	93,5
zmiana r/r	-	14,6%	4,6%	51,4%	19,2%	-	-6,5%	-10,1%	8,4%	-7,7%	-	24,3%	0,9%	2,5%	11,9%
EBIT	-5,4	20,1	38,1	12,8	65,6	-7,8	18,2	33,6	14,9	58,9	-4,0	24,3	33,9	15,0	69,2
Saldo finansowe	-12,5	1,6	-2,1	-25,1	-38,1	1,4	-3,0	-13,1	-6,8	-21,4	-2,5	2,1	1,7	-3,7	-2,4
Zysk (strata) brutto	-17,9	22,2	36,0	-12,3	28,0	-6,4	15,7	20,5	8,1	38,0	-6,5	26,5	35,5	11,7	67,2
Zysk (strata) netto	-16,8	17,5	30,9	-10,8	20,8	-7,8	11,0	17,7	5,9	26,8	-6,5	20,4	30,2	10,4	54,5
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	29,3%	30,7%	29,5%	29,8%	29,6%	31,2%	32,9%	32,7%	31,8%	32,3%	34,2%	33,2%	32,7%	33,1%
S&GA/przychody	30,2%	21,2%	18,8%	22,9%	22,5%	31,7%	23,0%	20,7%	25,0%	24,4%	32,5%	23,0%	21,0%	25,2%	24,7%
Marża EBITDA	0,4%	8,7%	13,1%	7,3%	8,2%	-0,8%	9,0%	13,2%	8,7%	8,4%	0,9%	12,0%	13,2%	8,7%	9,6%
Marża EBIT	-2,7%	6,6%	11,3%	4,9%	5,9%	-4,2%	6,7%	11,2%	6,2%	5,9%	-2,2%	9,6%	11,2%	6,2%	7,1%
Marża zysku netto	-8,4%	5,8%	9,2%	-4,1%	1,9%	-4,2%	4,0%	5,9%	2,5%	2,7%	-3,6%	8,0%	10,0%	4,3%	5,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2016-2017 rok (mln PLN)

	2015P	2015		2016P	2016P		2017P	2017P	
	poprzednio*	wykonanie	odchyl.	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	1 000,0	997,9	-0,2%	995,0	978,7	-1,6%	1 025,0	1 026,6	0,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	315,4	317,0	0,5%	313,1	324,4	3,6%	322,7	335,4	3,9%
EBITDA	81,8	83,6	2,2%	83,3	93,5	12,3%	87,2	94,5	8,4%
EBIT	56,4	58,9	4,4%	57,4	69,2	20,5%	60,8	69,0	13,5%
Zysk (strata) netto	24,4	26,8	9,9%	38,0	54,5	43,3%	45,7	49,4	8,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,5%	31,8%		31,5%	33,1%		31,5%	32,7%	
Marża EBITDA	8,2%	8,4%		8,4%	9,6%		8,5%	9,2%	
Marża EBIT	5,6%	5,9%		5,8%	7,1%		5,9%	6,7%	
Marża zysku netto	2,4%	2,7%		3,8%	5,6%		4,5%	4,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 15.02.2016

