Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 72,3 PLN

1 SIERPIEŃ 2018, 14:45 CEST

Kurs Śnieżki od kilkunastu miesięcy znajduje się w konsolidacji. Ostatnie kwartały nie rozpieszczały wynikowo inwestorów (słabe dynamiki sprzedaży, presja surowcowa czy wzrost efektywnej stopy podatkowej). Dodatkowo obecny i planowany wzrost nakładów inwestycyjnych przekłada się na ograniczenie poziomu dywidendy. Część inwestycji jest już jednak bliska ukończenia, co powinno procentować w kolejnych latach (rozbudowa mocy - możliwość szerszego wyjścia na rynki zagraniczne). Swoje dołożyć powinna także za ok. 2 lata inwestycja w usprawnienie logistyki. W krótszym terminie zwracamy uwagę, że podwyżki cen farb są systematycznie wdrażane na rynek, natomiast po stronie głównego surowca (biel tytanowa) presja na dalsze podwyżki wydaje się być ograniczona. Spodziewamy się wyraźnie lepszych r/r wyników za 2Q'18. W całym roku zakładamy, że spółka przekroczy poziom 60 mln PLN zysku netto. Zmieniamy zalecenie z Redukuj na Akumuluj, cenę docelową ustalamy na poziomie 72,3 PLN.

Spółka w 4Q'17 i 1Q'18 pokazała słabsze r/r wyniki. Odpowiadał za to głównie spadek sprzedaży (związany zarówno z długą zimą, jak i wdrażaniem podwyżek cen). Spodziewamy się, że 2Q'18 będzie już sporo lepszy w ujęciu r/r. Spółka już w maju sygnalizowała, że podchodzi z dużym optymizmem do tego okresu. Dodatkowo należy brać pod uwagę niską bazę z ubiegłego roku oraz przełożenie na marżę podwyżek cen. W perspektywie całego 2018 zakładamy kilkuprocentowy wzrost sprzedaży (mimo słabego 1Q'18). Dobry wynik 1H'18 będzie mógł wskazywać, że w całym 2018 roku prawdopodobne może być przekroczenie 60 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że spółka ma jeszcze pole do poprawy rentowności EBITDA – m.in. na bazie inwestycji w centrum logistyczne (co powinno doprowadzić do usprawnienia procesów i spadku wskaźnika koszt/przychody w tym obszarze). W 2018 roku nie zakładamy większego przełożenie na wyniki przejętego w 1H'18 Rafilu (zakupiony głównie w celu uzupełnienia portfolio o farby dachowe). W dłuższym terminie powinny być do osiągnięcie przede wszystkim synergie kosztowe (zakup surowców).

Po stronie surowcowej ceny bieli tytanowej, głównego pigmentu używanego do produkcji farb, od początku 2016 roku systematycznie zaczęły odbijać z poziomów najniższych od początku 2002 roku. Na przełomie 2Q'18 ceny były już niewiele niższe niż w czasie poprzedniej hossy w latach 2011-12. Cyklicznie wysokie marże producentów bieli powinny skłaniać do zwiększenia podaży na rynku, wzrosła także skłonność producentów farb do podejmowanie działań optymalizujących formuły. Zwracamy także jednocześnie uwagę, że w ostatnich miesiącach rośnie indeks cenowy dla farb prezentowany przez PSB (+6% r/r w czerwcu'18). Podwyżki na rynek implementują także duzi zachodni konkurenci. Uważamy, że efekt ich wdrażania w przypadku Śnieżki będzie widoczny w wynikach 2Q'18/.

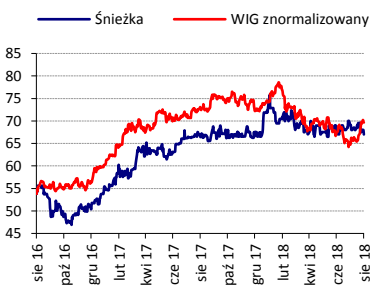
W latach 2018-19 należy zakładać wyższy CAPEX ze względu zwiększenie mocy produkcyjnych oraz budowę nowego centrum logistycznego (inwestycja pozwoli usprawnić dystrybucję wyrobów i w średnim terminie powinna przyczynić się do rozwoju sprzedaży). W 2018 roku spółka ograniczyła dywidendę do 2,2 PLN/akcję. Podobny poziom zakładamy w 2019 roku. Powrotu do 3,0 PLN i wyżej spodziewamy się od 2020 roku. Zwracamy uwagę, że wskaźnik dług netto/EBITDA jest w spółce na dość bezpiecznym poziomie i nie spodziewamy się, by miał przekroczyć 0,8x na koniec 2019 roku.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	550,1	575,6	567,0	582,5	607,7	630,4
EBITDA [mln PLN]	83,3	82,6	89,8	97,3	102,7	109,1
EBIT [mln PLN]	65,2	64,7	73,9	80,6	84,8	88,7
Zysk netto [mln PLN]	48,0	53,1	55,9	61,7	64,8	68,1
P/BV	4,1	3,8	3,7	3,2	2,8	2,5
P/E	17,6	15,9	15,1	13,7	13,0	12,4
EV/EBITDA	10,7	10,8	10,0	9,3	9,0	8,2
EV/EBIT	13,7	13,8	12,2	11,3	10,9	10,1

Wycena DCF [PLN]	70,3
Wycena porównawcza [PLN]	77,1
Wycena końcowa [PLN]	**72,3**
Potencjał do wzrostu / spadku	**8%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	67,0
Kapitalizacja [mln PLN]	845,4
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	72,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	66,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-0,2%
Struktura akcjonariatu:	
Cymbor Stanisław	20,1%
Pater Jerzy	20,1%
OFE Aviva	11,6%
Mikrut Rafał	9,9%
Mikrut Piotr	9,9%
Virtus KAR Int. Small-Cap Fund	6,2%
Pozostali	22,0%

Stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

Krzysztof Pado
pado@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-32
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



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.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
OTOCZENIE MAKRO I SUROWCOWE 9
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'18 I KOLEJNE OKRESY 11
DANE FINANSOWE 14

WYCENA I PODSUMOWANIE

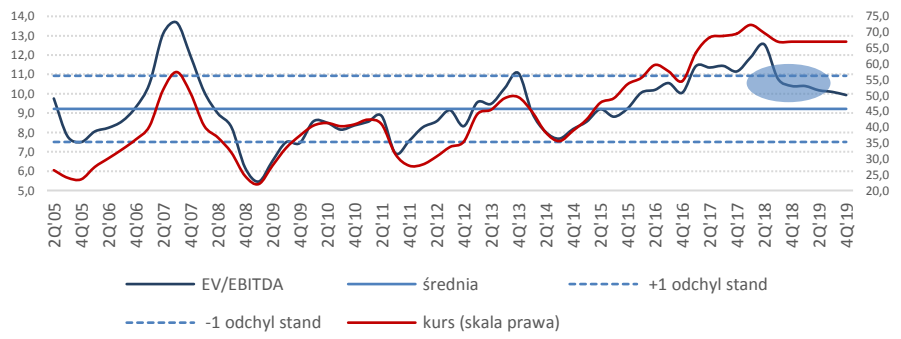
Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 77,1 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 70,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki europejskich (50%) oraz amerykańskich producentów farb (17%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 72,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	**70%**	**70,3**
Wycena metodą porównawczą, w tym:	**30%**	**77,1**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	40,0
- wycena do europejskich producentów farb	50%	98,3
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	87,6
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		**72,3**

