



Dom Maklerski BDM S.A.

# KĘTY

## RAPORT ANALITYCZNY

W 2017 roku EBITDA Kęt przekroczyła po raz pierwszy w historii pułap 0,4 mld PLN. Na 2018 rok zarząd prognozuje 448 mln PLN EBITDA (+27 mln PLN r/r) oraz rekordowy CAPEX w kwocie 335 mln PLN. W 1Q'18 EBITDA wzrosła o +6 mln PLN r/r. Przyrosty w ostatnim czasie wyraźnie przyhamowały. W 2016 roku kwartalna EBITDA rosła średnio po kilkanaście mln PLN r/r, w 1-3Q'17 po ok. 10 mln PLN r/r a w 4Q'17 spółka odnotowała nawet pierwszy od długiego czasu spadek r/r. Mimo to konsensus rynkowy nadal kształtuje się powyżej założeń zarządu (456 mln PLN EBITDA wg Bloomberg). Obawiamy się, że kolejne kwartały nie przyniosą znaczącego przyspieszenia za względu na: i) perturbacje na rynku aluminium (nie tylko wzrost cen – w PLN najwyższe poziomy od ponad 10 lat, ale także wzrost premii za dostawy), ii) presję kosztową w Polsce (wynagrodzenia, transport), iii) wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych, iv) trudności rynku budowlanego (m.in. kłopoty płynnościowe wykonawców). Kęty pozostają wyceniane wysoko (EV/EBITDA'18/19 na poziomie 9-10x), natomiast dług netto/EBITDA w bieżącym roku może wyraźnie przekroczyć już 1,5x (ostatni raz blisko 2x był w 2008 roku), co może przejściowo zmniejszyć elastyczność spółki (dywidenda vs większe akwizycje). Zmieniamy nasze zalecenie z Trzymaj na Redukuj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 340,5 PLN.

W prognozie na 2018 rok zarząd zakłada EBITDA na poziomie 448 mln PLN, co implikuje +27 mln PLN wzrostu r/r. Po 1Q'18 EBITDA urosła o blisko 6 mln PLN r/r, w 2Q'18 prognozujemy dolożenie podobnej kwoty. Zwracamy uwagę na wysoką bazę wynikową w 3Q'18 (wysokie wykorzystanie mocy w SWW oraz bardzo dobry wynik SSA z 3Q'18). Uważamy, że wzrost EBITDA r/r może znaleźć się wtedy pod większą presją niż w 1H'18. Naszym zdaniem założenia zarządu na 2018 rok na poziomie EBITDA są dość ambitne, do realizacji, ale trudno będzie je przebić. Zwracamy uwagę na presję kosztową, zarówno po stronie wynagrodzeń (w tym roku przekroczą one poziom 400 mln PLN) jak i częściowo surowcowej – ceny aluminium w PLN są obecnie na poziomach z 2007 roku (w SSA spółka będzie musiała wdrożyć podwyżki na i tak już obciążonym innymi problemami rynku budowlanym; w SWW rynek działa w oparciu o formuły cenowe, przy czym warto zwrócić uwagę na rosnące ostatnio premie za dostawy aluminium pierwotnego/wlewów).

W naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDA na poziomie 444 mln PLN. Jest to rezultat poniżej obecnego konsensusu rynkowego (wg Bloomberg: 456 mln PLN, zakres 433-481 mln PLN). Spodziewamy się także, że EBITDA w konsensusie na 2019 rok na poziomie 485 mln PLN może okazać się nieco zbyt optymistyczny. Takie podejście implikowałoby, że większość wzrostu pomiędzy prognozami zarządu na 2018 a 2020 rok zostałaby wypracowana w 2019 roku (+37 mln PLN vs +29 mln PLN w 2020), natomiast należy brać pod uwagę, że z dużych inwestycji przez pełny rok 2019 będzie działać jedynie prasa do stopów miękkich. Prasa do stopów twardych ruszy w 1H'19, a II linia BOPP na początku 2020 roku.

Spółka w ostatnich lata wypłaca dość wysokie dywidendy (powyżej rekomendacji zarządu; wynik netto był także podbijany przez one-offy). W 2018 roku dywidenda (blisko 24 PLN/akcję) jest niższa r/r po raz pierwszy od 2009 roku (wtedy jej nie wypłacono). Dług netto/EBITDA na koniec bieżącego roku naszym zdaniem znajdzie się w przedziale 1,5-2,0x (bliżej górnej granicy przy wykonaniu całego planu inwestycyjnego oraz zwiększeniu kapitału obrotowego m.in. ze względu na wzrost cen surowców). Może to w przyszłość wyhamować albo apetyty dywidendowe albo akwizycyjne (zarząd nadal podtrzymuje chęć zrealizowania przejęć m.in. w zakresie zbudowania czwartego segmentu biznesowego w oparciu także o wykorzystanie istniejących struktur sprzedażowych spółki).

|                               | 2015         | 2016         | 2017         | 2018P        | 2019P        | 2020P        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody [mln PLN]           | 2 027        | 2 267        | 2 643        | 2 921        | 3 150        | 3 351        |
| <b>EBITDA [mln PLN]</b>       | <b>336,2</b> | <b>394,2</b> | <b>421,2</b> | <b>444,4</b> | <b>475,5</b> | <b>515,1</b> |
| EBIT [mln PLN]                | 244,4        | 282,3        | 301,2        | 314,8        | 334,1        | 361,3        |
| Zysk netto [mln PLN]          | 209,8        | 277,9        | 236,9        | 247,4        | 257,1        | 267,9        |
| Zysk netto skoryg. [mln PLN]* | 185,9        | 216,7        | 238,4        | 238,4        | 248,1        | 267,9        |
| DPS [PLN]                     | 14,4         | 18,0         | 29,9         | 23,9         | 20,7         | 21,5         |
| Payout ratio**                | 80%          | 81%          | 102%         | 96%          | 80%          | 80%          |
| P/BV                          | 2,7          | 2,5          | 2,5          | 2,5          | 2,4          | 2,3          |
| P/E                           | 16,4         | 12,4         | 14,7         | 14,1         | 13,6         | 13,0         |
| P/E skoryg*                   | 18,5         | 15,9         | 14,6         | 14,6         | 14,0         | 13,0         |
| EV/EBITDA                     | 11,0         | 9,8          | 9,7          | 9,8          | 9,3          | 8,5          |
| EV/EBIT                       | 15,1         | 13,6         | 13,5         | 13,8         | 13,2         | 12,2         |

\*przy założeniu stawki podatku 19%, \*\* do skonsolidowanego zysku netto

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

**WYCENA 340,5 PLN**

(W TYM 23,9 PLN DYWIDENDY\*)

17 MAJ 2018, 15:02 CEST

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Wycena DCF [PLN]              | 340,2        |
| Wycena porównawcza [PLN]      | 340,9        |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>   | <b>340,5</b> |
| Potencjał do wzrostu / spadku | -7%          |
| Koszt kapitału                | 9,0%         |
| Cena rynkowa [PLN]            | 365,0        |
| Kapitalizacja [mln PLN]       | 3 484,1      |
| Ilość akcji [mln. szt.]       | 9,5          |

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 412,0 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 317,5 |

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | -3,3% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | -4,0% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -9,1% |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Struktura akcjonariatu: |       |
| OFE Aviva BZ WBK        | 18,2% |
| N-N OFE                 | 18,1% |
| OFE PZU                 | 9,1%  |
| Aegon OFE               | 6,2%  |
| Allianz OFE             | 5,2%  |
| Pozostali               | 43,1% |

stopa zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

\*dzień dywidendy 26/06/2018

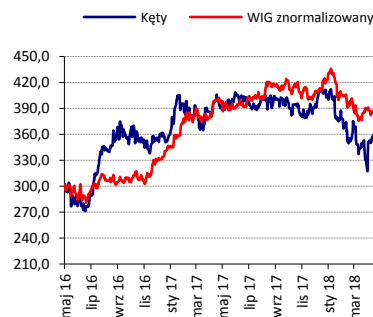
**Krzysztof Pado**

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 .....     | 7  |
| BUDŻET NA 2018 ROK I AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2020 ..... | 9  |
| WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY .....                               | 10 |
| PROGNOZY WYNIKÓW .....                                          | 13 |
| DANE FINANSOWE .....                                            | 15 |

## 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 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 340,9 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 340,2 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 340,5 PLN.

### Podsumowanie wyceny

|                                 | Waga | Wycena       |
|---------------------------------|------|--------------|
| Wycena DCF                      | 70%  | 340,2        |
| Wycena metodą porównawczą       | 30%  | 340,9        |
| <b>Wycena 1 akcji Kęt [PLN]</b> |      | <b>340,5</b> |

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%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia modelu:

- W modelu przyjmujemy obecnie założenia nieco słabsze od zaprezentowanych przez zarząd prognozie na 2018 rok, ale równocześnie zgodne z celami na 2020 przedstawionymi w strategii na lata 2017-20 (po aktualizacji o nowe inwestycje). Poniżej przedstawiamy główne elementy, które można porównać:

|                   | 2017  | 2018P         | 2019P | 2020P*** |
|-------------------|-------|---------------|-------|----------|
| <b>Przychody</b>  |       |               |       |          |
| zarząd            | 2 500 | 2 893         | b.d.  | 3 357    |
| BDM/wykonanie     | 2 646 | 2 921         | 3 150 | 3 351    |
| <b>EBITDA</b>     |       |               |       |          |
| zarząd            | 448   | 448           | b.d.  | 514      |
| BDM/wykonanie     | 421   | 444           | 475   | 515      |
| <b>CAPEX</b>      |       |               |       |          |
| zarząd            | 288   | 335           | b.d.  | b.d.     |
|                   |       | suma 2018-20: |       | 692      |
| BDM/wykonanie     | 190   | 335           | 187   | 171      |
|                   |       | suma 2018-20: |       | 692      |
| <b>dług netto</b> |       |               |       |          |
| zarząd*           | 599   | 746           | b.d.  | b.d.     |
| BDM/wykonanie**   | 591   | 858           | 924   | 918      |

Źródło: BDM S.A., spółka,

\* payout ratio 80%, \*\*payout ratio 96% w 2018, 80% w 2019-20, \*\*\* wg aktualizacji strategii z 10/2017

- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Wycena nie uwzględnia potencjalnych, nowych akwizycji. CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2027 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,55 mln akcji
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 17 maja 2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,25 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 340,2 PLN.