Prognoza skonsolidowanych wyników na lata 2016-2025

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody*	1 114	1 103	998	979	1 027	1 048	1 065	1 076	1 085	1 095	1 108	1 121	1 135
Polska	467,8	454,9	392,5	392,7	412,8	423,7	431,7	432,9	434,1	435,2	439,9	444,5	449,1
pozostałe kraje UE	201,7	205,5	211,6	223,7	230,6	235,0	237,3	239,7	242,1	244,5	247,0	249,4	251,9
Europa Wschodnia i Azja	406,6	393,7	336,2	300,1	317,7	321,0	326,0	330,8	335,7	340,4	345,0	349,4	353,8
Ameryka Płn. i Płd.	37,8	49,3	57,5	62,2	65,4	68,0	70,0	72,2	73,6	75,1	76,6	78,1	79,7
zmiana r/r	5,0%	-0,9%	-9,6%	-1,9%	4,9%	2,1%	1,7%	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%
Polska	2,6%	-2,8%	-13,7%	0,0%	5,1%	2,6%	1,9%	0,3%	0,3%	0,3%	1,1%	1,0%	1,0%
pozostałe kraje UE	-6,6%	1,9%	3,0%	5,7%	3,1%	1,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	13,3%	-3,2%	-14,6%	-10,7%	5,9%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
Ameryka Płn. i Płd.	26,6%	30,6%	16,5%	8,3%	5,1%	3,9%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	325,7	329,2	317,0	324,4	335,4	340,9	346,1	348,1	349,7	351,2	355,2	359,4	363,7
marża	29,2%	29,8%	31,8%	33,1%	32,7%	32,5%	32,5%	32,4%	32,2%	32,1%	32,0%	32,1%	32,1%
Koszty sprzedaży	168,2	171,4	168,7	168,3	174,5	176,5	178,4	180,2	181,8	183,5	185,7	187,8	190,0
/przychody	15,1%	15,5%	16,9%	17,2%	17,0%	16,9%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Koszty zarządu	77,5	76,8	74,8	72,9	77,0	78,6	79,9	80,7	81,4	82,1	83,1	84,1	85,1
/przychody	7,0%	7,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Saldo PPO/PKO	-29,9	-15,3	-14,6	-13,9	-14,9	-15,7	-16,0	-16,1	-16,3	-16,4	-16,6	-16,8	-17,0
/przychody	-2,7%	-1,4%	-1,5%	-1,4%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
EBITDA	75,9	90,5	83,6	93,5	94,5	96,2	98,5	98,2	97,7	97,0	97,9	99,0	100,1
marża	6,8%	8,2%	8,4%	9,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%
EBIT	50,2	65,6	58,9	69,2	69,0	70,0	71,8	71,1	70,2	69,1	69,8	70,7	71,6
marża	4,5%	5,9%	5,9%	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Saldo PF/KF	-25,2	-38,1	-21,4	-2,4	-8,5	-9,5	-8,5	-7,5	-6,7	-5,8	-5,0	-4,3	-3,6
- w tym saldo różnic kurs.	-16,3	-30,7	-17,8	7,2	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Wynik brutto	25,4	28,0	38,0	67,2	61,0	61,1	63,8	64,1	64,1	63,8	65,3	66,9	68,5
Wynik netto	20,5	20,8	26,8	54,5	49,4	49,5	51,7	52,0	51,9	51,7	52,9	54,2	55,5
Dług netto**	99,2	129,0	173,7	143,7	64,0	38,7	14,4	-5,9	-13,4	-21,0	-30,0	-26,5	-23,3

