



Dom Maklerski BDM S.A.

KĘTY

RAPORT ANALITYCZNY

Kęty mają za sobą 15 z rzędu wzrostowych kwartałów na poziomie EBITDA. Biorąc pod uwagę zakładane na kolejne kwartały 2017 roku dynamiki sprzedaży trudno szukać powodu, by powyższa seria miała zostać zachwiana. W naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDA w 2017 roku może zbliżyć się do 440 mln PLN (prognoza zarządu 420 mln PLN). Aktualna strategia spółki zakłada 506 mln PLN w 2020 roku, uważamy, że jest to założenie dość ostrożne - bierze pod uwagę spadek rentowności w SWW oraz nie uwzględnia potencjalnych akwizycji (sygnalizowana w strategii możliwość budowy czwartej nogi biznesu). W średnim terminie głównych ryzyk dla pozytywnego sentymentu do spółki można naszym zdaniem upatrywać w ograniczonej perspektywie do wzrostu DPS w 2018 roku oraz wymagającej wycenienie (dwucyfrowe poziomy EV/EBITDA'17/18). Od czasu naszej ostatniej rekomendacji (czerwiec 2016) kurs wzrósł o 46% (uwzględniając dywidendę). Podnosimy nasze założenia na poziomie EBITDA'17/18 o ok. 10%. Nasza cena docelowa rośnie z 344,6 PLN do 438,9 PLN. Biorąc pod uwagę obecny kurs rynkowy implikuje to jednak zmianę zalecenia z Akumuluj na Trzymaj.

W prognozie na 2017 rok zarząd zakłada rezultat EBITDA na poziomie 420 mln PLN, co oznaczałoby +26 mln PLN wzrostu r/r. Po 1Q'17 EBITDA urosła o 8 mln PLN r/r, w 2Q'17 prognozujemy dołożenie kolejnych kilkunastu mln PLN (zakładamy 116,5 mln PLN EBITDA w 2Q'17). W naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDA w 2017 roku może wynieść 437 mln PLN.

W przedstawionej na początku 2017 roku aktualizacji strategii zarząd spółki podwyższył cel EBITDA na 2020 roku (z 465 mln PLN do 506 mln PLN) i CAPEX w perspektywie 2015-2020 (z 930 mln PLN na 1246 mln PLN). Biorąc pod uwagę, że już w 2017 roku spółka ma wypracować według zarządu 420 mln PLN EBITDA (w poprzedniej wersji miała to być ok 360-365 mln PLN) a CAPEX jest wyższy o ponad 300 mln PLN, założenie te są ostrożne (zakładają m.in. spory spadek rentowności w SWW). Prognozy te nie uwzględniają także możliwych akwizycji, gdzie prawdopodobnie może istnieć duży potencjał do uzyskania synergii na możliwości wykorzystania istniejących struktur sprzedażowych spółki dla rozwoju komplementarnych biznesów).

W 2017 spółka wypłaci 30,0 PLN dywidendy/akcję (zarząd proponował wstępnie 23,5 PLN). Perspektywa do wzrostu DPS w 2018 wydaje się nam ograniczona, jeśli ma ona nie przekraczać 100% skonsolidowanego zysku netto (zarząd rekomenduje średnioterminowy cel na 80%). Poziom wypłacany w 2017 roku oparty jest w części o podatkowe one-offy, które podbiły zysk netto w 2016 roku. Zwracamy jednocześnie uwagę, że przy 100% wypłacie z skonsolidowanego zysku netto z 2017 roku div yield wynosi nadal atrakcyjne 6,0% (przy 80% jest to 4,8%).