### Podstawowe założenia makroekonomiczne\*

|                         | 2015  | 2016  | 2017  | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EUR/PLN                 | 4,18  | 4,36  | 4,26  | 4,26  | 4,37  | 4,41  | 4,41  | 4,41  | 4,41  | 4,41  | 4,41  | 4,41  | 4,41  |
| USD/PLN                 | 3,77  | 3,94  | 3,78  | 3,55  | 3,58  | 3,50  | 3,40  | 3,32  | 3,27  | 3,27  | 3,27  | 3,27  | 3,27  |
| EUR/USD                 | 1,11  | 1,11  | 1,13  | 1,20  | 1,22  | 1,26  | 1,29  | 1,33  | 1,35  | 1,35  | 1,35  | 1,35  | 1,35  |
| Aluminium LM 3M [USD/t] | 1 683 | 1 610 | 1 980 | 2 266 | 2 253 | 2 223 | 2 229 | 2 235 | 2 241 | 2 300 | 2 360 | 2 420 | 2 480 |

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

#### Model DCF

|                                          | 2018P          | 2019P   | 2020P                                            | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   | 2027P   |
|------------------------------------------|----------------|---------|--------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]         | 2 921,0        | 3 150,0 | 3 350,9                                          | 3 458,1 | 3 542,5 | 3 609,7 | 3 713,9 | 3 814,9 | 3 918,0 | 4 023,2 |
| EBIT [mln PLN]                           | 314,8          | 334,1   | 361,3                                            | 381,1   | 393,8   | 402,8   | 407,2   | 411,3   | 415,8   | 420,8   |
| Stopa podatkowa*                         | 17%            | 17%     | 17%                                              | 17%     | 17%     | 17%     | 17%     | 17%     | 18%     | 19%     |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                | 53,1           | 56,1    | 60,2                                             | 63,5    | 65,6    | 67,0    | 67,7    | 68,4    | 74,8    | 80,0    |
| NOPLAT [mln PLN]                         | 261,7          | 278,0   | 301,1                                            | 317,6   | 328,2   | 335,8   | 339,5   | 342,9   | 341,0   | 340,9   |
| Amortyzacja [mln PLN]                    | 129,6          | 141,3   | 153,8                                            | 153,4   | 157,8   | 161,8   | 165,3   | 168,4   | 171,1   | 173,5   |
| CAPEX [mln PLN]                          | -335,0         | -186,5  | -170,5                                           | -193,9  | -193,9  | -194,0  | -194,2  | -194,4  | -194,6  | -194,7  |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN]          | 0,0            | 0,0     | 0,0                                              | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]  | -81,1          | -80,1   | -50,2                                            | -26,3   | -20,4   | -16,7   | -28,7   | -27,9   | -28,5   | -29,2   |
| FCF [mln PLN]                            | -24,8          | 152,8   | 234,2                                            | 250,8   | 271,7   | 286,9   | 281,9   | 289,0   | 289,0   | 290,5   |
| DFCF [mln PLN]                           | -23,7          | 135,7   | 193,3                                            | 192,2   | 193,1   | 188,8   | 171,6   | 162,5   | 149,9   | 138,9   |
| Suma DFCF [mln PLN]                      | 1 502,2        |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln PLN]             | 4 886,0        |         | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0% |         |         |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 2 336,1        |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               | 3 838,3        |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto 2018P [mln PLN]               | 590,5          |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>        | <b>3 247,8</b> |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln szt.]                   | 9,55           |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   | <b>340,2</b>   |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |

|                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | 28,8%  | 7,8%   | 6,4%   | 3,2%   | 2,4%   | 1,9%   | 2,9%   | 2,7%   | 2,7%   | 2,7%   |
| EBIT zmiana r/r               | 11,5%  | 6,1%   | 8,1%   | 5,5%   | 3,3%   | 2,3%   | 1,1%   | 1,0%   | 1,1%   | 1,2%   |
| FCF zmiana r/r                | -      | -      | 53,3%  | 7,1%   | 8,3%   | 5,6%   | -1,8%  | 2,5%   | 0,0%   | 0,5%   |
| Marża EBITDA                  | 15,2%  | 15,1%  | 15,4%  | 15,5%  | 15,6%  | 15,6%  | 15,4%  | 15,2%  | 15,0%  | 14,8%  |
| Marża EBIT                    | 10,8%  | 10,6%  | 10,8%  | 11,0%  | 11,1%  | 11,2%  | 11,0%  | 10,8%  | 10,6%  | 10,5%  |
| Marża NOPLAT                  | 9,0%   | 8,8%   | 9,0%   | 9,2%   | 9,3%   | 9,3%   | 9,1%   | 9,0%   | 8,7%   | 8,5%   |
| CAPEX / Przychody             | 11,5%  | 5,9%   | 5,1%   | 5,6%   | 5,5%   | 5,4%   | 5,2%   | 5,1%   | 5,0%   | 4,8%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 258,5% | 132,0% | 110,9% | 126,4% | 122,8% | 119,9% | 117,5% | 115,4% | 113,7% | 112,2% |
| Zmiana KO / Przychody         | 2,8%   | 2,5%   | 1,5%   | 0,8%   | 0,6%   | 0,5%   | 0,8%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 12,4%  | 35,0%  | 25,0%  | 24,6%  | 24,2%  | 24,9%  | 27,5%  | 27,6%  | 27,7%  | 27,7%  |

Źródło: BDM S.A., \*w okresie rezydualnym 19%

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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               | 67,8% | 67,2% | 68,3% | 71,0% | 73,9% | 76,9% | 80,0% | 83,1% | 86,0% | 89,2% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,6%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,5%  | 4,5%  |
| Udział kapitału obcego                 | 32,2% | 32,8% | 31,7% | 29,0% | 26,1% | 23,1% | 20,0% | 16,9% | 14,0% | 10,8% |
| WACC                                   | 7,6%  | 7,5%  | 7,6%  | 7,7%  | 7,8%  | 8,0%  | 8,1%  | 8,3%  | 8,4%  | 8,5%  |

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 | 269,8                                     | 289,7  | 314,5  | 346,1 | 388,1 | 446,2 | 532,3 | 672,6 | 942,2 |
|      | 0,8 | 254,4                                     | 272,0  | 293,7  | 321,1 | 356,9 | 405,3 | 474,7 | 582,5 | 772,8 |
|      | 0,9 | 240,2                                     | 255,9  | 275,0  | 298,9 | 329,6 | 370,4 | 427,3 | 512,2 | 652,6 |
|      | 1,0 | 227,1                                     | 241,1  | 258,1  | 279,0 | 305,6 | 340,2 | 387,5 | 455,8 | 562,9 |
|      | 1,1 | 215,1                                     | 227,6  | 242,7  | 261,1 | 284,2 | 314,0 | 353,7 | 409,4 | 493,4 |
|      | 1,2 | 203,9                                     | 215,2  | 228,6  | 244,9 | 265,2 | 290,8 | 324,5 | 370,7 | 437,9 |
|      | 1,3 | 193,5                                     | 203,7  | 215,7  | 230,2 | 248,0 | 270,3 | 299,2 | 337,9 | 392,6 |

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% | 286,7                                     | 309,2  | 337,6  | 374,4 | 424,1 | 494,8 | 603,5 | 792,0 | 1199,2 |
|                  | 4% | 254,4                                     | 272,0  | 293,7  | 321,1 | 356,9 | 405,3 | 474,7 | 582,5 | 772,8  |
|                  | 5% | 227,1                                     | 241,1  | 258,1  | 279,0 | 305,6 | 340,2 | 387,5 | 455,8 | 562,9  |
|                  | 6% | 203,9                                     | 215,2  | 228,6  | 244,9 | 265,2 | 290,8 | 324,5 | 370,7 | 437,9  |
|                  | 7% | 183,8                                     | 193,0  | 203,8  | 216,8 | 232,5 | 252,0 | 276,9 | 309,7 | 354,8  |
|                  | 8% | 166,3                                     | 173,9  | 182,7  | 193,1 | 205,5 | 220,7 | 239,6 | 263,7 | 295,6  |
|                  | 9% | 150,9                                     | 157,2  | 164,5  | 172,9 | 182,9 | 194,9 | 209,5 | 227,8 | 251,2  |

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% | 610,2 | 566,8 | 528,7 | 494,8 | 464,6 | 437,5 | 413,0 | 390,7 | 370,4 |
|                  | 4% | 517,0 | 474,3 | 437,5 | 405,3 | 377,0 | 351,8 | 329,3 | 309,1 | 290,8 |
|                  | 5% | 446,2 | 405,3 | 370,4 | 340,2 | 314,0 | 290,8 | 270,3 | 252,0 | 235,6 |
|                  | 6% | 390,7 | 351,8 | 318,9 | 290,8 | 266,5 | 245,2 | 226,5 | 209,8 | 194,9 |
|                  | 7% | 345,9 | 309,1 | 278,2 | 252,0 | 229,4 | 209,8 | 192,6 | 177,3 | 163,8 |
|                  | 8% | 309,1 | 274,2 | 245,2 | 220,7 | 199,7 | 181,5 | 165,6 | 151,6 | 139,1 |
|                  | 9% | 278,2 | 245,2 | 217,9 | 194,9 | 175,3 | 158,4 | 143,6 | 130,6 | 119,1 |

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 (do wyceny użyliśmy porównywalny zysk netto, czyli bez efektu rozpoznania aktywa podatkowego) 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 3,25 mld PLN, co odpowiada 340,9 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 największych graczy z branży.

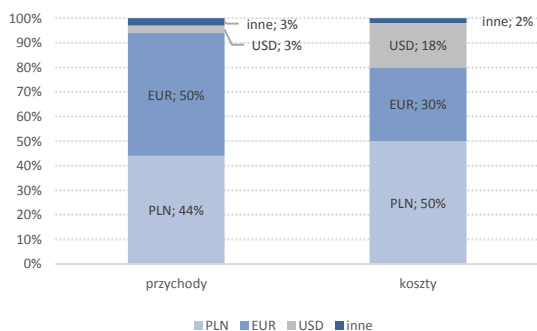
### Wycena porównawcza

|                                           | P/E          |              |       | EV/EBITDA |              |       |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|-------|-----------|--------------|-------|
|                                           | 2018P        | 2019P        | 2020P | 2018P     | 2019P        | 2020P |
| Alcoa                                     | 11,1         | 11,7         | 14,7  | 2,9       | 2,9          | 3,2   |
| Norsk Hydro                               | 12,7         | 11,4         | 10,7  | 5,8       | 5,0          | 4,4   |
| Kaiser Aluminium                          | 15,9         | 13,8         | 13,4  | 9,8       | 8,7          | 7,9   |
| Bemis                                     | 15,4         | 14,4         | 13,9  | 9,3       | 8,8          | 8,4   |
| Amcor                                     | 21,6         | 19,6         | 18,2  | 13,2      | 12,1         | 11,4  |
| Alumetal                                  | 11,2         | 11,2         | 10,6  | 8,8       | 8,3          | 7,2   |
| Ball Corp                                 | 16,1         | 14,6         | 13,8  | 10,4      | 9,5          | 9,0   |
| Wipac                                     | 25,4         | 21,8         | 20,3  | 13,3      | 11,8         | 10,7  |
| Huhtamaki                                 | 18,4         | 16,5         | 15,0  | 10,8      | 9,7          | 8,8   |
| Wielton                                   | 12,3         | 10,9         | 10,0  | 7,7       | 6,7          | 5,9   |
| Lindab                                    | 12,8         | 11,4         | 10,6  | 8,9       | 7,5          | 6,6   |
| Assa Abloy                                | 22,3         | 20,6         | 19,1  | 15,5      | 14,0         | 12,7  |
| Arconic                                   | 13,5         | 11,0         | 9,8   | 7,1       | 5,7          | 5,9   |
| UACJ                                      | 10,2         | 9,4          | 7,9   | 8,0       | 7,9          | 7,2   |
| Mediana                                   | 14,4         | 12,7         | 13,6  | 9,1       | 8,5          | 7,6   |
| Kęty*                                     | 14,6         | 14,0         | 13,0  | 9,8       | 9,3          | 8,5   |
| Premia/dyskonto do Kęt                    | 1,2%         | 10,2%        | -4,4% | 7,2%      | 9,3%         | 13,1% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]         | 360,8        | 331,2        | 381,8 | 334,4     | 325,7        | 311,7 |
| Waga roku                                 | 33%          | 33%          | 33%   | 33%       | 33%          | 33%   |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> |              | <b>358,0</b> |       |           | <b>323,9</b> |       |
| Waga wskaźnika                            |              | 50%          |       |           | 50%          |       |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>340,9</b> |              |       |           |              |       |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, \*zysk netto oczyszczony