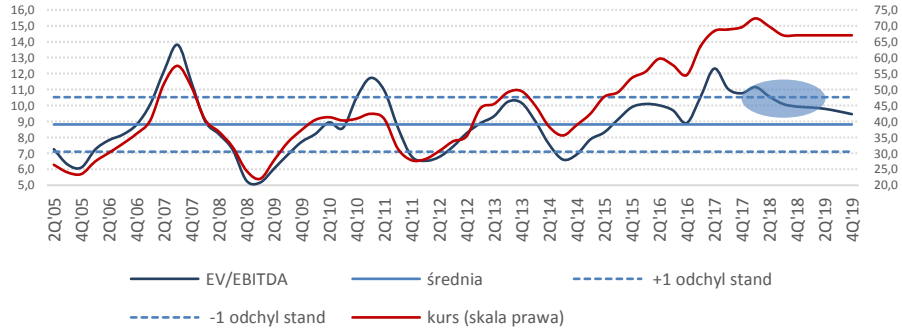
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



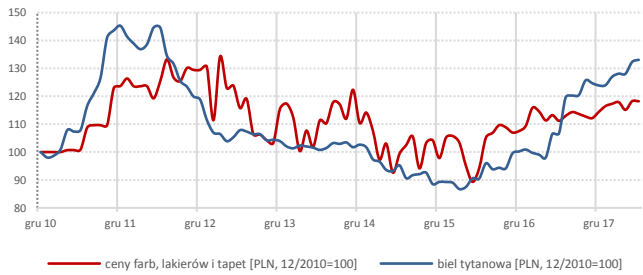
Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'18 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z poprzednich 4Q

Zachowanie kursu a EV/EBITDA(4Q do przodu łącznie z bieżącym)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 3Q'18 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z następnych 4Q

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

W 2017 i na początku 2018 roku zarówno bieżący jak i wyprzedzający wskaźnik EV/EBITDA skłaniały do ostrożnego podejścia do akcji spółki.

Obecny poziom wyceny w naszej opinii już dużo bardziej akceptowalny, tym bardziej, że spółka handlowana jest z dyskontem do podmiotów zagranicznych (zarówno europejskich, jak i amerykańskich – wskaźniki prezentujemy w wycenie porównawczej).

Zwracamy uwagę, że wykresy obok uwzględniają średnioroczny dług netto (na przestrzeni roku najniższy dług jest, podobnie jak dla innych spółek z branży, na koniec 4Q').

Ceny bieli tytanowej, głównego pigmentu (wszystkie pigmenty to ok. 1/3 kosztów materiałowych producentów farb), od początku 2016 roku systematycznie zaczęły odbijać z poziomów najniższych od początku 2002 roku.

Obecnie benchmarkowe ceny bieli są na poziomie ok. 3,0 EUR/kg (+22% r/r). To poziomy już mniej niż 10% niższe niż w czasie poprzedniej hossy na tym surowcu z lat 2011-12. Jednocześnie marże producentów bieli także zbliżają się do cyklicznych szczytów (obecnie rentowność EBITDA takich podmiotów jak Chemours, Venator, Tronox czy Kronos wyraźnie przekracza 20%, podczas gdy w słabszych latach wynosiła <10%). Zakładany stopniowy powrót na rynek fińskiej fabryki Venatora oraz wzrost mocy produkcyjnych mogą przełożyć się na presję cenową w najbliższych kwartałach.

Zwracamy jednocześnie uwagę, że systematycznie rośnie także indeks cenowy dla farb prezentowany przez PSB. W czerwcu'18 ceny były o 6% wyższe r/r. Śnieżka podwyżki cen wprowadzała głównie na przestrzeni 1Q'18 i 2Q'18. Podwyżki sygnalizują także konkurenci jak Akzo czy Tikkurila.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W 2018 roku zakładamy 582 mln PLN przychodów. W kolejnych latach zakładamy przyrosty sprzedaży na poziomie CAGR'27/18=2,9% (zwracamy uwagę, że w 2018 roku spółka przejęła kontrolę na Rafilem oraz jest w trakcie procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych).
- Spodziewamy się, że w 2018 roku marża brutto ze sprzedaży wyniesie 40,5-41,0%. W kolejnych latach zakładamy utrzymanie zbliżonego poziomu. Zwracamy uwagę, że ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa, ropopochodne) są obecnie na relatywnie wysokich poziomach. Mimo to spółce udało się na przestrzeni ostatnich lata systematycznie zwiększać marżę, m.in. dzięki zmianom w portfolio produktowym i polityce cenowo-sprzedażowej (przesunięcie popytu w kierunku wyżej marżowych produktów), działaniom optymalizującym oraz relatywnie niskiej ekspozycji na koszty pracy. Zakładamy, że spółka ma jeszcze pole do poprawy rentowności EBITDA – m.in. na bazie inwestycji w centrum logistyczne (co powinno doprowadzić do usprawnienia procesów i spadku wskaźnika koszt/przychody w tym obszarze).
- CAPEX netto spółki w 2018 roku zakładamy na poziomie około 55 mln PLN (uwzględniamy tu nabycie akcji Rafilu – objęcie emisji za 2,5 mln PLN + skup akcji od akcjonariuszy mniejszościowych oraz zakup działki za 14,5 mln PLN i sprzedaż innej działki za 5,4 mln PLN – zarząd zmienił lokalizację inwestycji w centrum logistyczne). W sprawozdaniu za 2017 rok zarząd podawał jako planowaną wartość inwestycji na 2018 rok 91 mln PLN, jednak zakładamy, że część tego planu przesunie się na 2019 rok. W kolejnym (2019) roku zakładamy, że CAPEX wzrośnie do 68 mln PLN. W kolejnych latach zakładamy głównie CAPEX odtworzeniowy (przychody w naszym modelu rosną w tempie inflacyjnym). W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2027 roku. Model nie uwzględnia akwizycji innych niż Rafil.
- Zakładamy 19% stopę podatkową.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 1 sierpnia 2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 886,6 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 70,3 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	582,5	607,7	630,4	648,8	667,8	687,3	704,7	719,8	735,1	750,4
EBIT [mln PLN]	80,6	84,8	88,7	91,0	92,9	95,9	98,9	101,4	104,0	106,5
Stopa podatkowa*	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,3	16,1	16,9	17,3	17,6	18,2	18,8	19,3	19,8	20,2
NOPLAT [mln PLN]	65,3	68,7	71,8	73,7	75,2	77,7	80,1	82,2	84,2	86,3
Amortyzacja [mln PLN]	16,7	18,0	20,5	23,7	24,2	24,1	24,1	24,2	24,4	24,5
CAPEX* [mln PLN]	-54,6	-67,5	-24,5	-23,8	-24,3	-24,3	-24,3	-24,4	-24,5	-24,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-4,5	-5,1	-4,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,3	-2,9	-2,9	-2,9
FCF [mln PLN]	22,8	14,1	63,7	70,3	71,6	73,9	76,7	79,1	81,2	83,3
DFCF [mln PLN]	22,1	12,6	52,6	53,6	50,3	47,8	45,7	43,4	40,9	38,4
Suma DFCF [mln PLN]	407,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1214,3		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2,0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	560,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	968,2									
Dług netto 2017 [mln PLN]	53,8									
Dywidenda 2018 [mln PLN]	27,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	**886,6**									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**70,3**									
Przychody zmiana r/r	2,7%	4,3%	3,7%	2,9%	2,9%	2,9%	2,5%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	9,0%	5,2%	4,6%	2,6%	2,1%	3,3%	3,1%	2,5%	2,5%	2,4%
FCF zmiana r/r*	-36,8%	-38,4%	352,9%	10,5%	1,8%	3,2%	3,8%	3,2%	2,6%	2,5%
Marża EBITDA	16,7%	16,9%	17,3%	17,7%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Marża EBIT	13,8%	14,0%	14,1%	14,0%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%
Marża NOPLAT	11,2%	11,3%	11,4%	11,4%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%
CAPEX / Przychody	9,4%	11,1%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%
CAPEX / Amortyzacja	326,9%	375,9%	119,8%	100,3%	100,5%	100,7%	100,7%	100,6%	100,4%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	0,8%	0,8%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	29,1%	20,1%	18,3%	17,9%	18,5%	18,7%	18,9%	19,0%	19,0%	19,0%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *uwzględnia nabycie akcji Rafil S.A. oraz sprzedaż nieruchomości w 2Q'18*