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu na początku 2017 roku zbliżył się do 55 pkt (najwyżej od początku 2015 roku), kolejne miesiące przyniosły nieznaczne schłodzenie. Wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec znajdują się na wysokich poziomach (59,5/57,0 pkt za maj). Relatywnie nie tak dobre są ostatnie odczyty wskaźników wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki (ZEW, Ifo), co może sygnalizować ryzyko schłodzenia koniunktury.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 820	2 027	2 267	2 634	2 887	3 151
EBITDA [mln PLN]	309,3	336,2	394,2	437,3	473,3	515,8
EBIT [mln PLN]	224,6	244,4	282,3	314,3	334,9	370,7
Zysk netto [mln PLN]	169,0	209,8	277,9	250,8	254,2	278,8
Zysk netto skoryg. [mln PLN]*	163,5	185,9	216,7	245,8	254,2	278,8
DPS [PLN]	10,0	14,4	18,0	30,0	26,4	26,8
Payout ratio**	61%	80%	81%	102%	100%	100%
P/BV	3,4	3,2	2,9	3,0	3,0	3,0
P/E	24,3	19,7	14,9	16,6	16,3	14,9
P/E skoryg.*	25,1	22,2	19,1	16,9	16,3	14,9
EV/EBITDA	13,8	13,0	11,5	11,1	10,4	9,6
EV/EBIT	19,1	17,9	16,1	15,4	14,7	13,4

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

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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministerstwa Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 438,9 PLN

(W TYM 30,0 PLN DYWIDENDY*)

19 CZERWCA 2017, 11:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	447,6
Wycena porównawcza [PLN]	418,5
Wycena końcowa [PLN]	438,9
Potencjał do wzrostu / spadku	0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	437,7
Kapitalizacja [mln PLN]	4 153,8
Ilość akcji [mln. szt.]	9,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	436,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	377,0
Stopa zwrotu za 3 mc	6,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	14,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	11,5%
Struktura akcjonariatu:	
N-N OFE	18,3%
OFE Aviva BZ WBK	17,5%
OFE PZU	9,2%
Allianz OFE	5,3%
Pozostali	49,7%

*dzień dywidendy 24 sierpnia 2017

stopa zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

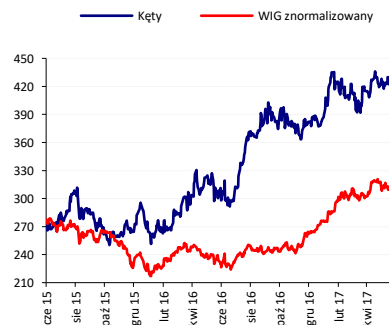
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
BUDŻET NA 2017 ROK I AKTUALIZACJA STRATEGII DO 2020	9
WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY	11
PROGNOZY WYNIKÓW	14
DANE FINANSOWE	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Kęty opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 418,5 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 447,6 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 438,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	447,6
Wycena metodą porównawczą	30%	418,5
Wycena 1 akcji Kęt [PLN]		438,9

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 lepsze od zaprezentowanych przez zarząd w strategii na lata 2017-20. Poniżej przedstawiamy główne elementy, które można porównać:

	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody				
zarząd	2 500	b.d.	b.d.	3 257
BDM/wykonanie	2 634	2 887	3 151	3 329
EBITDA				
zarząd*	420	b.d.	b.d.	506
BDM/wykonanie	437	473	516	544
CAPEX				
zarząd	288	b.d.	b.d.	b.d.
		suma 2017-20:	719*	
BDM/wykonanie	287	179	151	151
		suma 2017-20:	767	
dług netto				
zarząd**	599	762	b.d.	682
BDM wykonanie***	680	769	804	821

Źródło: BDM S.A., spółka,

*CAPEX na 2015-2020 w strategii: 1246 mln PLN, wykonanie 2015-16 wg segmentów = 527 mln PLN, wg przepływów inwestycyjnych = 478 mln PLN

** payout ratio 80%, ***payout ratio 100%

- 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 2026 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,5 mln akcji
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 19 czerwca 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 4,25 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 447,6 PLN.

Podstawowe założenia makroekonomiczne*

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EUR/PLN	4,18	4,18	4,36	4,26	4,34	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38
USD/PLN	3,15	3,77	3,94	3,88	3,81	3,77	3,68	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
EUR/USD	1,33	1,11	1,11	1,10	1,14	1,16	1,19	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 894	1 683	1 610	1 880	1 901	1 925	1 957	1 989	2 021	2 075	2 130	2 184	2 261