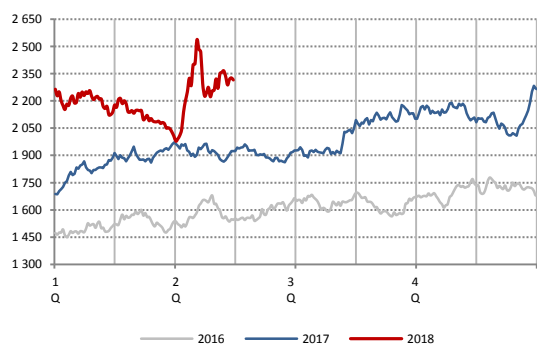
## RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura walutowa przychodów i kosztów Kęt w 2017 roku



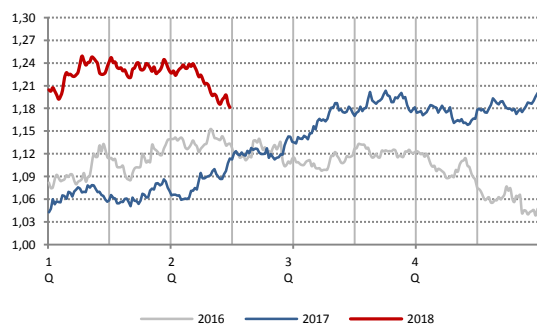
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



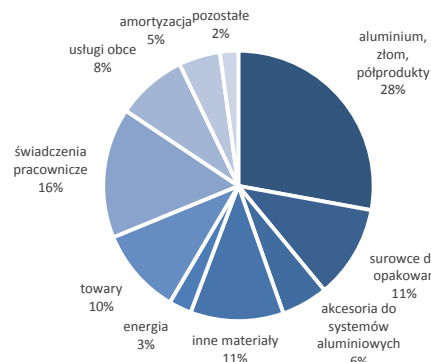
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



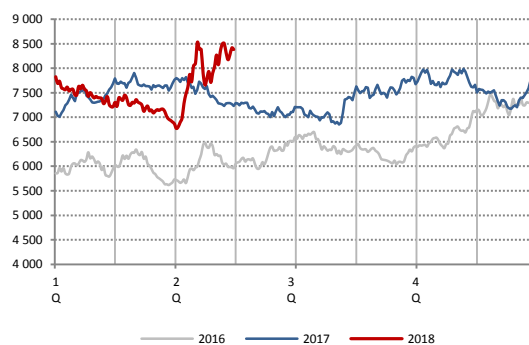
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów w 2017 roku



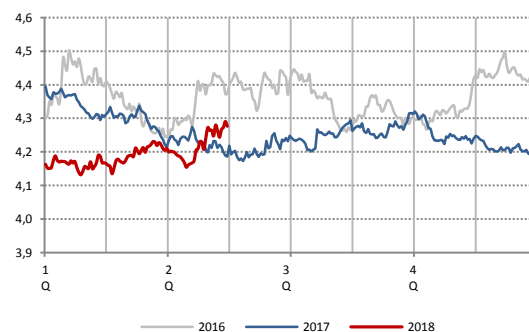
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



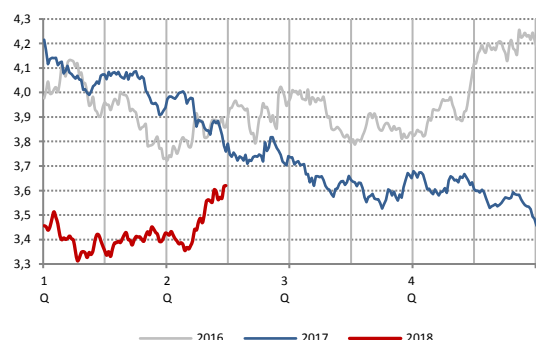
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



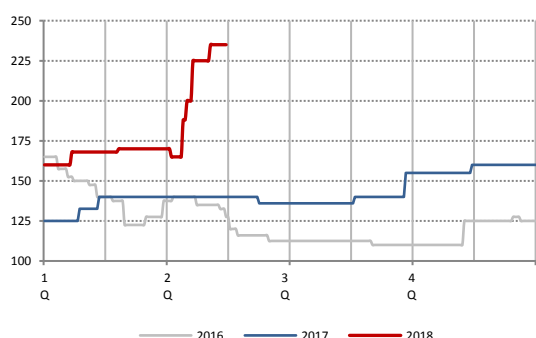
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## Kurs USD/PLN



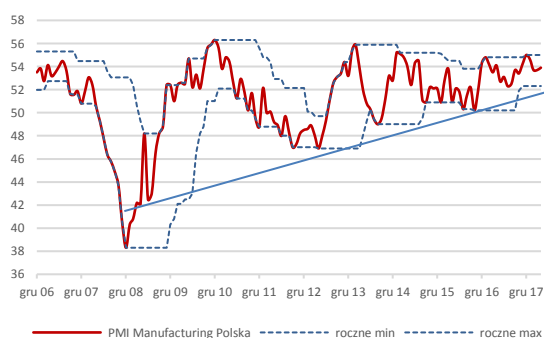
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ingot

## PMI dla sektora przemysłu w Polsce



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## Wskaźnik oczekiwań Ifo



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

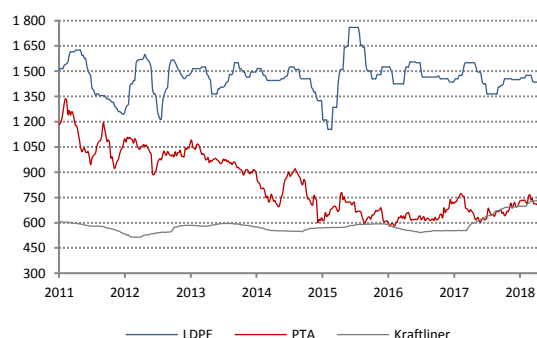
Biorąc pod uwagę mix walutowy przychody/koszty dla spółki korzystne jest mocne EUR względem USD przy relatywnej słabości PLN vs EUR.

W 2017 roku wg szacunków zarządu 44% sprzedaży było realizowane w PLN, 50% w EUR a pozostałe 6% stanowiła sprzedaż rozliczana w USD, GBP oraz innych walutach. Po stronie kosztowej 50% stanowiły koszty ponoszone w PLN, 30% to koszty denominowane w EUR, 18% w USD i 2% w pozostałych walutach (GBP, UAH).

Według naszych kalkulacji umocnienie PLN vs EUR o 10 groszy niesie za sobą ok. 10-15 mln PLN spadku EBIT/rok przy innych elementach stałych.

W USD kwotowane są ceny aluminium. Dużo zamieszania w 2Q'18 wprowadziły sankcje nałożone na koncern Rusal (6% produkcji aluminium na świecie) i jego głównego właściciela (Oleg Deripaskę). Cena na LME wzrosła nawet >2500 USD/t, by następnie spaść o 200-300 USD/t, gdy dość szybko (ale warunkowo) USA złagodziły swoje stanowisko (m.in. właściciel Rusal miałby oddać kontrolę nad koncernem). Zwracamy jednocześnie uwagę, że cena w PLN powróciła obecnie już do szczytów z kwietnia (wcześniej ostatni raz tak wysokie poziomy były notowane w 2007 roku), ze względu na umocnienie USD vs PLN.

## Cena polietylenu, PTA i Kraftlinera [EUR/t]



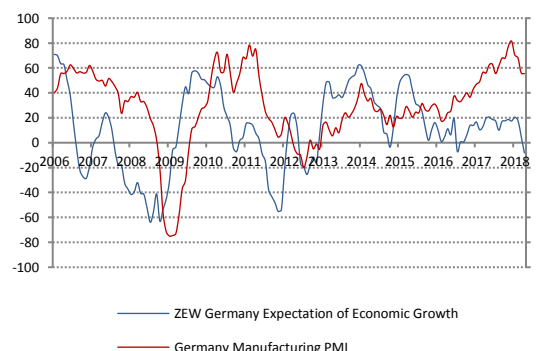
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE), PTA (Chiny, futures)

Od 2015 roku do 3Q'17 premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME) utrzymywały się na dość niskim i stabilnym poziomie. Jeszcze w 2013 czy 2014 rok stanowiły one kłopot w segmencie SWW, dopiero fuzja Hydro – Sapa zmieniła obraz rynku – premie udało się w dużej mierze ująć w formułach cenowych dla odbiorców produktów Kęt w marży przerobowej. Od 3Q'17 premie zaczęły powoli się podnosić, a w 2Q'18 ruch stał się wyraźniejszy, gdy dostępność aluminium na rynku spadła po nałożeniu sankcji przez USA na Rusal w kwietniu. Mimo złagodzenia stanowisko premie nie spadły (przeciwieństwo do ceny samego aluminium).

Od 2016 roku w trendzie bocznym znajdują się ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG – aczkolwiek ostatnie wzrosty cen ropy będą stwarzać presję na podwyżki.

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu od początku 2018 roku znajduje się w lekkim trendzie spadkowym. Wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec także spadły, ale znajdują się nadal na wyraźnie wyższych poziomach niż w przypadku Polski. Relatywnie słabo wyglądają ostatnie odczyty wskaźników wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki (ZEW, Ifo), które przebiły ostatnie lokalne dołki.