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	79,7%	81,5%	84,4%	86,6%	88,3%	90,1%	92,4%	94,8%	97,1%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	20,3%	18,5%	15,6%	13,4%	11,7%	9,9%	7,6%	5,2%	2,9%	0,0%
WACC	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	59,7	63,4	67,9	73,7	81,3	91,6	106,5	129,9	172,1
	0,8	56,3	59,6	63,5	68,5	74,8	83,3	95,2	113,0	142,7
	0,9	53,3	56,1	59,6	63,8	69,2	76,3	85,9	99,8	121,7
	1,0	50,5	53,0	56,0	59,7	64,3	70,3	78,2	89,3	105,9
	1,1	47,9	50,2	52,8	56,0	60,0	65,1	71,6	80,6	93,6
	1,2	45,6	47,6	49,9	52,7	56,2	60,5	66,0	73,4	83,8
	1,3	43,4	45,2	47,2	49,7	52,7	56,5	61,2	67,3	75,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	63,4	67,6	72,9	79,7	88,8	101,6	120,7	152,5	216,2
	4%	56,3	59,6	63,5	68,5	74,8	83,3	95,2	113,0	142,7
	5%	50,5	53,0	56,0	59,7	64,3	70,3	78,2	89,3	105,9
	6%	45,6	47,6	49,9	52,7	56,2	60,5	66,0	73,4	83,8
	7%	41,4	43,0	44,8	47,0	49,6	52,9	56,9	62,1	69,0
	8%	37,7	39,0	40,5	42,3	44,3	46,8	49,8	53,6	58,4
	9%	34,6	35,6	36,9	38,2	39,9	41,8	44,1	46,9	50,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	125,6	116,5	108,5	101,6	95,4	89,8	84,9	80,4	76,3
	4%	106,1	97,4	89,8	83,3	77,6	72,6	68,1	64,1	60,5
	5%	91,6	83,3	76,3	70,3	65,1	60,5	56,5	52,9	49,7
	6%	80,4	72,6	66,0	60,5	55,7	51,5	47,9	44,7	41,8
	7%	71,4	64,1	58,0	52,9	48,5	44,7	41,3	38,4	35,8
	8%	64,1	57,2	51,5	46,8	42,7	39,2	36,2	33,5	31,1
	9%	58,0	51,5	46,2	41,8	38,0	34,8	32,0	29,5	27,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki europejskich (waga 50%) oraz amerykańskich producentów farb (waga 17%, zmniejszyliśmy wagę amerykańskich producentów względem europejskich ze względu na bardzo mocno odbiegające od historycznych średnich wyceny tamtejszych spółek). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikowi P/E przypisana została waga 30%, natomiast dla EV/EBITDA jest to 70%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

Brak na GPW innych podmiotów z branży farb. Zagraniczne spółki mają często inną ekspozycję produktową (większy udział farb przemysłowych, produkcja także innych chemikaliów) oraz geograficzną (ekspozycja globalna a nie regionalna). W porównaniu z częścią zagranicznych producentów farb (AkzoNobel, PPG, RPM), którzy w swoim asortymencie oferują także szeroki zakres specjalistycznych chemikaliów i innych produktów, działalność Śnieżki jest wyraźnie mniej zdywersyfikowana. Jednakże z drugiej strony działalność spółki daje ekspozycję na rozwojowe rynki CEE (zużycie farb w Polsce w przeliczeniu na 1 mieszkańca jest o około 1/3 niższe niż w Europie Zachodniej a na Ukrainie 2-krotnie niższe niż w Polsce), które jednocześnie charakteryzują się podwyższonym ryzykiem politycznym i gospodarczym. Uważamy, że najbardziej porównywalnym do Śnieżki podmiotem jest fińska Tikkurila - głównie farby dekoracyjne, wysoka ekspozycja na kraje Europę Środkową i Wschodnią, profil dywidendowy.

Śnieżka posiada mocną pozycję na relatywnie stabilnym rynku (popyt na farby to głównie rynek remontowy, zużycie farb w Polsce i na Ukrainie jest wyraźnie niższe niż w Europie Zachodniej), gdzie jest ostatnim dużym niezależnym podmiotem. Uważamy, że takie warunki stwarzają możliwość zainteresowania się spółką przez inwestorów branżowych lub finansowych (w 1Q'12 spółka informowała o rozmowach z inwestorem branżowym, które zakończyły się bez porozumienia).

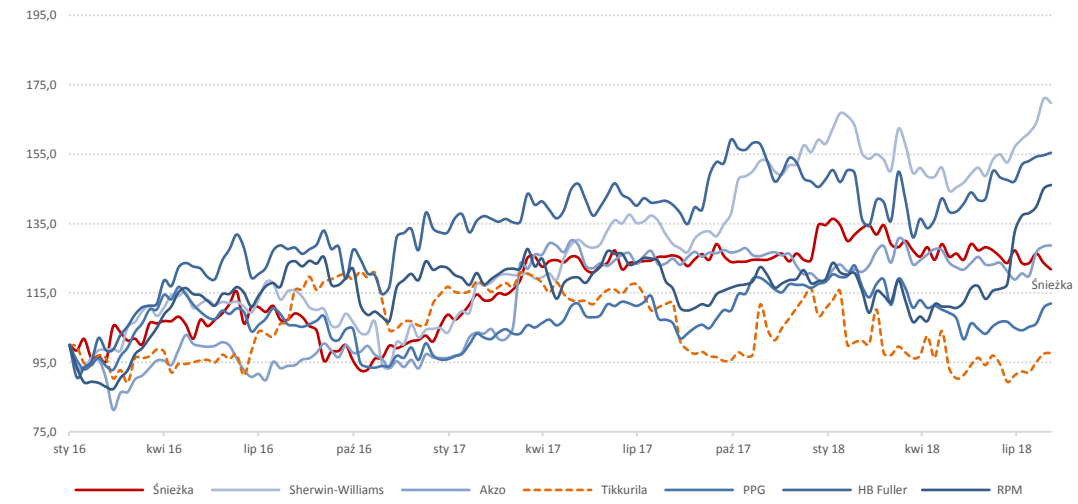
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 972,8 mln PLN, czyli 77,1 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		**77,1**
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	40,0
- wycena do europejskich producentów farb	50%	98,3
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	87,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursów od początku 2016 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	**2019P**	**2020P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Ferro	7,4	7,2	7,0	6,1	5,9	5,6
Selena FM	11,8	8,1	7,0	5,9	5,0	4,4
Mediana	**9,6**	**7,6**	**7,0**	**6,0**	**5,4**	**5,0**
Śnieżka	13,7	13,0	12,4	9,3	9,0	8,2
Premia/dyskonto dla Śnieżki	43,0%	70,6%	77,0%	55,3%	66,0%	64,4%
Wycena wg wskaźnika	46,8	39,3	37,9	41,4	37,9	39,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**41,3**			**39,5**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**40,0**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	**2019P**	**2020P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Akzo Nobel	26,7	18,5	15,3	16,9	12,6	10,3
Tikkurrila	23,5	18,4	16,0	13,9	11,5	10,7
Mediana	**25,1**	**18,4**	**15,6**	**15,4**	**12,1**	**10,5**
Śnieżka	13,7	13,0	12,4	9,3	9,0	8,2
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-45,4%	-29,1%	-20,5%	-39,4%	-25,5%	-21,3%
Wycena wg wskaźnika	122,7	94,6	84,3	113,8	92,0	86,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**100,5**			**97,4**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**98,3**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, szacunki własne