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

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 633,9	2 886,7	3 151,3	3 329,0	3 436,2	3 532,3	3 639,4	3 749,4	3 862,3	3 994,2
EBIT [mln PLN]	314,3	334,9	370,7	395,7	411,9	423,5	434,0	444,9	456,1	467,7
Stopa podatkowa*	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	52,9	56,2	62,5	66,7	69,4	71,4	73,2	75,0	84,6	88,9
NOPLAT [mln PLN]	261,5	278,6	308,2	329,0	342,5	352,1	360,9	369,9	371,5	378,9
Amortyzacja [mln PLN]	122,9	138,4	145,1	147,9	147,9	148,4	149,3	150,0	150,6	151,1
CAPEX [mln PLN]	-287,0	-179,0	-150,5	-150,5	-152,2	-151,7	-152,1	-152,2	-151,8	-151,8
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]	-94,9	-62,0	-65,2	-43,4	-26,6	-24,5	-27,8	-28,6	-29,4	-34,8
FCF [mln PLN]	2,6	176,1	237,6	282,9	311,5	324,4	330,2	339,1	341,0	343,4
DFCF [mln PLN]	2,5	157,1	196,9	217,8	222,6	215,0	203,0	193,2	180,0	168,0
Suma DFCF [mln PLN]	1 755,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 908,4		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 889,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 645,5									
Dług netto 2016 [mln PLN]	397,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	4 248,1									
Ilość akcji [mln szt.]	9,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	447,6									

Przychody zmiana r/r	16,2%	9,6%	9,2%	5,6%	3,2%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,4%
EBIT zmiana r/r	11,3%	6,5%	10,7%	6,8%	4,1%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
FCF zmiana r/r	-95,0%	6790,1%	35,0%	19,1%	10,1%	4,1%	1,8%	2,7%	0,6%	0,7%
Marża EBITDA	16,6%	16,4%	16,4%	16,3%	16,3%	16,2%	16,0%	15,9%	15,7%	15,5%
Marża EBIT	11,9%	11,6%	11,8%	11,9%	12,0%	12,0%	11,9%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża NOPLAT	9,9%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,6%	9,5%
CAPEX / Przychody	10,9%	6,2%	4,8%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	233,5%	129,4%	103,7%	101,8%	102,9%	102,2%	101,9%	101,5%	100,8%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	3,6%	2,1%	2,1%	1,3%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	25,9%	24,5%	24,6%	24,4%	24,8%	25,5%	26,0%	26,0%	26,0%	26,4%

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

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	72,3%	70,1%	69,5%	70,0%	71,3%	72,6%	73,9%	75,1%	75,9%	76,7%
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	27,7%	29,9%	30,5%	30,0%	28,7%	27,4%	26,1%	24,9%	24,1%	23,3%
WACC	7,8%	7,7%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%

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	347,2	371,5	402,0	441,4	494,5	569,7	684,7	882,0	1299,8
	0,8	330,4	352,1	379,2	413,8	459,5	523,0	616,9	770,0	1063,9
	0,9	314,8	334,4	358,4	388,9	428,7	482,7	560,5	682,0	898,6
	1,0	300,4	318,0	339,5	366,5	401,2	447,6	512,9	611,2	776,4
	1,1	286,9	302,8	322,2	346,1	376,6	416,8	472,1	552,9	682,3
	1,2	274,4	288,8	306,2	327,6	354,5	389,5	436,7	504,0	607,6
	1,3	262,7	275,8	291,5	310,6	334,5	365,1	405,8	462,5	546,9

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%	365,5	392,7	427,2	472,4	534,4	624,6	767,7	1029,7	1664,2
	4%	330,4	352,1	379,2	413,8	459,5	523,0	616,9	770,0	1063,9
	5%	300,4	318,0	339,5	366,5	401,2	447,6	512,9	611,2	776,4
	6%	274,4	288,8	306,2	327,6	354,5	389,5	436,7	504,0	607,6
	7%	251,7	263,6	277,8	295,0	316,3	343,3	378,6	426,8	496,5
	8%	231,7	241,7	253,4	267,4	284,5	305,7	332,7	368,5	417,8
	9%	214,0	222,4	232,1	243,7	257,5	274,5	295,7	322,9	359,1

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%	751,9	704,5	662,3	624,6	590,6	559,8	531,8	506,2	482,7
	4%	649,3	601,5	559,8	523,0	490,3	461,1	434,8	411,1	389,5
	5%	569,7	523,0	482,7	447,6	416,8	389,5	365,1	343,3	323,6
	6%	506,2	461,1	422,7	389,5	360,6	335,2	312,6	292,5	274,5
	7%	454,3	411,1	374,6	343,3	316,2	292,5	271,7	253,1	236,5
	8%	411,1	369,8	335,2	305,7	280,3	258,2	238,8	221,6	206,3
	9%	374,6	335,2	302,3	274,5	250,6	229,9	211,8	195,9	181,7

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 3,97 mld PLN, co odpowiada 418,5 PLN na jedną akcję. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 30%.