## Wskaźnik oczekiwań ZEW



Źródło: BDM S.A., Bloomberg



## BUDŻET NA 2018 ROK I AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2020

Założenia ogólne zaktualizowanej strategii zarządu do 2020 roku oraz prognozy na 2018 rok [mln PLN]

|                   | 2017         | 2018P zarząd | 2018P BDM    | różnica    | 2020P zarząd aktualnie* | 2020P BDM    | różnica   |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------------------|--------------|-----------|
| <b>Przychody</b>  | <b>2 643</b> | <b>2 893</b> | <b>2 921</b> | <b>1%</b>  | <b>3 357</b>            | <b>3 351</b> | <b>0%</b> |
| SWW               | 1 138        | 1 235        | 1 277        | 3%         | 1 458                   | 1 398        | -4%       |
| SSA               | 1 131        | 1 235        | 1 251        | 1%         | 1 420                   | 1 500        | 6%        |
| SOG               | 625          | 658          | 678          | 3%         | 750                     | 780          | 4%        |
| inne/wyłączenia   | -251         | -235         | -285         |            | -271                    | -328         |           |
| <b>EBIT</b>       | <b>282</b>   | <b>317</b>   | <b>315</b>   | <b>-1%</b> | <b>360</b>              | <b>361</b>   | <b>0%</b> |
| rentowność        | 10,7%        | 11,0%        | 10,8%        |            | 10,7%                   | 10,8%        |           |
| <b>EBITDA</b>     | <b>421</b>   | <b>448</b>   | <b>444</b>   | <b>-1%</b> | <b>514</b>              | <b>515</b>   | <b>0%</b> |
| SWW               | 150          | -            | 159          | -          | 169                     | 170          | 1%        |
| SSA               | 172          | -            | 176          | -          | 217                     | 216          | -1%       |
| SOG               | 113          | -            | 120          | -          | 139                     | 140          | 1%        |
| inne/wyłączenia   | -13          | -            | -10          | -          | -11                     | -11          | 0%        |
| rentowność        | 15,9%        | 15,5%        | 15,2%        |            | 15,3%                   | 15,4%        | 0%        |
| <b>Zysk netto</b> | <b>237</b>   | <b>253</b>   | <b>247</b>   | <b>-2%</b> | <b>264</b>              | <b>268</b>   | <b>1%</b> |
| rentowność        | 9,0%         | 8,7%         | 8,5%         |            | 7,9%                    | 8,0%         |           |
| <b>Dług netto</b> | <b>591</b>   | <b>746</b>   | <b>858</b>   |            | <b>-</b>                | <b>918</b>   |           |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*aktualizacja z października 2017 (dane wg sprawozdania zarządu za 2017 rok)

### Obecne cele strategiczne do 2020 (z października 2017)

Na początku lutego 2017 spółka zaprezentowała aktualizację strategię do 2020 roku (pierwotną wersję prezentowano w lutym 2015 roku) – szczegółowo opisywaliśmy założenia w niej przedstawione w raporcie analitycznym z czerwca 2017 (<http://www.bdm.com.pl/file.php?id=53218>).

W październiku 2017 spółka zaktualizowała plan inwestycyjny na lata 2017-2020 oraz nieco podniosła docelowy poziom EBITDA na 2020 rok (do 514 mln PLN z 506 mln PLN) - <http://www.grupakety.com/pl/raporty-biezace,44/1292,aktualizacja-planu-inwestycyjnego-zawartego-w-strategii-2020.html>. Do zakładanego wcześniej CAPEX-u dołożono: i) 35 mln PLN na budowę nowej linii do anodowania profili (projekt realizowany w 2018 roku, rozpoczęcie produkcji w 2019 roku), ii) 110 mln PLN na budowę II linii do produkcji folii BOPP (projekt realizowany w latach 2017-19 roku, rozpoczęcie produkcji w 2020 roku, pełne moce w 2022). Zrezygnowano natomiast z budowy nowej siedziby SSA (37 mln PLN).

Według założeń zaktualizowanej strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 3,36 mld PLN sprzedaży, 514 mln PLN EBITDA (15,3% marży) oraz 264 mln PLN zysku netto (założona podwyższona efektywna stopa podatku względem poprzednich lat ze względu na działalność zagraniczną oraz brak rozpoznawania aktywa podatkowego z tytułu działalności w SSE). Łączne nakłady inwestycyjne w okresie 2015-20 wyniosą po aktualizacji 1,35 mld PLN. Polityka dywidendowa zakłada przeznaczenie 60-100% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę – w prognozach zarządu założono średnio 80%, ostatnie lata wskazują jednak, że apetyty w tym zakresie ze strony akcjonariuszy są większe. Założenie makro przyjmowane przez spółkę na lata 2017-20 to EUR/PLN=4,30, USD/PLN=4,05, aluminium = 1 800 USD/t (nasze założenie przedstawiamy na stronie 3).

W naszych prognozach przyjmujemy, że spółka zrealizuje zakładane w strategii założenia EBITDA na 2020 rok. Zwracamy także uwagę, że EBITDA 2020 roku nie będzie w pełni uwzględniała inwestycji przeprowadzonych w ramach obecnej strategii – np. II linia do produkcji folii BOPP pełne moce ma uzyskać w 2022 roku. Można także spodziewać się, że CAPEX w 2020 roku będzie ostatecznie większy – zakładamy obecnie, że nowa strategia pojawi się na przestrzeni 2020 rok, więc może on już uwzględniać jakąś część nowych planów inwestycyjnych.

Nasze prognozy nie uwzględniają możliwych akwizycji, gdzie prawdopodobnie może istnieć duży potencjał do uzyskania synergii na możliwości wykorzystania istniejących struktur sprzedażowych spółki dla rozwoju komplementarnych biznesów.

### Budżet na 2018

W budżecie na 2018 rok zarząd zapisał wypracowanie blisko 2,9 mld PLN przychodów, 448 mln PLN EBITDA oraz 253 mln PLN wyniku netto. Na poziomie salda finansowego założono koszty odsetkowe na 22 mln PLN a na podatku uwzględniono 11,0 mln aktywa podatkowego z SSE (zwracamy uwagę, że podstawę do wypłaty

dywidendy stanowi zysk raportowany). Zarząd zakłada CAPEX w kwocie 335 mln PLN (wyraźnie więcej niż w 2017 roku, kiedy wyniósł wg przepływów inwestycyjnych jedynie 190 mln PLN). Dług netto na koniec 2018 roku miał wynieść 746 mln PLN przy założeniu: i) wypłaty 80% zysku netto jako dywidenda, ostatecznie akcjonariusze przegłosowali 96%, czyli o 39 mln PLN więcej, ii) braku akwizycji.

Naszym zdaniem założenia zarządu na 2018 rok na poziomie EBITDA są dość ambitne i trudno będzie je przebić, biorąc pod uwagę presję kosztową, wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz dość wysoką bazę (szczególnie w 3Q'18 - nowe moce produkcyjne w SWW dojdą dopiero na przestrzeni tego kwartału). Obawiamy się szczególnie o marżowość Segmentu Systemów Aluminiowych, który z jednej strony musi zmierzyć się z rosnącymi cenami aluminium (ceny wyrażone w PLN są najwyższe od 2007 roku) a z drugiej z problemami odbiorców, którzy muszą szukać oszczędności i optymalizacji, by spiąć pozyskane w 2016 czy 2017 kontrakty.

Spodziewamy się 444 mln PLN vs 448 mln PLN zarządu – kluczowy dla wyników będzie naszym zdaniem 3Q'18. Baza wynikowa jest wtedy dość wymagająca (129 mln PLN EBITDA). Świetny wynik miał wtedy np. SSA (55 mln PLN EBITDA), gdzie konieczne jest w najbliższych tygodniach podniesienie cenników (przełożenie na rynek będzie widoczne właśnie w 3Q'18, w 2Q'18 spółka ma jeszcze hedging, część odbiorców może też decydować się na zakupy „na zapas”. Bardzo wysokie w 3Q'17 było też wykorzystanie mocy w SWW (19,8 tys ton), w segmencie rosną też premie za dostawy aluminium (zarówno pierwotnego, jak i wlewki – pytanie jak zachowają się w tej sytuacji odbiorcy, w ostatnich okresach sytuacja była tu dość stabilna i spółka uwzględniła w formułach premie).

#### **Potencjalne akwizycje**

W prognozach do 2020 roku zarząd nie uwzględnia żadnych efektów z tytułu potencjalnych projektów akwizycyjnych, ale spółka rozważa dwa kierunki potencjalnych akwizycji w ramach istniejących segmentów oraz utworzenie nowego segmentu:

- SWW – akwizycje mogą dotyczyć rozwoju dotychczasowych lub nabycia nowych kompetencji w zakresie obróbki profili oraz produkcji komponentów na bazie profili aluminiowych. Potencjalne projekty mogą dotyczyć podmiotów o przychodach do 50 mln EUR,
- SSA – akwizycje mogą dotyczyć rozwoju geograficznego lub produktowego na nowych rynkach. Potencjalne projekty mogą dotyczyć podmiotów o przychodach do 20 mln EUR,
- Nowy segment – docelowo miałby osiągnąć w 2020 roku przychody ze sprzedaży na poziomie min. 200 mln PLN.

#### **Polityka dywidendowa**

Przyjęta przez radę nadzorczą polityka dywidendowa zakłada wypłatę dywidendy na poziomie 60-100% skonsolidowanego zysku netto w okresie obowiązywania strategii. Zarząd przy ustalaniu wartości rekomendowanej dywidendy bierze pod uwagę m.in.:

- relację dług netto/EBITDA (na koniec poprzedniego roku obrotowego z maksymalnym poziomem 2,0x);
- przesunięcia czasowe otrzymywanych dywidend ze spółek zależnych
- wartość potencjalnych i możliwych do zrealizowania akwizycji,
- wartość rzeczywistych wydatków inwestycyjnych do poniesienia w roku wypłaty dywidendy.

Zarząd zakłada, że wypłata dywidendy tym w okresie obowiązywania strategii do 2020 roku ukształtuje się średnio na poziomie 80% skonsolidowanego zysku netto (w 2015, 2016 i 2017 wypłacono dywidendę na poziomie odpowiednio 80%, 81% i 102%; w 2018 przegłosowano ostatecznie 96% powyżej pierwotnie proponowanych przez zarząd 80%).