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

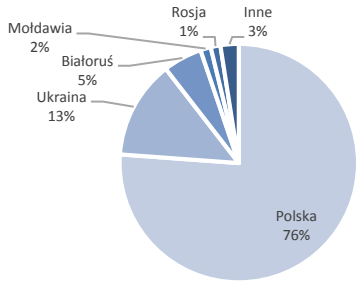
	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	**2019P**	**2020P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
PPG	17,6	16,2	15,0	12,0	11,0	10,3
RPM	20,0	16,5	15,9	13,1	11,4	10,9
Sherwin Williams	22,5	19,5	17,5	16,4	14,3	13,0
HB Fuller	17,0	13,7	11,5	10,7	9,2	8,0
Mediana	**18,8**	**16,4**	**15,4**	**12,5**	**11,2**	**10,6**
Śnieżka	13,7	13,0	12,4	9,3	9,0	8,2
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-27,1%	-20,4%	-19,5%	-25,7%	-19,7%	-22,3%
Wycena wg wskaźnika	91,9	84,2	83,2	91,9	85,0	87,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**86,4**			**88,1**	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**87,7**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

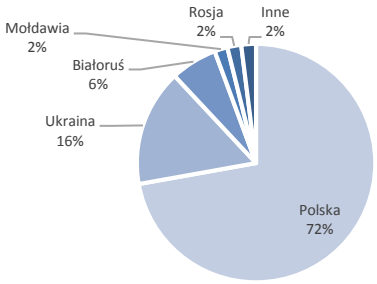
OTOCZENIE MAKRO I SUROWCOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2017 roku Śnieżka wypracowała tu 433 mln PLN przychodów, co oznaczało 76% sprzedaży skonsolidowanej. W 1Q'18 sprzedaż na rynku polskim spadła o 12% r/r. Spodziewamy się, ze kolejne kwartały przyniosą już dodatnie dynamiki (niska baza plus rozpoczęcie konsolidacji Rafilu, który generuje ok. 19-20 mln PLN przychodów/rok). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to: Ukraina (13% przychodów spółki w 2017) oraz Białoruś (5%). Rynki te mają obecnie sporo mniejsze znaczenie niż jeszcze kilka lat temu (np. w latach 2012-13 udział rynku polskiego wynosił <65%), a gospodarki tych krajów pozostają mało stabilne.

Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)

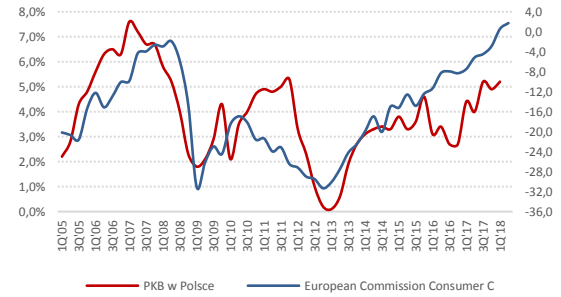


Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



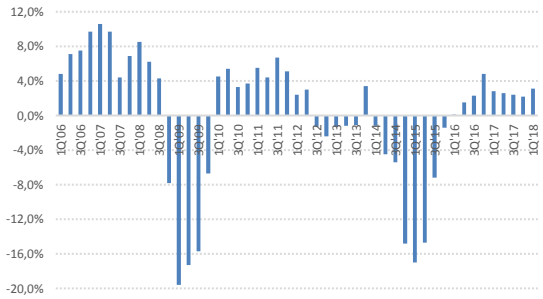
Źródło: BDM S.A.. spółka

PKB w Polsce r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



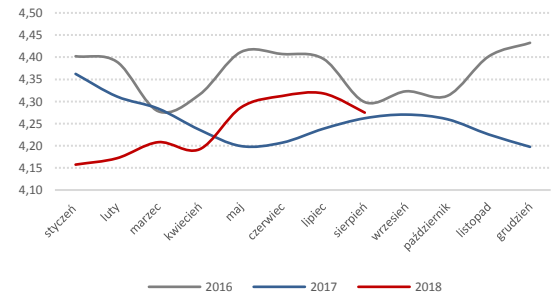
Źródło: BDM S.A.. spółka

PKB na Ukrainie r/r



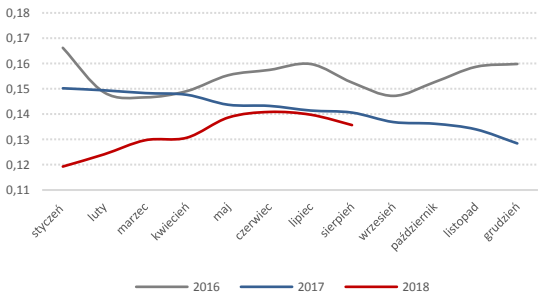
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

EUR/PLN



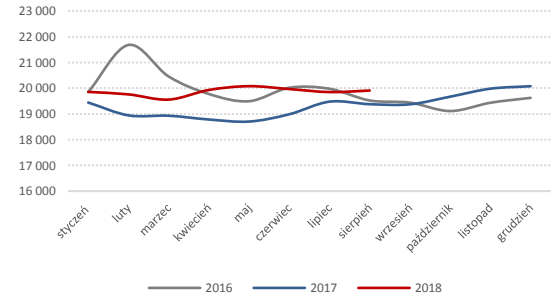
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

UAH/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

USD/BYR



Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

Surowce

Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 65% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo zbliżona) szacunkowo największy koszt w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Po około 10% udziału w koszcie wytworzenia mają rozpuszczalniki, inne dodatki oraz opakowania (plastik lub metal).

Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb

	szacunkowy udział w koszcie
Opakowanie	12%
Rozpuszczalniki	11%
Żywice	35%
Pigmenty (w tym biel)	31%
Dodatki	10%

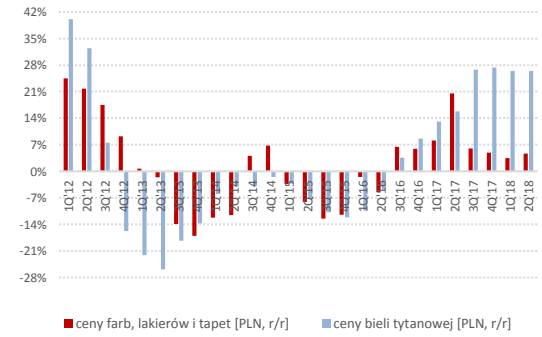
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Ceny bieli wyrażone w EUR od lutego ustabilizowały się w okoli 2,9-3,0 EUR/kg. Poprzednio takie poziomy notowano w końcówce 2012 roku. Na przestrzeni ostatnich 24 miesięcy producentom (w 1H'16 duża ich część działała poniżej break-even, gdy ceny spadły do poziomów z 2002 roku) udało się stopniowo wprowadzić na rynek podwyżki cen (w czym pomogły redukcje mocy produkcyjnych przy wzroście popytu czy także pożar dużej fabryki Huntsmana/Venatora w Finlandii, która jest stopniowo odbudowywana). Obecne poziomy cen bieli są już mniej niż 10% niższe niż w czasie poprzedniej hossy na tym surowcu z lat 2011-12. Jednocześnie marże producentów bieli także zbliżają się do cyklicznych szczytów (obecnie rentowność EBITDA takich podmiotów jak Chemours, Venator, Tronox czy Kronos wyraźnie przekracza 20%, podczas gdy w słabszych latach wynosiła <10%). Zakładany stopniowy powrót na rynek fińskiej fabryki Venatora oraz wzrost mocy produkcyjnych mogą przełożyć się na presję cenową w najbliższych kwartałach.

Spora cześć pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny historycznie są w różnym stopniu powiązane z naftą – ostatnie wzrosty ceny ropy wpływają na wprowadzanie podwyżek przez ich producentów.

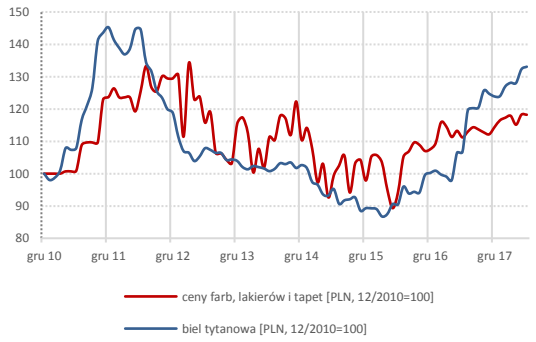
Cenniki surowców tworzone są globalnie, ich wzrosty/spadki odczuwa także zachodnia konkurencja na rynku polskim. Zwracamy uwagę, że systematycznie rośnie także indeks cenowy dla farb prezentowany przez PSB. W czerwcu'18 ceny były o 6% wyższe r/r. Śnieżka podwyżki cen wprowadzała głównie na przestrzeni 1Q'18 i 2Q'18. Podwyżki sygnalizują także konkurenci jak Akzo czy Tikkurila.

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



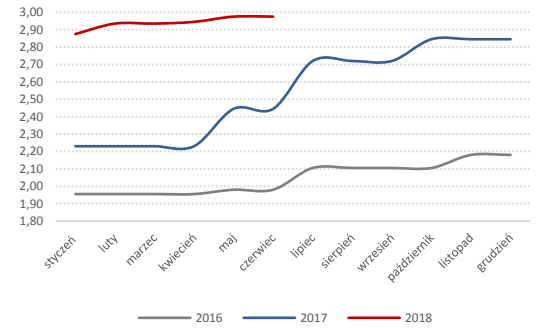
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



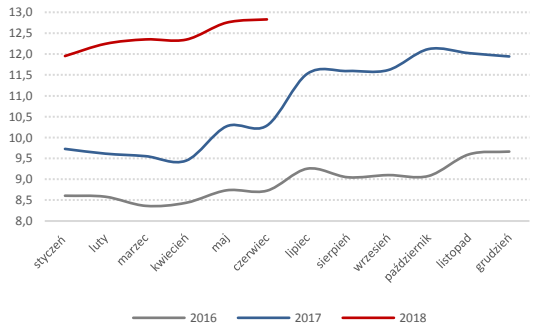
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



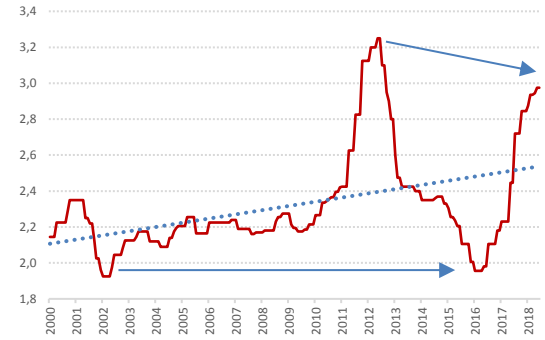
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Europa, PLN/kg]



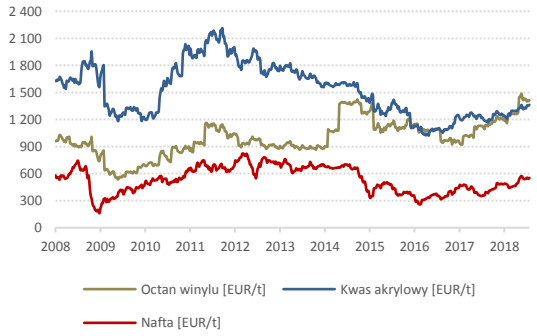
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

Ceny bieli w długim terminie [Europa, EUR/kg]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, Bloomberg

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'18 I KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na 2Q'2018

	2Q'17	2Q'18P	zmiana r/r	1H'17	1H'18P	zmiana r/r
Przychody	161,4	180,7	11,9%	295,4	299,1	1,2%
Wynik brutto na sprzedaży	66,1	77,2	16,9%	117,6	123,3	4,8%
EBITDA	21,7	32,9	51,4%	47,8	51,8	8,3%
EBIT	18,0	28,7	59,5%	39,7	43,2	8,7%
Zysk brutto	18,8	28,1	49,6%	37,0	40,8	10,1%
Zysk netto	15,5	22,5	45,5%	30,8	32,7	6,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	40,9%	42,8%		39,8%	41,2%	
Marża EBITDA	13,4%	18,2%		16,2%	17,3%	
Marża EBIT	11,1%	15,9%		13,4%	14,4%	
Marża zysku netto	9,6%	12,5%		10,4%	10,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka w 4Q'17 i 1Q'18 pokazała słabsze r/r wyniki. Odpowiadał za to głównie spadek sprzedaży (związany zarówno ze słabszą pogodą na początku roku – długa zima do marca, jak i podwyżkami cen, która spółka wprowadziła na przestrzeni 1Q'18 głównie w kanale tradycyjnym, jak i w 2Q'18 u pozostałych odbiorców).

Spodziewamy się, że 2Q'18 będzie już sporo lepszy w ujęciu r/r. Spółka już w maju sygnalizowała, że podchodzi z dużym optymizmem do tego okresu. Dodatkowo należy brać pod uwagę niską bazę z ubiegłego roku (w 2Q'17 wprowadzono podwyżki cen, co wpłynęło na spore zatowarowanie klientów w 1Q'17) oraz zapowiadaną konsolidację wyniku Rafilu (aczkolwiek wpływ może nie być znaczący, spółka generuje 20 mln PLN/rok, przy czym część asortymentu pokrywa się ze Śnieżką).

Zwracamy także uwagę na podwyżki cen, które weszły z życie w 1 i 2Q'18. Według PSB średnie ceny farb były w czerwcu o ponad 6% wyższe r/r. Na podwyżki cen i wzrost marży w kategorii farb dekoracyjnych wskazało także AkzoNobel w raporcie za 2Q'18 (na 2018 roku podwyżki zapowiadała też wcześniej m.in. Tikkurila). Po znacznym wzrostach w 2017 roku ustabilizowały się w ostatnich miesiącach ceny bieli tytanowej (na 2H'18 zapowiadane są nawet możliwe korekcyjne obniżki).