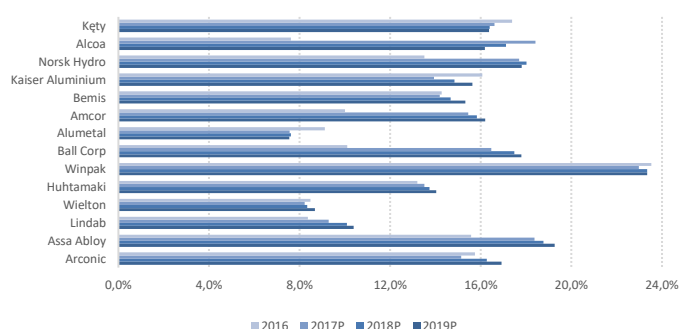
Przy wycenie porównawczej, warto zauważyć że działalność Kęt jest trochę inaczej profilowana (skupienie się na ostatecznym odbiorcy produktów, silna pozycja na lokalnym rynku, stosunkowo dobra dywersyfikacja pomiędzy słabo skorelowane branże, brak rozbudowanych struktur międzynarodowych) niż ma to miejsce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

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Alcoa	10,8	11,8	14,5	2,8	2,8	3,1
Norsk Hydro	12,3	11,4	11,4	5,2	4,8	4,6
Kaiser Aluminium	16,2	15,3	13,8	9,3	8,4	7,5
Bemis	18,0	16,7	15,6	9,9	9,5	8,9
Amcor	27,0	24,8	22,7	15,7	14,5	13,6
Alumetal	10,5	10,2	10,6	8,5	7,6	7,4
Ball Corp	19,0	16,1	14,5	11,9	10,8	10,2
Wipak	31,8	30,2	29,4	16,8	15,3	14,8
Huhtamaki	18,9	17,1	15,8	11,0	10,1	9,1
Wielton	17,5	14,5	13,5	9,6	8,9	7,9
Lindab	19,0	16,2	15,1	11,3	9,5	8,6
Assa Abloy	23,8	21,8	20,0	16,1	14,6	13,3
Arconic	19,6	15,9	13,0	8,9	7,9	6,9
Mediana	18,9	16,1	14,5	9,9	9,5	8,6
Kęty*	16,9	16,3	14,9	11,1	10,4	9,6
Premia/dyskonto do Kęt	-10,5%	1,2%	2,4%	11,2%	9,7%	11,5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	489,2	432,3	427,4	386,3	391,8	384,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		449,6			387,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	418,5					

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

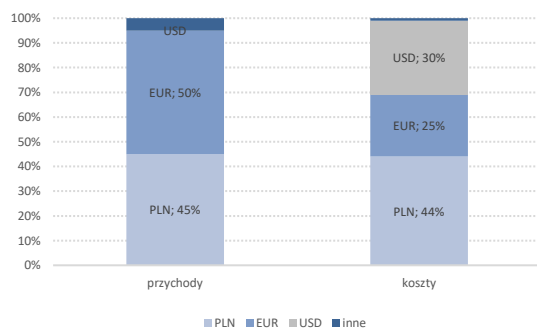
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A.

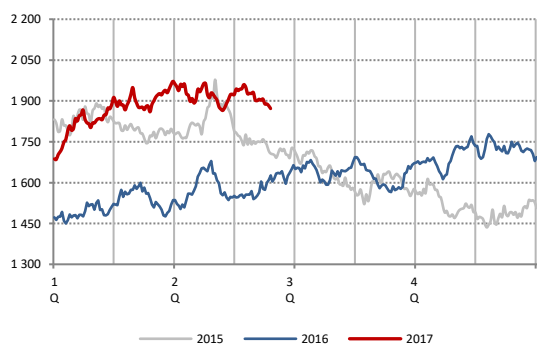
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Struktura walutowa przychodów i kosztów Kęt w 2016 roku