### SWW – karaktervstyka

- 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; łączne moce produkcyjne spółki to obecnie 75 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 produkcyjną za fizyczną dostawę aluminium – w ostatnich latach udało się w dużej mierze przerzucić tą zmienną na klientów)
- największy gracz na rynku europejskim (całość szacowana jest na 3 mln ton) to Sapa Aluminium (25% udziału), udział Kęty szacowany jest na ponad 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 (Nestlé, Kraft, Unilever, McDonald's) oraz małe i średnie polskie przedsiębiorstwa
- ponad 40% produkcji trafia bezpośrednio na eksport, głównie do regionu CEE (Czechy, Litwa, Białoruś, Ukraina, Rosja, Słowacja), udział w rynku polskim szacowany jest na 20%
- na przełomie 2016/2017 rok uruchomiono wart ok. 150 mln PLN zakład produkujący folie z polipropylenu - biaxially oriented polypropylene, BOPP - głównie dla branży spożywczej
- na 2020 rok planowa jest uruchomienie II linii BOPP (inwestycja warta 110 mln PLN)
- Kęty są średnim graczem europejskim z około 1,5% udziałem w rynku (najwięksi to Amcor, Constantia)
- marże segmentu w 2017 roku wyraźnie spadły (efekt niższej rentowności BOPP, gdzie produkt jest dość prosty), ale nadal są nieco wyższe w porównaniu do większości 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 – karakterystyka

- 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 otoczenie, gdy umacnia się kurs 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); silną pozycję udało się wypracować w Czechach i na Słowacji, obiecująco wyglądają rynki Beneluxu. Wielkowie Brytanii czy USA

**SUB i SAB zostały w 2016 roku włączone w obszar SSA**

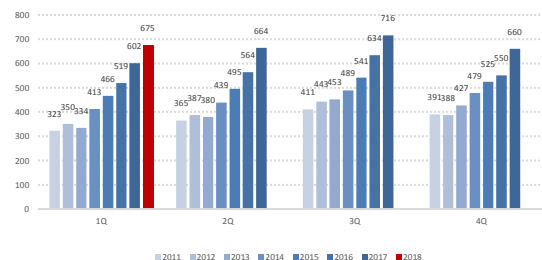
### SUB – charakterystyka

- filarem działalności jest projektowanie oraz produkcja i montaż fasad i przeszkleń dachowych (na bazie systemów aluminiowych i stalowych) oraz ekranów akustycznych

## SAB – charakterystyka

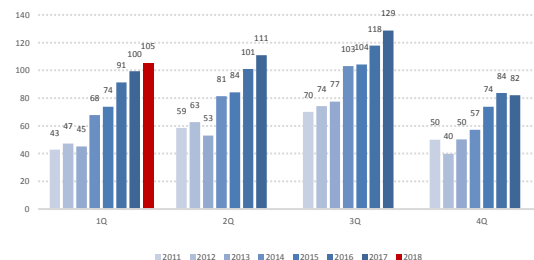
- produkcja okuć budowlanych do stolarki otworowej w spółce Metalplast Karo Złotów
- średniej wielkości podmiot z 1% udziałem w rynku europejskim (20% rynku ma Roto) i 7% w rynku polskim
- sprzedając w swojej mierze opiera się na kooperacji z innymi segmentami spółki (komponenty do innych produktów)

Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

**EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]**



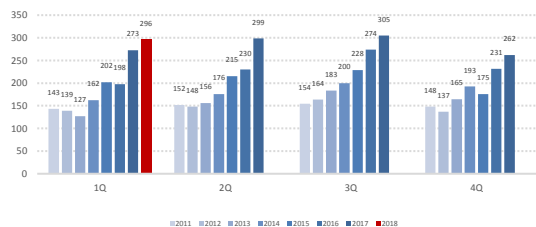
Źródło: BDM S.A., spółka

## Wyniki wg segmentów [mln PLN]

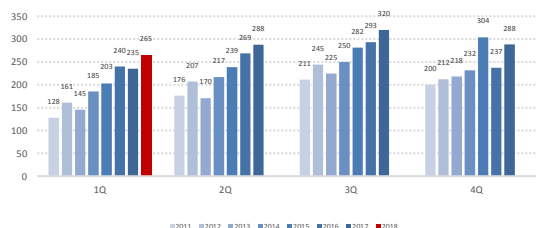
|                          | 3Q'14 | 4Q'14 | 1Q'15 | 2Q'15 | 3Q'15 | 4Q'15 | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Razem</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Sprzedaż                 | 489,0 | 478,9 | 466,0 | 494,9 | 541,1 | 525,2 | 519,0 | 564,2 | 633,9 | 550,3 | 601,5 | 664,3 | 716,5 | 660,3 | 674,8 |
| zmiana r/r               | 8,0%  | 12,1% | 12,9% | 12,8% | 10,7% | 9,7%  | 11,4% | 14,0% | 17,2% | 4,8%  | 15,9% | 17,7% | 13,0% | 20,0% | 12,2% |
| EBITDA                   | 103,0 | 57,1  | 73,7  | 84,2  | 104,4 | 73,9  | 91,4  | 101,1 | 117,8 | 83,8  | 99,5  | 110,9 | 128,7 | 82,1  | 105,1 |
| marża                    | 21,1% | 11,9% | 15,8% | 17,0% | 19,3% | 14,1% | 17,6% | 17,9% | 18,6% | 15,2% | 16,5% | 16,7% | 18,0% | 12,4% | 15,6% |
| <b>SWW</b>               |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Sprzedaż ogółem          | 199,8 | 192,7 | 201,8 | 215,0 | 228,5 | 175,5 | 197,5 | 229,8 | 273,6 | 231,3 | 272,7 | 298,5 | 305,0 | 261,7 | 296,4 |
| zmiana r/r               | 9%    | 17%   | 24%   | 22%   | 14%   | -9%   | -2%   | 7%    | 20%   | 32%   | 38%   | 30%   | 11%   | 13%   | 9%    |
| Sprzedaż na zewn.        | 144,3 | 148,7 | 157,3 | 155,1 | 164,5 | 140,2 | 157,4 | 179,5 | 211,7 | 185,9 | 220,0 | 227,8 | 236,0 | 207,9 | 232,5 |
| zmiana r/r               | 5%    | 28%   | 23%   | 18%   | 14%   | -6%   | 0%    | 16%   | 29%   | 33%   | 40%   | 27%   | 12%   | 12%   | 6%    |
| EBITDA                   | 28,5  | 14,1  | 22,9  | 21,5  | 31,4  | 23,1  | 27,9  | 39,7  | 48,0  | 23,7  | 32,7  | 38,8  | 48,3  | 30,2  | 38,8  |
| marża                    | 14,2% | 7,3%  | 11,4% | 10,0% | 13,7% | 13,2% | 14,1% | 17,3% | 17,5% | 10,2% | 12,0% | 13,0% | 15,8% | 11,5% | 13,1% |
| <b>SOG</b>               |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Sprzedaż ogółem          | 100,0 | 103,6 | 107,2 | 103,9 | 109,2 | 114,7 | 122,1 | 117,0 | 130,7 | 128,8 | 147,5 | 150,2 | 161,6 | 165,6 | 178,4 |
| zmiana r/r               | 5%    | 8%    | 5%    | 13%   | 9%    | 11%   | 14%   | 13%   | 20%   | 12%   | 21%   | 28%   | 24%   | 29%   | 21%   |
| Sprzedaż na zewn.        | 99,8  | 103,3 | 107,2 | 103,9 | 109,1 | 114,6 | 122,1 | 116,9 | 130,6 | 128,7 | 147,5 | 150,2 | 161,6 | 165,5 | 178,4 |
| zmiana r/r               | 6%    | 8%    | 6%    | 13%   | 9%    | 11%   | 14%   | 13%   | 20%   | 12%   | 21%   | 28%   | 24%   | 29%   | 21%   |
| EBITDA                   | 25,9  | 19,9  | 23,4  | 25,2  | 25,7  | 20,2  | 23,1  | 24,0  | 28,1  | 29,2  | 28,5  | 27,1  | 32,3  | 24,6  | 30,3  |
| marża                    | 25,9% | 19,2% | 21,8% | 24,2% | 23,5% | 17,6% | 18,9% | 20,6% | 21,5% | 22,7% | 19,3% | 18,0% | 20,0% | 14,9% | 17,0% |
| <b>SSA+SUB+SAB*</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Sprzedaż ogółem          | 249,5 | 232,0 | 203,2 | 238,8 | 281,7 | 304,1 | 240,3 | 268,7 | 293,0 | 237,0 | 235,1 | 287,8 | 320,1 | 288,1 | 264,9 |
| zmiana r/r               | 11%   | 6%    | 10%   | 10%   | 13%   | 31%   | 18%   | 13%   | 4%    | -22%  | -2%   | 7%    | 9%    | 22%   | 13%   |
| Sprzedaż na zewn.        | 240,3 | 222,5 | 196,7 | 232,4 | 263,4 | 267,3 | 239,4 | 267,7 | 291,6 | 235,7 | 234,0 | 286,3 | 318,8 | 286,8 | 263,9 |
| zmiana r/r               | 10%   | 5%    | 10%   | 10%   | 10%   | 20%   | 22%   | 15%   | 11%   | -12%  | -2%   | 7%    | 9%    | 22%   | 13%   |
| EBITDA                   | 49,0  | 28,8  | 28,6  | 37,5  | 50,2  | 40,6  | 42,9  | 39,4  | 47,8  | 30,2  | 40,2  | 49,6  | 54,6  | 27,7  | 38,8  |
| marża                    | 20,4% | 13,0% | 14,5% | 16,1% | 19,1% | 15,2% | 17,9% | 14,7% | 16,4% | 12,8% | 17,2% | 17,3% | 17,1% | 9,7%  | 14,7% |
| <b>Inne + wyłączenia</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Sprzedaż ogółem          | 7,1   | 7,0   | 7,4   | 6,0   | 6,8   | 6,0   | 3,0   | 3,0   | 3,5   | 4,3   | 3,6   | 3,5   | 3,6   | 3,7   | 3,8   |
| zmiana r/r               | 14%   | -7%   | -2%   | -18%  | -5%   | -13%  | -59%  | -49%  | -48%  | -29%  | 17%   | 16%   | 4%    | -14%  | 8%    |
| Sprzedaż na zewn.        | 4,6   | 4,5   | 4,7   | 3,5   | 4,0   | 3,2   | 0,1   | 0,1   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| zmiana r/r               | 19%   | -7%   | -9%   | -31%  | -12%  | -30%  | -99%  | -98%  | -99%  | -99%  | -31%  | -31%  | 60%   | 67%   | 66%   |
| EBITDA                   | -0,4  | -5,7  | -1,2  | -0,1  | -2,9  | -10,0 | -2,5  | -2,0  | -6,0  | 0,7   | -1,9  | -4,5  | -6,5  | -0,4  | -2,8  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, marża EBITDA liczona do sprzedaży ogółem, \*od 2Q'16 spółka połączyła segmenty, przeliczyliśmy skonsolidowane wyniki wstecz dodając do siebie wyniki segmentów

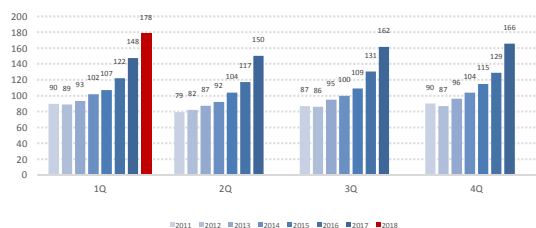
## Przychody kwartalnie – SWW [mln PLN]



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

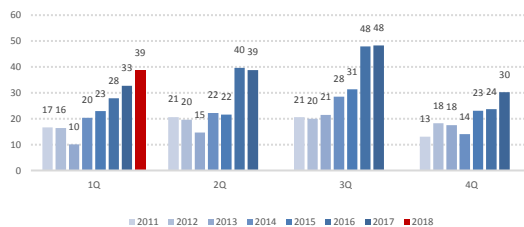


Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami, +SUB/SAB historycznie  
Przychody kwartalnie – SOG [mln PLN]