Zakładamy, że w 2Q'18 sprzedaż wyniesie ponad 180 mln PLN, przy wyższej r/r o 1,5-2 pkt proc marży brutto. Na poziomie kosztów SG&A zakładamy lekki wzrost (poniżej wzrostu przychodów). Na poziomie salda pozostałej działalności spółka powinna mieć tradycyjnie lekko ujemny wynik. Ewentualnie mogą pojawić się także księgowe rozliczenia związane z przejęciem większościowego udziału w Rafilu, aczkolwiek nie uwzględniamy ich w naszych prognozach. Na poziomie EBIT prognozujemy wzrost z 18,0 mln PLN na 28,7 mln PLN, co jest pokłosiem wysokiej dźwigni operacyjnej. Na saldzie finansowym zakładamy do -1 mln PLN (w zeszłym roku było +0,7 mln PLN). Zwracamy uwagę, że efektywna stopa podatku będzie teraz już wynosić standardowe 19% (do 3Q'17 spółka korzystała z amortyzacji znaku towarowego). Na poziomie wyniku netto zakładamy ok. 22-23 mln PLN.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	**134,1**	**161,4**	**180,5**	**91,1**	**118,4**	**180,7**	**187,8**	**95,6**	**573,9**	**546,0**	**550,1**	**575,6**	**567,0**	**582,5**	**607,7**	**630,4**	**648,8**
Polska	104,8	122,2	137,8	67,9	92,0	139,3	143,6	70,9	367,5	393,7	425,2	445,9	432,8	445,8	465,8	484,4	499,0
Ukraina	16,1	20,2	23,9	13,4	16,1	20,8	24,4	14,1	126,8	74,8	64,2	71,2	73,7	75,4	78,0	80,0	82,0
Białoruś	7,2	8,5	9,3	5,0	6,4	9,3	9,7	5,1	49,0	47,5	33,9	28,3	29,9	30,5	31,6	32,4	33,2
Rosja	1,8	3,5	2,0	1,2	0,6	4,0	2,2	1,5	15,6	12,2	9,2	10,4	8,5	8,3	8,5	8,6	8,8
pozostałe	4,0	7,0	7,5	3,6	3,3	7,2	8,0	4,0	15,0	17,8	17,6	19,9	22,2	22,5	23,8	24,9	25,9
Zmiana r/r																	
Przychody	8,0%	-9,8%	1,0%	-2,9%	-11,7%	11,9%	4,1%	5,0%	-0,5%	-4,9%	0,8%	4,6%	-1,5%	2,7%	4,3%	3,7%	2,9%
Polska	6,3%	-13,9%	1,3%	-2,1%	-12,3%	14,0%	4,2%	4,3%	-0,5%	7,1%	8,0%	4,8%	-2,9%	3,0%	4,5%	4,0%	3,0%
Ukraina	15,7%	2,2%	1,4%	-3,7%	-0,4%	2,9%	1,9%	5,4%	-4,0%	-41,0%	-14,1%	10,9%	3,4%	2,3%	3,5%	2,5%	2,5%
Białoruś	9,1%	10,0%	5,0%	-3,0%	-10,8%	10,0%	4,0%	3,1%	15,3%	-3,1%	-28,6%	-16,7%	5,9%	2,0%	3,5%	2,5%	2,5%
Rosja	19,5%	-17,5%	-39,8%	-15,1%	-65,3%	15,0%	10,0%	26,7%	0,4%	-22,1%	-24,7%	13,5%	-18,7%	-2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	17,8%	30,8%	6,1%	-9,9%	-18,5%	3,0%	7,0%	10,3%	-13,0%	18,9%	-1,3%	13,2%	11,5%	1,6%	5,7%	4,7%	3,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	51,5	66,1	71,5	36,3	46,0	77,2	75,9	38,1	213,2	202,4	209,9	223,8	225,4	237,3	247,0	256,7	263,6
marża	38,4%	40,9%	39,6%	39,9%	38,9%	42,8%	40,4%	39,9%	37,1%	37,1%	38,2%	38,9%	39,8%	40,7%	40,7%	40,7%	40,6%
SG&A	31,4	46,6	40,7	33,5	30,8	47,1	41,7	35,2	151,5	140,6	143,5	157,5	152,2	154,6	160,4	166,1	170,6
Zysk na sprzedaży	20,1	19,5	30,8	2,8	15,2	30,2	34,2	3,0	61,7	61,8	66,4	66,3	73,2	82,6	86,6	90,6	92,9
EBITDA	**26,1**	**21,7**	**34,7**	**7,3**	**18,9**	**32,9**	**38,1**	**7,6**	**78,0**	**76,4**	**83,3**	**82,6**	**89,8**	**97,3**	**102,7**	**109,1**	**114,7**
marża	**19,5%**	**13,4%**	**19,2%**	**8,1%**	**16,0%**	**18,2%**	**20,3%**	**7,9%**	**13,6%**	**14,0%**	**15,1%**	**14,4%**	**15,8%**	**16,7%**	**16,9%**	**17,3%**	**17,7%**
EBIT	21,7	18,0	30,7	3,5	14,5	28,7	33,9	3,5	58,8	58,5	65,2	64,7	73,9	80,6	84,8	88,7	91,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W perspektywie całego 2018 zakładamy kilkuprocentowy wzrost sprzedaży (do 582 mln PLN). Dobry wynik 1H'18 może wskazywać, że w całym 2018 roku prawdopodobne może być przekroczenie 60 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że w 2018 roku marża brutto ze sprzedaży wyniesie 40,5-41,0%. W kolejnych latach zakładamy utrzymanie zbliżonego poziomu. Zwracamy uwagę, że ceny surowców używanych przez spółkę (m.in. biel tytanowa, ropopochodne) są obecnie na relatywnie wysokich poziomach. Mimo to spółce udało się na przestrzeni ostatnich lata systematycznie zwiększać marżę, m.in. dzięki zmianom w portfolio produktowym i polityce cenowo-sprzedażowej (przesunięcie popytu w kierunku wyżej marżowych produktów), działaniom optymalizującym oraz relatywnie niskiej ekspozycji na koszty pracy.

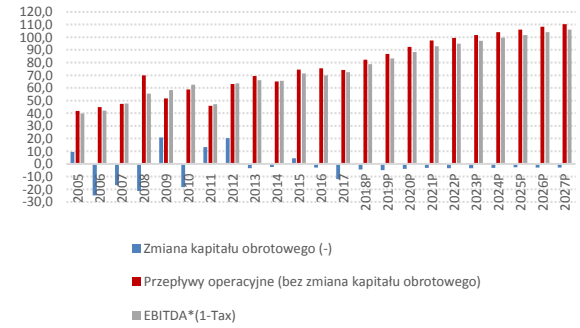
Zakładamy, że spółka ma jeszcze pole do poprawy rentowności EBITDA – m.in. na bazie inwestycji w centrum logistyczne (co powinno doprowadzić do usprawnienia procesów i spadku wskaźnika koszt/przychody w tym obszarze). CAPEX netto spółki w 2018 roku zakładamy na poziomie około 55 mln PLN netto (uwzględniamy tu nabycie akcji Rafilu – objęcie emisji za 2,5 mln PLN + skup akcji od akcjonariuszy mniejszościowych oraz zakup działki za 14,5 mln PLN i sprzedaż innej działki za 5,4 mln PLN – zarząd zmienił lokalizację inwestycji w centrum logistyczne). W sprawozdaniu za 2017 rok zarząd podawał jako planowaną wartość inwestycji na 2018 rok 91 mln PLN, jednak zakładamy, że część tego planu przesunie się na 2019 rok. W kolejnym (2019) roku zakładamy, że CAPEX wzrośnie do 68 mln PLN. W kolejnych latach zakładamy głównie CAPEX odtworzeniowy (przychody w naszym modelu rosną w tempie inflacyjnym).