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

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	320,0	381,0	396,2	341,0	344,7	348,2	351,2	354,0	356,4	358,5	360,5	362,1
Wartości niematerialne i prawne	48,9	49,1	48,7	46,4	44,4	42,5	40,7	39,1	37,5	36,1	34,9	33,7
Rzeczowe aktywa trwałe	223,5	226,9	242,0	248,5	253,8	258,6	262,9	266,8	270,2	273,2	275,8	278,1
Inwestycje długoterminowe	7,2	67,8	68,3	8,8	9,3	9,8	10,4	10,9	11,4	12,0	12,5	13,1
Pozostałe aktywa trwałe	47,6	105,1	105,5	46,0	46,6	47,1	47,6	48,1	48,7	49,2	49,8	50,3
Aktywa obrotowe	411,5	374,1	394,1	448,7	461,8	466,9	471,3	462,6	454,2	447,8	428,7	415,1
Zapasy	130,8	117,0	117,4	127,1	130,9	133,4	135,2	137,0	138,8	140,7	142,3	144,0
Należności krótkoterminowe	221,8	209,1	208,5	218,7	223,2	226,9	229,2	231,3	233,4	236,2	238,9	241,7
Inwestycje krótkoterminowe	58,9	48,1	68,1	102,8	107,7	106,6	106,8	94,3	82,0	70,9	47,5	29,4
- w tym środki pieniężne	49,0	41,9	62,0	96,6	101,5	100,4	100,7	88,2	75,9	64,8	41,3	23,3
Aktywa razem	731,5	755,1	790,4	789,7	806,5	815,1	822,5	816,6	810,6	806,3	789,2	777,2
Kapitał (fundusz) własny	407,8	403,4	451,1	489,6	524,2	556,2	582,3	595,2	608,0	622,1	623,4	624,7
Kapitał mniejszości	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	323,4	351,3	339,0	299,8	281,9	258,6	239,9	221,1	202,3	183,9	165,5	152,3
Zobowiązania oprocentowane	178,0	215,6	205,6	160,6	140,2	114,8	94,8	74,8	54,8	34,8	14,8	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	145,4	135,7	133,3	139,1	141,7	143,8	145,1	146,3	147,5	149,1	150,7	152,3
Pasywa razem	731,5	755,1	790,4	789,7	806,5	815,1	822,5	816,6	810,6	806,3	789,2	777,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	1 103	998	979	1 027	1 048	1 065	1 076	1 085	1 095	1 108	1 121	1 135
Koszty produktów, tow. i materiałów	774,2	680,9	654,3	691,2	706,8	719,0	727,6	735,8	744,1	753,2	762,0	770,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	329,2	317,0	324,4	335,4	340,9	346,1	348,1	349,7	351,2	355,2	359,4	363,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	248,3	243,5	241,2	251,5	255,1	258,3	260,8	263,2	265,6	268,8	271,9	275,1
Zysk (strata) na sprzedaży	80,9	73,5	83,1	83,9	85,8	87,8	87,3	86,5	85,6	86,4	87,5	88,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-15,3	-14,6	-13,9	-14,9	-15,7	-16,0	-16,1	-16,3	-16,4	-16,6	-16,8	-17,0
EBITDA	90,5	83,6	93,5	94,5	96,2	98,5	98,2	97,7	97,0	97,9	99,0	100,1
EBIT	65,6	58,9	69,2	69,0	70,0	71,8	71,1	70,2	69,1	69,8	70,7	71,6
Saldo działalności finansowej	-38,1	-21,4	-2,4	-8,5	-9,5	-8,5	-7,5	-6,7	-5,8	-5,0	-4,3	-3,6
Inne pozycje	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Zysk (strata) brutto	28,0	38,0	67,2	61,0	61,1	63,8	64,1	64,1	63,8	65,3	66,9	68,5
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto*	20,8	26,8	54,5	49,4	49,5	51,7	52,0	51,9	51,7	52,9	54,2	55,5

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	30,4	54,7	81,3	64,1	75,8	79,0	80,1	79,6	78,8	79,1	80,1	80,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-42,6	-96,5	-34,8	34,7	-28,9	-29,2	-29,2	-29,3	-29,3	-29,4	-29,5	-29,5
Przepływy z działalności finansowej	-8,2	34,5	-26,3	-64,1	-42,0	-50,9	-50,6	-62,8	-61,8	-60,8	-74,0	-69,4
Przepływy pieniężne netto	-20,4	-7,3	20,1	34,6	4,9	-1,1	0,3	-12,5	-12,3	-11,1	-23,4	-18,1
Środki pieniężne na początek okresu	69,5	49,0	41,9	62,0	96,6	101,5	100,4	100,7	88,2	75,9	64,8	41,3
Środki pieniężne na koniec okresu	49,0	41,9	62,0	96,6	101,5	100,4	100,7	88,2	75,9	64,8	41,3	23,3