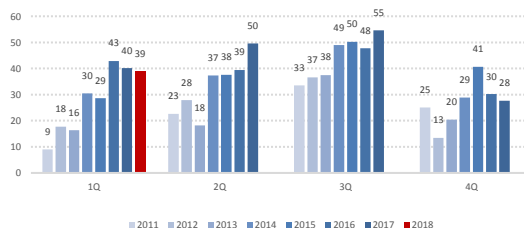


Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami

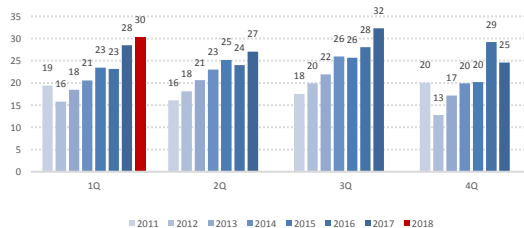
## EBITDA kwartalnie – SWW [mln PLN]



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



Źródło: BDM S.A., spółka, +SUB/SAB historycznie  
EBITDA kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

## PROGNOZY WYNIKÓW

## Prognoza wyników kwartalnych [mln PLN]

|                        | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 2016    | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 2017    | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2018P   |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|--------|--------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 466,0 | 494,9 | 541,1 | 525,2 | 2 027,1 | 601,5 | 664,3 | 716,5 | 660,3 | 2 642,6 | 674,8 | 735,7  | 796,7  | 713,7  | 2 921,0 |
| zmiana r/r             | 12,9% | 12,8% | 10,7% | 9,7%  | 11,4%   | 15,9% | 17,7% | 13,0% | 20,0% | 16,5%   | 12,2% | 10,8%  | 11,2%  | 8,1%   | 10,5%   |
| EBITDA                 | 73,7  | 84,2  | 104,4 | 73,9  | 336,2   | 99,5  | 110,9 | 128,7 | 82,1  | 421,2   | 105,1 | 117,4  | 132,5  | 89,3   | 444,4   |
| zmiana r/r             | 8,7%  | 3,5%  | 1,3%  | 29,3% | 8,7%    | 8,9%  | 9,7%  | 9,2%  | -2,1% | 6,9%    | 5,6%  | 5,9%   | 3,0%   | 8,8%   | 5,5%    |
| EBIT                   | 52,3  | 62,2  | 80,5  | 49,5  | 244,4   | 69,8  | 81,4  | 98,7  | 51,3  | 301,2   | 74,5  | 86,1   | 100,1  | 54,1   | 314,8   |
| Saldo finansowe        | -13,2 | 5,9   | -3,5  | -4,2  | -15,0   | -0,6  | -1,6  | -3,7  | -1,3  | -7,2    | -5,2  | -5,2   | -5,2   | -5,2   | -20,8   |
| Zysk (strata) brutto   | 39,0  | 67,9  | 77,0  | 45,5  | 229,5   | 69,2  | 79,8  | 95,0  | 50,1  | 294,0   | 69,3  | 80,9   | 94,9   | 48,9   | 294,0   |
| Zysk (strata) netto    | 35,1  | 57,6  | 65,4  | 51,7  | 209,8   | 54,7  | 64,8  | 77,3  | 40,1  | 236,9   | 53,3  | 67,6   | 81,3   | 45,2   | 247,4   |
| Marża EBITDA           | 15,8% | 17,0% | 19,3% | 14,1% | 16,6%   | 16,5% | 16,7% | 18,0% | 12,4% | 15,9%   | 15,6% | 16,0%  | 16,6%  | 12,5%  | 15,2%   |
| Marża EBIT             | 11,2% | 12,6% | 14,9% | 9,4%  | 12,1%   | 11,6% | 12,3% | 13,8% | 7,8%  | 11,4%   | 11,0% | 11,7%  | 12,6%  | 7,6%   | 10,8%   |
| Marża zysku netto      | 7,5%  | 11,6% | 12,1% | 9,8%  | 10,4%   | 9,1%  | 9,8%  | 10,8% | 6,1%  | 9,0%    | 7,9%  | 9,2%   | 10,2%  | 6,3%   | 8,5%    |

Źródło: BDM S.A., spółka

Po 1Q'18 zarząd spółki pozytywnie oceniał perspektywy na drugi kwartał i podtrzymał prognozę na 2018 rok. W 2Q'18 oczekiwany jest dwucyfrowy wzrost przychodów r/r w SWW (10-12%) oraz SSA (ok. 10%), natomiast nieco niższy może być w SOG (5-10%). W SWW oprócz wolumenów (choć tu moce są już na wyczerpaniu, dopiero na przestrzeni 3Q'18 dojdzie nowa prasa do stopów miękkich), pozytywnie na sprzedaż działa wzrost ceny aluminium (jednocześnie warto pamiętać, że segment operuje na kwotowej marży EBITDA/t, więc rentowność procentowa może być trudna do powtórzenia). W SOG pozytywnie do wyników kontrybuowała dotychczas pracująca od przełomu 2016/17 nowa fabryka folii BOPP, jednak tu będzie widoczny coraz bardziej efekt wyższej bazy. W SSA w 2Q'18 powinna być widoczna dobra koniunktura w obszarze budowlanym oraz zbudowany portfel zamówień. Spółka ma też zabezpieczone ceny aluminium (w skali grupy hedging zazwyczaj ma horyzont kwartalnych dostaw). Większym znakiem zapytania będzie 3Q'18 i odbiór przez klientów podwyżek cen (od połowy maja wchodzi w eksport, od lipca powinny wejść w kraju).

Wstępne wyniki 2Q'18 powinny pojawić się pod koniec czerwca. Zakładamy wypracowanie 736 mln PLN sprzedaży (dynamika +11%) oraz 117,4 mln PLN EBITDA.

W prognozie na 2018 rok zarząd zakłada rezultat EBITDA na poziomie 448 mln PLN, co implikuje +27 mln PLN wzrostu r/r. Po 1Q'18 EBITDA urosła o blisko 6 mln PLN r/r, w 2Q'18 prognozujemy dokończenie podobnej kwoty. Zwracamy uwagę na wysoką bazę wynikową w 3Q'18 (3Q'17: wysokie wykorzystanie mocy w SWW oraz bardzo dobry wynik SSA). Uważamy, że wzrost EBITDA r/r może znaleźć się wtedy pod większą presją. Naszym zdaniem założenia zarządu na 2018 rok na poziomie EBITDA są dość ambitne, do realizacji, ale trudno będzie je przebić, biorąc pod uwagę presję kosztową (zarówno wynagrodzenia jak i częściowo surowce) czy wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych. W naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDA na poziomie 444 mln PLN. Jest to rezultat poniżej obecnego konsensusu rynkowego (wg Bloomberg: 456 mln PLN, zakres 433-481 mln PLN). Spodziewamy się także, że EBITDA w konsensusie na 2019 rok na poziomie 485 mln PLN może okazać się nieco zbyt wymagająca. Takie podejście implikowałoby, że większość wzrostu pomiędzy prognozami zarządu na 2018 a 2020 rok zostałaby wypracowana w 2019 roku (+37 mln PLN vs +29 mln PLN w 2020), natomiast należy brać pod uwagę, że z dużych inwestycji przez pełny rok 2019 będzie działać jedynie prasa do stopów miękkich. Prasa do stopów twardych ruszy w 1H'19, a II linia BOPP na początku 2020 roku.

## Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

|                     | 2018<br>konsensus | 2018<br>BDM | odchylenie | 2019<br>konsensus | 2019<br>BDM | odchylenie | 2019<br>konsensus | 2019<br>BDM | odchylenie |
|---------------------|-------------------|-------------|------------|-------------------|-------------|------------|-------------------|-------------|------------|
| Przychody           | 2 920,7           | 2 921,0     | 0,0%       | 3 090,4           | 3 150,0     | 1,9%       | 3 310,2           | 3 350,9     | 1,2%       |
| EBITDA              | 455,7             | 444,4       | -2,5%      | 484,8             | 475,5       | -1,9%      | 511,8             | 515,1       | 0,6%       |
| EBIT                | 326,9             | 314,8       | -3,7%      | 347,0             | 334,1       | -3,7%      | 384,3             | 361,3       | -6,0%      |
| Zysk (strata) netto | 254,0             | 247,4       | -2,6%      | 260,6             | 257,1       | -1,3%      | 275,4             | 267,9       | -2,7%      |
| Dług netto          | 774,2             | 857,9       | 10,8%      | 857,6             | 923,6       | 7,7%       | 904,8             | 918,0       | 1,5%       |
| Marża EBITDA        | 15,6%             | 15,2%       |            | 15,7%             | 15,1%       |            | 15,5%             | 15,4%       |            |
| Marża EBIT          | 11,2%             | 10,8%       |            | 11,2%             | 10,6%       |            | 11,6%             | 10,8%       |            |
| Marża zysku netto   | 8,7%              | 8,5%        |            | 8,4%              | 8,2%        |            | 8,3%              | 8,0%        |            |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

## Skorygowane prognozy wyników na lata 2018-2019 rok [mln PLN]

|                     | 2017P        |              |              | 2018P        |              |              | 2018P zarząd |                | 2019P        |              |              |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
|                     | poprzednio*  | wykonanie    | zmiana       | poprzednio*  | aktualnie    | zmiana       | prognoza     | odchylenie BDM | poprzednio*  | aktualnie    | zmiana       |
| Przychody           | 2 633,9      | 2 642,6      | 0,3%         | 2 886,7      | 2 921,0      | 1,2%         | 2 893,0      | 1,0%           | 3 151,3      | 3 150,0      | 0,0%         |
| <b>EBITDA</b>       | <b>437,3</b> | <b>421,2</b> | <b>-3,7%</b> | <b>473,3</b> | <b>444,4</b> | <b>-6,1%</b> | <b>448,0</b> | <b>-0,8%</b>   | <b>515,8</b> | <b>475,5</b> | <b>-7,8%</b> |
| EBIT                | 314,3        | 301,2        | -4,2%        | 334,9        | 314,8        | -6,0%        | 317,0        | -0,7%          | 370,7        | 334,1        | -9,9%        |
| Zysk (strata) netto | 250,8        | 236,9        | -5,6%        | 254,2        | 247,4        | -2,7%        | 253,0        | -2,2%          | 278,8        | 257,1        | -7,8%        |
| Marża EBITDA        | 16,6%        | 15,9%        |              | 16,4%        | 15,2%        |              | 15,5%        |                | 16,4%        | 15,1%        |              |
| Marża EBIT          | 11,9%        | 11,4%        |              | 11,6%        | 10,8%        |              | 11,0%        |                | 11,8%        | 10,6%        |              |
| Marża zysku netto   | 9,5%         | 9,0%         |              | 8,8%         | 8,5%         |              | 8,7%         |                | 8,8%         | 8,2%         |              |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*poprzednio: rekomendacja z 19.06.2017

## Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2018-2027

|                            | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody [mln PLN]</b> | <b>1 819,6</b> | <b>2 027,1</b> | <b>2 267,4</b> | <b>2 642,6</b> | <b>2 921,0</b> | <b>3 150,0</b> | <b>3 350,9</b> | <b>3 458,1</b> | <b>3 542,5</b> | <b>3 609,7</b> | <b>3 713,9</b> | <b>3 814,9</b> | <b>3 918,0</b> | <b>4 023,2</b> |
| SOG                        | 397,4          | 435,0          | 498,5          | 624,9          | 677,6          | 694,5          | 780,4          | 843,4          | 888,4          | 906,2          | 924,3          | 942,8          | 961,6          | 980,9          |
| SWW                        | 730,7          | 820,7          | 932,3          | 1 137,9        | 1 277,3        | 1 366,2        | 1 397,9        | 1 395,3        | 1 394,2        | 1 404,5        | 1 457,2        | 1 505,3        | 1 554,1        | 1 603,8        |
| SSA                        | 883,7          | 1 027,9        | 1 039,0        | 1 131,1        | 1 251,2        | 1 376,3        | 1 500,2        | 1 545,2        | 1 583,9        | 1 623,5        | 1 664,0        | 1 705,6        | 1 748,3        | 1 792,0        |
| Inne                       | 28,8           | 26,1           | 13,8           | 14,4           | 14,9           | 15,2           | 15,5           | 15,8           | 16,1           | 16,5           | 16,8           | 17,1           | 17,5           | 17,8           |
| Korekty                    | -221,1         | -282,6         | -216,2         | -265,8         | -300,1         | -302,2         | -343,1         | -341,7         | -340,1         | -340,9         | -348,4         | -355,9         | -363,5         | -371,2         |
| zmiana r/r                 | <b>14,2%</b>   | <b>11,4%</b>   | <b>11,9%</b>   | <b>16,5%</b>   | <b>10,5%</b>   | <b>7,8%</b>    | <b>6,4%</b>    | <b>3,2%</b>    | <b>2,4%</b>    | <b>1,9%</b>    | <b>2,9%</b>    | <b>2,7%</b>    | <b>2,7%</b>    | <b>2,7%</b>    |
| SOG                        | 6,9%           | 9,4%           | 14,6%          | 25,4%          | 8,4%           | 2,5%           | 12,4%          | 8,1%           | 5,3%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           |
| SWW                        | 15,7%          | 12,3%          | 13,6%          | 22,1%          | 12,2%          | 7,0%           | 2,3%           | -0,2%          | -0,1%          | 0,7%           | 3,8%           | 3,3%           | 3,2%           | 3,2%           |
| SSA                        | 16,4%          | 16,3%          | 1,1%           | 8,9%           | 10,6%          | 10,0%          | 9,0%           | 3,0%           | 2,5%           | 2,5%           | 2,5%           | 2,5%           | 2,5%           | 2,5%           |
| Inne                       | 14,3%          | -9,4%          | -47,0%         | 4,3%           | 3,5%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           | 2,0%           |
| <b>EBITDA [mln PLN]</b>    | <b>309,3</b>   | <b>336,2</b>   | <b>394,2</b>   | <b>421,2</b>   | <b>444,4</b>   | <b>475,5</b>   | <b>515,1</b>   | <b>534,6</b>   | <b>551,6</b>   | <b>564,7</b>   | <b>572,5</b>   | <b>579,7</b>   | <b>586,9</b>   | <b>594,3</b>   |
| SOG                        | 89,4           | 94,5           | 104,5          | 112,5          | 119,8          | 128,5          | 140,0          | 146,3          | 150,8          | 153,4          | 156,1          | 158,7          | 161,4          | 164,2          |
| SWW                        | 85,2           | 98,9           | 139,2          | 150,0          | 158,9          | 166,9          | 170,0          | 174,3          | 178,6          | 182,2          | 184,9          | 186,8          | 188,6          | 190,5          |
| SSA                        | 145,6          | 157,0          | 160,2          | 172,0          | 175,9          | 191,3          | 216,0          | 225,2          | 233,6          | 240,7          | 243,4          | 246,2          | 249,2          | 252,3          |
| Inne                       | -10,0          | -14,2          | -9,8           | -13,4          | -9,9           | -11,2          | -10,9          | -11,2          | -11,4          | -11,6          | -11,8          | -12,1          | -12,3          | -12,6          |
| korekty                    | -0,8           | 0,0            | 0,1            | 0,1            | -0,3           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |

Źródło: BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

| <b>Bilans [mln PLN]</b>                | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> |
|----------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe                          | 1 395,6     | 1 438,8     | 1 646,5      | 1 693,3      | 1 701,6      | 1 733,2      | 1 759,9      | 1 782,6      | 1 801,8      | 1 818,1      | 1 837,4      | 1 858,7      |
| Wartości niematerialne i prawne        | 69,1        | 65,5        | 63,2         | 60,7         | 58,0         | 58,6         | 59,2         | 59,8         | 60,3         | 60,8         | 61,3         | 61,8         |
| Rzeczowe aktywa trwałe                 | 1 186,6     | 1 240,3     | 1 448,1      | 1 495,8      | 1 515,1      | 1 555,1      | 1 590,5      | 1 622,1      | 1 650,5      | 1 676,0      | 1 698,9      | 1 719,7      |
| Pozostałe aktywa trwałe                | 139,9       | 133,0       | 135,2        | 136,9        | 128,4        | 119,5        | 110,2        | 100,7        | 91,1         | 81,4         | 77,2         | 77,2         |
| Aktywa obrotowe                        | 927,3       | 1 060,5     | 1 146,4      | 1 259,0      | 1 324,3      | 1 366,2      | 1 396,9      | 1 423,7      | 1 461,6      | 1 501,7      | 1 541,7      | 1 572,9      |
| Zapasy                                 | 393,6       | 457,8       | 519,2        | 560,5        | 589,2        | 603,0        | 612,8        | 622,3        | 645,9        | 669,2        | 693,1        | 717,6        |
| Należności krótkoterminowe             | 453,4       | 514,2       | 576,1        | 643,1        | 684,1        | 706,0        | 723,2        | 736,9        | 758,2        | 778,9        | 799,9        | 821,4        |
| Inwestycje krótkoterminowe             | 80,2        | 88,5        | 51,1         | 55,4         | 51,0         | 57,2         | 60,9         | 64,5         | 57,4         | 53,6         | 48,7         | 33,9         |
| - w tym środki pieniężne               | 74,9        | 78,9        | 41,5         | 45,8         | 41,4         | 47,7         | 51,3         | 54,9         | 47,9         | 44,0         | 39,1         | 24,3         |
| 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                           | 2 322,8     | 2 499,4     | 2 792,9      | 2 952,4      | 3 025,8      | 3 099,4      | 3 156,9      | 3 206,3      | 3 263,5      | 3 319,8      | 3 379,1      | 3 431,6      |
| Kapitał (fundusz) własny               | 1 405,4     | 1 362,8     | 1 381,7      | 1 440,9      | 1 503,1      | 1 626,4      | 1 751,6      | 1 879,2      | 2 006,8      | 2 136,4      | 2 268,5      | 2 403,4      |
| Kapitał (fundusz) podstawowy           | 67,5        | 67,7        | 67,7         | 67,7         | 67,7         | 67,7         | 67,7         | 67,7         | 67,7         | 67,7         | 67,7         | 67,7         |
| Zysk z lat ubiegłych                   | 1 313,8     | 1 266,4     | 1 037,9      | 1 087,4      | 1 138,8      | 1 246,0      | 1 359,6      | 1 477,9      | 1 599,8      | 1 724,1      | 1 850,5      | 1 979,1      |
| Zysk (strata) netto                    | 0,0         | 0,0         | 247,4        | 257,1        | 267,9        | 284,1        | 295,7        | 305,0        | 310,6        | 315,9        | 321,7        | 327,8        |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 917,5       | 1 136,0     | 1 410,9      | 1 511,4      | 1 522,9      | 1 473,4      | 1 405,9      | 1 328,0      | 1 257,8      | 1 184,8      | 1 112,2      | 1 030,1      |
| Rezerwy na zobowiązania                | 88,9        | 88,3        | 88,3         | 88,3         | 88,3         | 88,3         | 88,3         | 88,3         | 88,3         | 88,3         | 88,3         | 88,3         |
| Zobowiązania długoterminowe            | 140,4       | 181,0       | 181,0        | 181,0        | 171,0        | 111,0        | 36,0         | 36,0         | 36,0         | 36,0         | 36,0         | 36,0         |
| - w tym zobowiązania oprocentowane     | 138,5       | 179,4       | 179,4        | 179,4        | 169,4        | 109,4        | 34,4         | 34,4         | 34,4         | 34,4         | 34,4         | 34,4         |
| Zobowiązania krótkoterminowe           | 652,1       | 832,0       | 1 106,9      | 1 207,5      | 1 229,0      | 1 239,4      | 1 246,9      | 1 169,0      | 1 098,8      | 1 025,8      | 953,2        | 871,1        |
| - w tym zobowiązania oprocentowane     | 333,9       | 490,1       | 720,1        | 790,1        | 790,1        | 790,1        | 790,1        | 705,1        | 617,6        | 527,6        | 437,6        | 337,6        |
| Pasywa razem                           | 2 322,8     | 2 499,4     | 2 792,9      | 2 952,4      | 3 025,8      | 3 099,4      | 3 156,9      | 3 206,3      | 3 263,5      | 3 319,8      | 3 379,1      | 3 431,6      |

| <b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> |
|------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody netto ze sprzedaży             | 2 267,4     | 2 642,6     | 2 921,0      | 3 150,0      | 3 350,9      | 3 458,1      | 3 542,5      | 3 609,7      | 3 713,9      | 3 814,9      | 3 918,0      | 4 023,2      |
| EBITDA                                   | 394,2       | 421,2       | 444,4        | 475,5        | 515,1        | 534,6        | 551,6        | 564,7        | 572,5        | 579,7        | 586,9        | 594,3        |
| EBIT                                     | 282,3       | 301,2       | 314,8        | 334,1        | 361,3        | 381,1        | 393,8        | 402,8        | 407,2        | 411,3        | 415,8        | 420,8        |
| Saldo działalności finansowej            | -14,8       | -7,2        | -20,8        | -28,2        | -30,9        | -30,7        | -29,0        | -26,7        | -24,1        | -21,6        | -19,0        | -16,4        |
| Zysk (strata) brutto                     | 267,5       | 294,0       | 294,0        | 306,0        | 330,4        | 350,4        | 364,7        | 376,2        | 383,2        | 389,7        | 396,9        | 404,5        |
| Zysk (strata) netto                      | 277,9       | 236,9       | 247,4        | 257,1        | 267,9        | 284,1        | 295,7        | 305,0        | 310,6        | 315,9        | 321,7        | 327,8        |

| <b>CF [mln PLN]</b>                    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> |
|----------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 315,1       | 276,1       | 314,4        | 344,4        | 410,1        | 449,2        | 469,6        | 484,5        | 479,7        | 486,3        | 486,0        | 487,2        |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -270,1      | -187,3      | -334,7       | -186,4       | -170,4       | -193,8       | -193,7       | -193,8       | -194,0       | -194,3       | -194,5       | -194,8       |
| Przepływy z działalności finansowej    | -42,8       | -84,8       | -17,2        | -153,7       | -244,1       | -249,1       | -272,3       | -287,1       | -292,6       | -295,9       | -296,4       | -307,1       |
| Przepływy pieniężne netto              | 2,2         | 4,0         | -37,4        | 4,3          | -4,5         | 6,3          | 3,6          | 3,6          | -7,0         | -3,9         | -4,9         | -14,8        |
| Środki pieniężne na początek okresu    | 72,7        | 74,9        | 78,9         | 41,5         | 45,8         | 41,4         | 47,7         | 51,3         | 54,9         | 47,9         | 44,0         | 39,1         |
| Środki pieniężne na koniec okresu      | 74,9        | 78,9        | 41,5         | 45,8         | 41,4         | 47,7         | 51,3         | 54,9         | 47,9         | 44,0         | 39,1         | 24,3         |

## Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe                | 2017    | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   | 2027P   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody zmiana r/r          | 16,5%   | 10,5%   | 7,8%    | 6,4%    | 3,2%    | 2,4%    | 1,9%    | 2,9%    | 2,7%    | 2,7%    | 2,7%    |
| EBITDA zmiana r/r             | 6,9%    | 5,5%    | 7,0%    | 8,3%    | 3,8%    | 3,2%    | 2,4%    | 1,4%    | 1,2%    | 1,3%    | 1,3%    |
| EBIT zmiana r/r               | 6,7%    | 4,5%    | 6,1%    | 8,1%    | 5,5%    | 3,3%    | 2,3%    | 1,1%    | 1,0%    | 1,1%    | 1,2%    |
| Zysk netto zmiana r/r         | -14,8%  | 4,4%    | 3,9%    | 4,2%    | 6,0%    | 4,1%    | 3,1%    | 1,9%    | 1,7%    | 1,8%    | 1,9%    |
| Marża EBITDA                  | 15,9%   | 15,2%   | 15,1%   | 15,4%   | 15,5%   | 15,6%   | 15,6%   | 15,4%   | 15,2%   | 15,0%   | 14,8%   |
| Marża EBIT                    | 11,4%   | 10,8%   | 10,6%   | 10,8%   | 11,0%   | 11,1%   | 11,2%   | 11,0%   | 10,8%   | 10,6%   | 10,5%   |
| Marża brutto                  | 11,1%   | 10,1%   | 9,7%    | 9,9%    | 10,1%   | 10,3%   | 10,4%   | 10,3%   | 10,2%   | 10,1%   | 10,1%   |
| Marża netto                   | 9,0%    | 8,5%    | 8,2%    | 8,0%    | 8,2%    | 8,3%    | 8,4%    | 8,4%    | 8,3%    | 8,2%    | 8,1%    |
| ROE                           | 17,1%   | 18,0%   | 18,2%   | 18,2%   | 18,2%   | 17,5%   | 16,8%   | 16,0%   | 15,3%   | 14,6%   | 14,0%   |
| ROA                           | 9,5%    | 8,9%    | 8,7%    | 8,9%    | 9,2%    | 9,4%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,5%    | 9,6%    |
| Dług                          | 669,4   | 899,4   | 969,4   | 959,4   | 899,4   | 824,4   | 739,4   | 651,9   | 561,9   | 471,9   | 371,9   |
| D / (D+E)                     | 26,8%   | 32,2%   | 32,8%   | 31,7%   | 29,0%   | 26,1%   | 23,1%   | 20,0%   | 16,9%   | 14,0%   | 10,8%   |
| D / E                         | 36,6%   | 47,5%   | 48,9%   | 46,4%   | 40,9%   | 35,3%   | 30,0%   | 25,0%   | 20,4%   | 16,2%   | 12,2%   |
| Odsetki / EBIT                | -2,4%   | -6,6%   | -8,4%   | -8,5%   | -8,1%   | -7,4%   | -6,6%   | -5,9%   | -5,2%   | -4,6%   | -3,9%   |
| Dług / kapitał własny         | 49,1%   | 65,1%   | 67,3%   | 63,8%   | 55,3%   | 47,1%   | 39,4%   | 32,5%   | 26,3%   | 20,8%   | 15,5%   |
| Dług netto                    | 590,5   | 857,9   | 923,6   | 918,0   | 851,8   | 773,2   | 684,5   | 604,1   | 517,9   | 432,8   | 347,6   |
| Dług netto / kapitał własny   | 43,3%   | 62,1%   | 64,1%   | 61,1%   | 52,4%   | 44,1%   | 36,4%   | 30,1%   | 24,2%   | 19,1%   | 14,5%   |
| Dług netto / EBITDA           | 1,4     | 1,9     | 1,9     | 1,8     | 1,6     | 1,4     | 1,2     | 1,1     | 0,9     | 0,7     | 0,6     |
| Dług netto / EBIT             | 2,0     | 2,7     | 2,8     | 2,5     | 2,2     | 2,0     | 1,7     | 1,5     | 1,3     | 1,0     | 0,8     |
| EV                            | 4 065,9 | 4 342,0 | 4 407,7 | 4 402,1 | 4 335,9 | 4 257,2 | 4 168,6 | 4 088,2 | 4 002,0 | 3 916,9 | 3 831,7 |
| Dług / EV                     | 16,5%   | 20,7%   | 22,0%   | 21,8%   | 20,7%   | 19,4%   | 17,7%   | 15,9%   | 14,0%   | 12,0%   | 9,7%    |
| CAPEX / Przychody             | 11,5%   | 11,5%   | 5,9%    | 5,1%    | 5,6%    | 5,5%    | 5,4%    | 5,2%    | 5,1%    | 5,0%    | 4,8%    |
| CAPEX / Amortyzacja           | 233,7%  | 258,5%  | 132,0%  | 110,9%  | 126,4%  | 122,8%  | 119,9%  | 117,5%  | 115,4%  | 113,7%  | 112,2%  |
| Amortyzacja / Przychody       | 4,5%    | 4,4%    | 4,5%    | 4,6%    | 4,4%    | 4,5%    | 4,5%    | 4,5%    | 4,4%    | 4,4%    | 4,3%    |
| Zmiana KO / Przychody         | 3,9%    | 2,8%    | 2,5%    | 1,5%    | 0,8%    | 0,6%    | 0,5%    | 0,8%    | 0,7%    | 0,7%    | 0,7%    |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 27,6%   | 29,1%   | 35,0%   | 25,0%   | 24,6%   | 24,2%   | 24,9%   | 27,5%   | 27,6%   | 27,7%   | 27,7%   |
| Wskaźniki rynkowe             | 2017    | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   | 2027P   |
| MC/S*                         | 1,3     | 1,2     | 1,1     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 0,9     | 0,9     | 0,9     | 0,9     |
| P/E*                          | 14,7    | 14,1    | 13,6    | 13,0    | 12,3    | 11,8    | 11,4    | 11,2    | 11,0    | 10,8    | 10,6    |
| P/BV*                         | 2,5     | 2,5     | 2,4     | 2,3     | 2,1     | 2,0     | 1,9     | 1,7     | 1,6     | 1,5     | 1,5     |
| P/CE*                         | 9,7     | 9,2     | 8,7     | 8,3     | 8,0     | 7,7     | 7,5     | 7,3     | 7,2     | 7,1     | 6,9     |
| EV/EBITDA*                    | 9,7     | 9,8     | 9,3     | 8,5     | 8,1     | 7,7     | 7,4     | 7,1     | 6,9     | 6,7     | 6,4     |
| EV/EBIT*                      | 13,5    | 13,8    | 13,2    | 12,2    | 11,4    | 10,8    | 10,3    | 10,0    | 9,7     | 9,4     | 9,1     |
| EV/S*                         | 1,5     | 1,5     | 1,4     | 1,3     | 1,3     | 1,2     | 1,2     | 1,1     | 1,0     | 1,0     | 1,0     |
| BVPS                          | 143,2   | 144,8   | 151,0   | 157,4   | 170,3   | 183,4   | 196,8   | 210,1   | 223,7   | 237,5   | 251,6   |
| EPS                           | 24,9    | 25,9    | 26,9    | 28,1    | 29,8    | 31,0    | 31,9    | 32,5    | 33,1    | 33,7    | 34,3    |
| CEPS                          | 37,5    | 39,5    | 41,7    | 44,2    | 45,8    | 47,5    | 48,9    | 49,9    | 50,7    | 51,6    | 52,5    |
| DPS                           | 29,9    | 23,9    | 20,7    | 21,5    | 16,8    | 17,9    | 18,6    | 19,2    | 19,5    | 19,9    | 20,2    |
| Payout ratio                  | 102,5%  | 96,5%   | 80,0%   | 80,0%   | 60,0%   | 60,0%   | 60,0%   | 60,0%   | 60,0%   | 60,0%   | 60,0%   |

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 365,0 PLN



**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**

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

**Adrian Górniak**

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

**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 publikacji | godzina publikacji | kurs  | WIG    |
|-----------|------------------------------|-------------------------|------------------------------|-----------------|--------------------|-------|--------|
| redukuj   | 340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN) | trzymaj                 | 438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN) | 17.05.2018      | 15:02 CEST         | 365,0 | 59 600 |
| trzymaj   | 438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN) | akumuluj                | 344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN) | 19.06.2017      | 11:45 CEST         | 437,7 | 61 060 |
| akumuluj  | 344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN) | akumuluj                | 310,6                        | 02.06.2016      |                    | 313,0 | 44 638 |
| akumuluj  | 310,6                        | trzymaj                 | 305,0                        | 11.02.2016      |                    | 280,1 | 43 859 |
| trzymaj   | 305,0                        | trzymaj                 | 193,9                        | 17.08.2015      |                    | 325,0 | 52 500 |
| trzymaj   | 193,9                        | akumuluj                | 187,5                        | 08.11.2013      |                    | 197,4 | 53 317 |
| akumuluj  | 187,5                        | akumuluj                | 162,8                        | 20.08.2013      |                    | 170,3 | 49 334 |
| akumuluj  | 162,8                        | trzymaj                 | 127,7                        | 08.03.2013      |                    | 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                        | 05.11.2010      |                    | 119,7 | 47 040 |
| redukuj   | 103,2                        | akumuluj                | 118,7                        | 16.02.2010      |                    | 117,5 | 38 760 |
| akumuluj  | 118,7                        | kupuj                   | 103,4                        | 09.11.2009      |                    | 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 |

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

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

#### Słabe i silne strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*: |        |     | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: |      |
|------------------------------------------------------------|--------|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
|                                                            | liczba | %   | liczba                                                                                                                                                        | %    |
| Kupuj                                                      | 3      | 27% | 1                                                                                                                                                             | 100% |
| Akumuluj                                                   | 1      | 9%  | 0                                                                                                                                                             | 0%   |
| Trzymaj                                                    | 1      | 9%  | 0                                                                                                                                                             | 0%   |
| Redukuj                                                    | 5      | 45% | 0                                                                                                                                                             | 0%   |
| Sprzedaj                                                   | 1      | 9%  | 0                                                                                                                                                             | 0%   |

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

**Nota prawna:**

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 17.05.2018 roku (15:02 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.05.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 17.05.2018 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 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 pełni funkcję sponsora emisji dla spółki.
- 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.