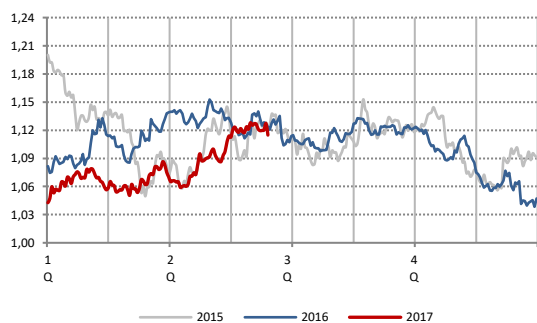
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]



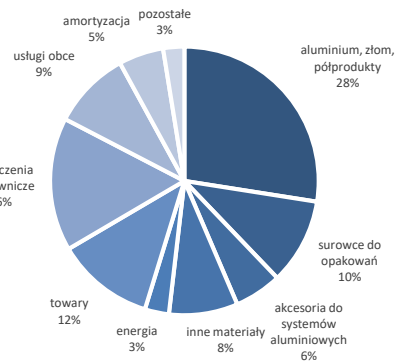
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD



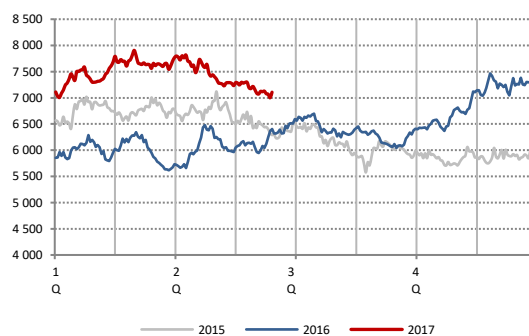
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Struktura kosztów w 2016 roku



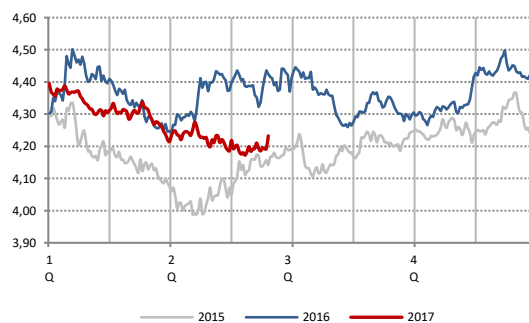
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [PLN/t]



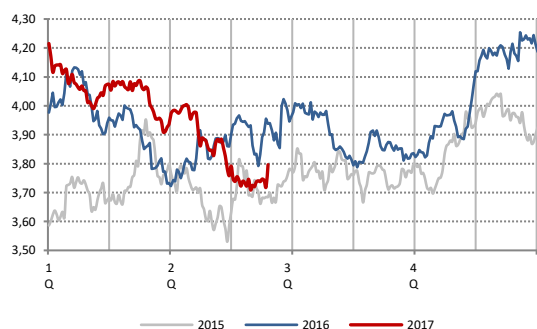
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN



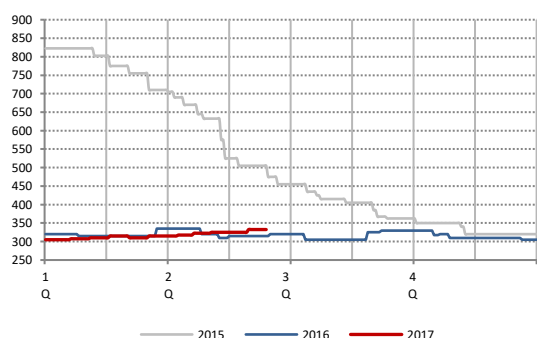
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs USD/PLN



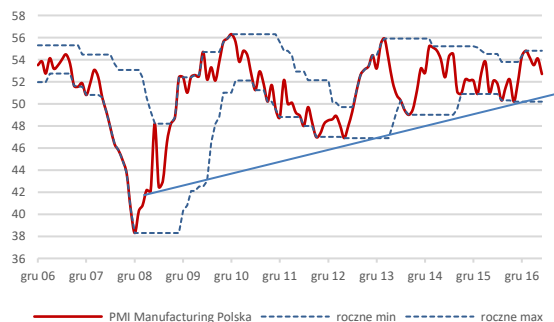
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, billet