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-9,6%	-1,9%	4,9%	2,1%	1,7%	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-7,7%	11,9%	1,0%	1,8%	2,4%	-0,2%	-0,6%	-0,7%	1,0%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-10,3%	17,4%	-0,2%	1,5%	2,5%	-1,0%	-1,3%	-1,5%	1,0%	1,3%	1,3%
Zysk netto zmiana r/r	28,7%	103,2%	-9,3%	0,2%	4,5%	0,5%	-0,1%	-0,4%	2,3%	2,5%	2,3%
Marża brutto na sprzedaży	31,8%	33,1%	32,7%	32,5%	32,5%	32,4%	32,2%	32,1%	32,0%	32,1%	32,1%
Marża EBITDA	8,4%	9,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%
Marża EBIT	5,9%	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża brutto	3,8%	6,9%	5,9%	5,8%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%
Marża netto	2,7%	5,6%	4,8%	4,7%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%
COGS / przychody	68,2%	66,9%	67,3%	67,5%	67,5%	67,6%	67,8%	67,9%	68,0%	67,9%	67,9%
SG&A / przychody	24,4%	24,7%	24,5%	24,4%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
SG&A / COGS	35,8%	36,9%	36,4%	36,1%	35,9%	35,9%	35,8%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%
ROE	6,6%	12,1%	10,1%	9,4%	9,3%	8,9%	8,7%	8,5%	8,5%	8,7%	8,9%
ROA	3,5%	6,9%	6,3%	6,1%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%
Dług	215,6	205,6	160,6	140,2	114,8	94,8	74,8	54,8	34,8	14,8	0,0
D / (D+E)	28,6%	26,0%	20,3%	17,4%	14,1%	11,5%	9,2%	6,8%	4,3%	1,9%	0,0%
D / E	40,0%	35,2%	25,5%	21,0%	16,4%	13,0%	10,1%	7,3%	4,5%	1,9%	0,0%
Odsetki / EBIT	8,9%	13,7%	11,9%	9,7%	8,0%	6,6%	5,4%	4,2%	2,9%	1,6%	0,5%
Dług / kapitał własny	53,4%	45,6%	32,8%	26,7%	20,6%	16,3%	12,6%	9,0%	5,6%	2,4%	0,0%
Dług netto	173,7	143,7	64,0	38,7	14,4	-5,9	-13,4	-21,0	-30,0	-26,5	-23,3
Dług netto / kapitał własny	43,1%	31,8%	13,1%	7,4%	2,6%	-1,0%	-2,2%	-3,5%	-4,8%	-4,3%	-3,7%
Dług netto / EBITDA	2,1	1,5	0,7	0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
Dług netto / EBIT	2,9	2,1	0,9	0,6	0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3
EV	563,1	533,0	453,3	428,0	403,7	383,4	376,0	368,3	359,4	362,8	366,1
Dług / EV	38,3%	38,6%	35,4%	32,8%	28,4%	24,7%	19,9%	14,9%	9,7%	4,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,8%	4,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%
CAPEX / Amortyzacja	152,9%	160,7%	116,7%	112,1%	111,0%	109,4%	108,1%	106,6%	105,7%	104,9%	103,8%
Amortyzacja / Przychody	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Zmiana KO / Przychody	-1,6%	1,2%	1,4%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	15,1%	-62,9%	30,4%	27,9%	24,7%	27,1%	28,3%	28,8%	24,2%	22,8%	22,8%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
P/E*	14,5	7,1	7,9	7,9	7,5	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,0
P/BV*	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE*	7,6	4,9	5,2	5,1	5,0	4,9	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6
EV/EBITDA*	6,7	5,7	4,8	4,4	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7
EV/EBIT*	9,6	7,7	6,6	6,1	5,6	5,4	5,4	5,3	5,1	5,1	5,1
EV/S*	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	17,7	19,8	21,5	23,0	24,4	25,5	26,1	26,6	27,3	27,3	27,4
EPS	1,2	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4
CEPS	2,3	3,5	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,7
DPS	0,3	0,3	0,5	0,6	0,9	1,1	1,7	1,7	1,7	2,3	2,4
Payout ratio	30,7%	25,6%	20,0%	30,0%	40,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 17,05 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 stała

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/papierniczy

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	Dzień publikacji	Godzina publikacji	Kurs	WIG
kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49 CEST	17,05	45 246
kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849
trzymaj	22,3	kupuj	26,4	6.07.2015		20,3	52 467
kupuj	26,4	zawieszona	-	16.02.2015		18,3	52 561
zawieszona	-	akumuluj	19,3	9.08.2012		5,83	41 254
akumuluj	19,3	trzymaj	20,5	13.06.2011		16,51	49 121
trzymaj	20,5	redukuj	17,0	6.04.2011		19,64	50 248
redukuj	17,0	akumuluj	17,0	10.12.2010		18,45	47 398
akumuluj	17,0	kupuj	14,3	7.04.2010		15,1	43 500
kupuj	14,3	kupuj	18,7	15.10.2009		11,5	37 300
kupuj	18,7	---	---	30.07.2008		14,5	42 416

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'16:

Kupuj	3	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie opiewające 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 jaką 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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelow 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelow inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 15.06.2016 roku, 08:49 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 20.07.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informację w niej zawartą 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 na analizie przeprowadzonej 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 15.07.2016 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 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.