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

	2017P poprzednio*	2017 raport	odchylenie	2018P poprzednio*	2018P aktualnie	zmiana	2019P poprzednio*	2019P aktualnie	zmiana
Przychody	585,0	567,0	-3,1%	609,5	582,5	-4,4%	630,6	607,7	-3,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	228,5	225,4	-1,4%	235,8	237,3	0,6%	243,0	247,0	1,7%
EBITDA	91,6	89,8	-1,9%	92,0	97,3	5,7%	97,0	102,7	5,9%
EBIT	73,4	73,9	0,7%	72,7	80,6	10,8%	75,0	84,8	13,0%
Zysk (strata) netto	58,6	55,9	-4,6%	58,6	61,7	5,2%	60,6	64,8	6,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	39,1%	39,8%		38,7%	40,7%		38,5%	40,7%	
Marża EBITDA	15,7%	15,8%		15,1%	16,7%		15,4%	16,9%	
Marża EBIT	12,5%	13,0%		11,9%	13,8%		11,9%	14,0%	
Marża zysku netto	10,0%	9,9%		9,6%	10,6%		9,6%	10,7%	

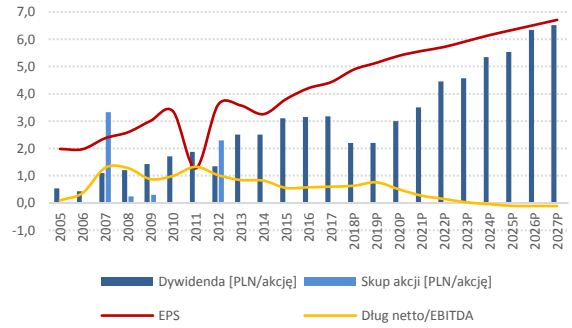
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 19.07.2017*

Przepływy operacyjne [mln PLN]



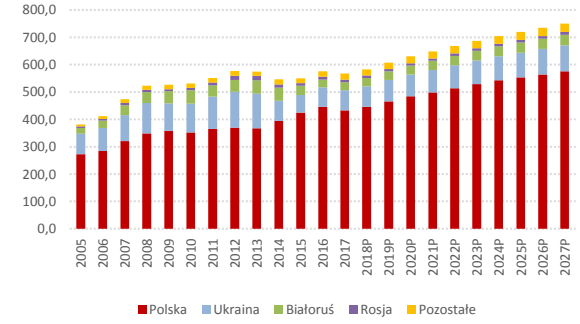
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



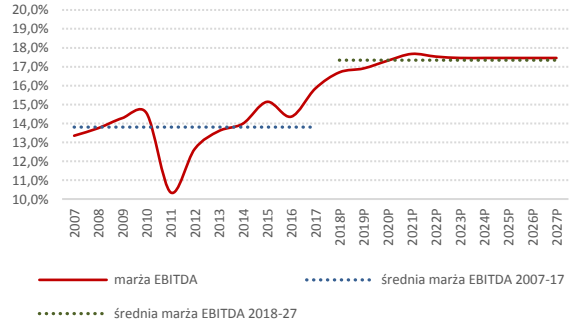
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	179,4	182,7	226,0	275,5	279,6	279,6	279,7	279,9	280,1	280,2	280,3	280,4
Wartości niematerialne i prawne	1,3	1,9	6,2	12,4	20,9	18,7	16,6	14,4	12,3	10,1	8,0	5,9
Rzeczowe aktywa trwałe	160,8	166,0	205,5	249,3	245,3	248,0	250,7	253,5	256,3	259,0	261,7	264,4
Pozostałe aktywa trwałe	17,3	14,7	14,3	13,8	13,3	12,9	12,4	12,0	11,5	11,1	10,6	10,1
Aktywa obrotowe	158,7	181,1	193,0	184,7	203,9	224,9	236,0	248,0	248,9	249,0	241,5	231,3
Zapasy	68,1	79,5	86,8	91,5	94,4	96,5	99,1	101,8	104,4	106,7	109,0	111,3
Należności krótkoterminowe	79,6	78,2	80,3	83,8	87,0	89,5	92,1	94,8	97,2	99,3	101,4	103,5
Inwestycje krótkoterminowe	11,0	23,4	25,8	9,4	22,5	38,9	44,8	51,3	47,3	43,1	31,1	16,5
- w tym środki pieniężne	9,6	21,4	23,9	7,4	20,6	37,0	42,9	49,4	45,4	41,1	29,2	14,5
Aktywa razem	338,1	369,1	418,9	460,2	483,4	504,6	515,8	527,9	529,0	529,3	521,8	511,7
Kapitał (fundusz) własny	215,9	224,6	258,5	295,6	325,8	351,9	367,8	384,9	395,1	405,3	407,6	410,0
Kapitał (fundusz) podstawowy	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	131,2	131,3	103,5	137,4	164,3	188,2	202,3	216,7	224,2	232,0	232,0	232,0
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	61,7	64,8	68,1	70,3	72,1	74,8	77,6	79,9	82,3	84,6
Pozostałe pozycje kapitału własnego	72,0	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7
Kapitał mniejszości	4,5	3,9	4,7	5,6	6,5	7,5	8,4	9,4	10,4	11,4	12,5	13,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	117,8	140,6	155,7	159,0	151,1	145,2	139,6	133,6	123,4	112,6	101,7	88,2
Zobowiązania oprocentowane	57,2	75,2	85,2	85,2	75,2	67,7	60,2	52,2	40,2	27,7	15,2	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	60,6	65,3	70,4	73,8	75,9	77,5	79,3	81,3	83,2	84,8	86,5	88,2
Pasywa razem	338,1	369,1	418,9	460,2	483,4	504,6	515,8	527,9	529,0	529,3	521,8	511,7

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	575,6	567,0	582,5	607,7	630,4	648,8	667,8	687,3	704,7	719,8	735,1	750,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	351,9	341,6	345,2	360,7	373,7	385,2	396,6	408,3	418,4	427,2	436,3	445,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	223,8	225,4	237,3	247,0	256,7	263,6	271,2	279,1	286,4	292,5	298,8	305,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	157,5	152,2	154,6	160,4	166,1	170,6	176,3	181,1	185,3	188,9	192,6	196,2
Zysk (strata) na sprzedaży	66,3	73,2	82,6	86,6	90,6	92,9	94,9	98,0	101,0	103,6	106,2	108,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,6	0,7	-2,0	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
EBITDA	82,6	89,8	97,3	102,7	109,1	114,7	117,1	120,0	123,1	125,7	128,3	131,0
EBIT	64,7	73,9	80,6	84,8	88,7	91,0	92,9	95,9	98,9	101,4	104,0	106,5
Saldo działalności finansowej	-1,3	-3,9	-3,4	-3,7	-3,5	-3,1	-2,7	-2,3	-1,9	-1,5	-1,1	-0,6
Zysk (strata) brutto	63,7	70,3	77,2	81,1	85,1	87,9	90,2	93,6	97,0	100,0	102,9	105,8
Zysk (strata) netto mniejszości	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Zysk (strata) netto*	53,1	55,9	61,7	64,8	68,1	70,3	72,1	74,8	77,6	79,9	82,3	84,6

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	72,6	62,2	77,8	82,1	88,6	94,4	96,1	98,3	101,0	103,4	105,5	107,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-30,1	-27,0	-54,4	-67,3	-24,4	-23,5	-23,9	-23,8	-23,8	-24,0	-24,1	-24,4
Przepływy z działalności finansowej	-43,9	-22,3	-21,0	-31,2	-51,1	-54,5	-66,3	-68,0	-81,2	-83,7	-93,3	-97,8
Przepływy pieniężne netto	-1,4	12,8	2,5	-16,5	13,2	16,4	5,9	6,5	-4,1	-4,2	-11,9	-14,7
Środki pieniężne na początek okresu	11,1	9,6	21,4	23,9	7,4	20,6	37,0	42,9	49,4	45,4	41,1	29,2
Środki pieniężne na koniec okresu	9,6	21,4	23,9	7,4	20,6	37,0	42,9	49,4	45,4	41,1	29,2	14,5

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-1,5%	2,7%	4,3%	3,7%	2,9%	2,9%	2,9%	2,5%	2,1%	2,1%	2,1%
EBITDA zmiana r/r	8,7%	8,3%	5,6%	6,2%	5,1%	2,1%	2,5%	2,5%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	14,3%	9,0%	5,2%	4,6%	2,6%	2,1%	3,3%	3,1%	2,5%	2,5%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r	5,3%	10,3%	5,0%	5,1%	3,3%	2,6%	3,8%	3,7%	3,0%	2,9%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	39,8%	40,7%	40,7%	40,7%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%
Marża EBITDA	15,8%	16,7%	16,9%	17,3%	17,7%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Marża EBIT	13,0%	13,8%	14,0%	14,1%	14,0%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%
Marża brutto	12,4%	13,2%	13,3%	13,5%	13,6%	13,5%	13,6%	13,8%	13,9%	14,0%	14,1%
Marża netto	9,9%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%
COGS / przychody	60,2%	59,3%	59,3%	59,3%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%	59,4%
SG&A / przychody	26,8%	26,6%	26,4%	26,4%	26,3%	26,4%	26,4%	26,3%	26,3%	26,2%	26,2%
SG&A / COGS	44,6%	44,8%	44,5%	44,5%	44,3%	44,5%	44,4%	44,3%	44,2%	44,1%	44,1%
ROE	25,4%	25,5%	23,4%	21,9%	20,7%	20,0%	19,9%	19,9%	20,0%	20,2%	20,7%
ROA	15,1%	14,7%	14,1%	14,1%	13,9%	14,0%	14,2%	14,7%	15,1%	15,8%	16,5%
Dług	75,2	85,2	85,2	75,2	67,7	60,2	52,2	40,2	27,7	15,2	0,0
D / (D+E)	20,4%	20,3%	18,5%	15,6%	13,4%	11,7%	9,9%	7,6%	5,2%	2,9%	0,0%
D / E	24,4%	23,2%	20,3%	16,5%	13,8%	11,7%	9,9%	7,6%	5,2%	2,9%	0,0%
Odsetki / EBIT	-5,3%	-4,2%	-4,4%	-4,0%	-3,4%	-2,9%	-2,4%	-1,9%	-1,4%	-1,0%	-0,6%
Dług / kapitał własny	32,9%	32,4%	28,3%	22,6%	18,9%	16,0%	13,2%	9,9%	6,7%	3,6%	0,0%
Dług netto	53,8	61,3	77,8	54,6	30,8	17,3	2,8	-5,1	-13,4	-14,0	-14,5
Dług netto / kapitał własny	24,0%	23,7%	26,3%	16,8%	8,7%	4,7%	0,7%	-1,3%	-3,3%	-3,4%	-3,5%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,6	0,8	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBIT	0,7	0,8	0,9	0,6	0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EV	899,2	906,7	923,2	900,0	876,2	862,7	848,2	840,3	832,0	831,4	830,9
Dług / EV	8,4%	9,4%	9,2%	8,4%	7,7%	7,0%	6,2%	4,8%	3,3%	1,8%	0,0%
CAPEX / Przychody	5,5%	9,4%	11,1%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%
CAPEX / Amortyzacja	196,5%	326,9%	375,9%	119,8%	100,3%	100,5%	100,7%	100,7%	100,6%	100,4%	100,3%
Amortyzacja / Przychody	2,8%	2,9%	3,0%	3,2%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
Zmiana KO / Przychody	1,4%	0,8%	0,8%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-93,5%	29,1%	20,1%	18,3%	17,9%	18,5%	18,7%	18,9%	19,0%	19,0%	19,0%

Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
P/E*	15,1	13,7	13,0	12,4	12,0	11,7	11,3	10,9	10,6	10,3	10,0
P/BV*	3,7	3,2	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
P/CE*	11,8	10,8	10,2	9,6	9,0	8,8	8,5	8,3	8,1	7,9	7,7
EV/EBITDA*	10,0	9,3	9,0	8,2	7,6	7,4	7,1	6,8	6,6	6,5	6,3
EV/EBIT*	12,2	11,3	10,9	10,1	9,6	9,3	8,8	8,5	8,2	8,0	7,8
EV/S*	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
BVPS	18,1	20,9	23,9	26,3	28,5	29,8	31,3	32,1	33,0	33,3	33,6
EPS	4,4	4,9	5,1	5,4	5,6	5,7	5,9	6,1	6,3	6,5	6,7
CEPS	5,7	6,2	6,6	7,0	7,4	7,6	7,8	8,1	8,3	8,5	8,7
DPS	3,18	2,20	2,20	3,00	3,50	4,46	4,57	5,34	5,53	6,34	6,52
Payout ratio	76%	50%	45%	58%	65%	80%	80%	90%	90%	100%	100%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 67,0 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

Krystian 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.górniak@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	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	72,3	redukuj	62,0	1.08.2018	14:45 CEST	67,0	59 581
redukuj	62,0	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400
akumuluj	56,4	redukuj	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437
redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59 CEST	61,2	45 541
trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991
akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555
akumuluj	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015		44,1	53 816
akumuluj	43,5	trzymaj	45,0	7.11.2014		38,3	53 400
trzymaj	45,0	sprzedaj	45,4	6.12.2013		47,9	52 577
sprzedaj	45,4	redukuj	43,0	21.10.2013		58,48	53 854
redukuj	43,0	akumuluj	48,0	19.07.2013		48,89	46 400
trzymaj	48,0	akumuluj	36,6	6.03.2013		49,45	46 798
akumuluj	36,6	trzymaj	33,9	22.10.2012		31,61	43 759
trzymaj	33,9	kupuj	32,7	24.07.2012		34,00	38 983
kupuj	32,7	trzymaj	39,8	1.03.2011		27,19	41 534
trzymaj	39,8	akumuluj	47,1	26.05.2011		39,10	49 245
akumuluj	47,1	akumuluj	45,1	15.03.2011		42,95	47 440
akumuluj	45.1	akumuluj	45.1	17.11.2010		40.70	46 456
akumuluj	45.1	kupuj	41.2	14.05.2010		40.51	41 656
kupuj	41.2	-	-	27.10.2009		33.05	39 147

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, 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 wypadkowa 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'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	1	17%	1	100%
Akumuluj	1	17%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	4	67%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 1.08.2018 roku (14:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 3.08.2018 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 niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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 01.08.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.