PMI dla sektora przemysłu w Polsce



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik oczekiwań Ifo



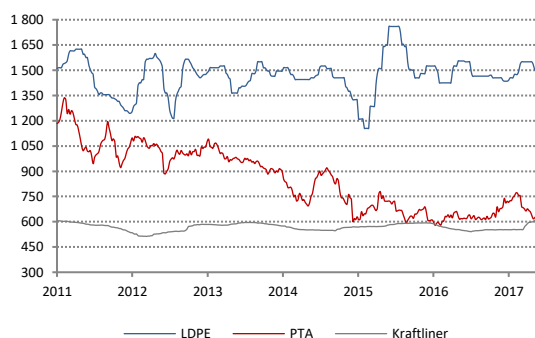
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

W 2016 roku wg szacunków zarządu 45% sprzedaży było realizowane w PLN, 50% w EUR a pozostałe 5% stanowiła sprzedaż rozliczana w USD, GBP oraz UAH. Po stronie kosztowej 44% stanowiły koszty ponoszone w PLN, 30% to koszty denominowane w USD, 25% w EUR i 1% w pozostałych walutach (GBP, UAH). Rozliczenia pomiędzy spółkami grupy w Polsce i na Ukrainie dokonywane są w USD.

W USD kwotowane są ceny aluminium. Cena na LME wyrażona w USD i PLN jest obecnie wyższa r/r (okolicie 1900 USD/t było ostatnio notowane w 1H'15). Podobnie cena w PLN jest obecnie na wyższym poziomie r/r (od 3Q'16). Premie za fizyczną dostawę utrzymują się od ponad roku na stabilnie niskich poziomach.

Cena polietylenu, PTA i Kraftlinera [EUR/t]



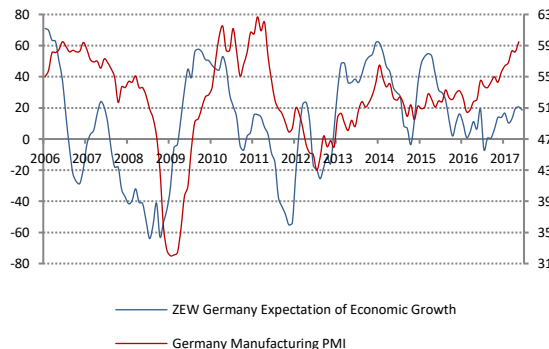
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE), PTA (Chiny, futures)

Przez spory okres 2013 czy 2014 rok problemem dla rentowności spółki (która jest jedynie przetwórcą) w segmencie SWW były rosnące premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME). Fuzja Hydro – Sapa zmieniła obraz rynku – premie udało się w dużej mierze ująć w formułach cenowych dla odbiorców produktów Kęt w marży przerobowej. Dodatkowo premie od 2Q'15 zaczęły wyraźnie spadać i do dziś utrzymują się na stabilnych poziomach.

Mocnym wahaniem (kolejny raz w ostatnich latach) na przełomie 2016/17 roku podlegały ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG.

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu na początku 2017 roku zbliżył się do 55 pkt (najwyżej od początku 2015 roku), by w 2Q'17 ulec nieznacznie schłodzeniu. Wskaźniki dla strefy euro czy Niemiec znajdują się na wyraźnie wyższych poziomach (59,5/57,0 pkt za maj). Relatywnie nie tak dobre są ostatnie odczyty wskaźników wyprzedzające dla niemieckiej gospodarki (ZEW, Ifo), co może sygnalizować ryzyko dla obecnej koniunktury.

Wskaźnik oczekiwań ZEW



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

BUDŻET NA 2017 ROK I AKTUALIZACJA STRATEGII DO 2020

Na początku lutego 2017 spółka zaprezentowała aktualizację strategię na lata do 2020 (pierwotną wersję prezentowano w lutym 2015 roku) oraz prognozy na 2017 rok.

Założenia ogólne zaktualizowanej strategii zarządu do 2020 roku oraz prognozy na 2017 rok [mln PLN]

	2016	2017P zarząd	2020P obecnie	2020P poprzednio	zmiana
Przychody	2 267	2 500	3 257	2 820	15%
SWW	932	1 063	1 444	1 158	25%
SSA	1 039	1 180	1 420	1 233	15%
SOG	499	515	665	652	2%
inne/wyłączenia	-202	-258	-272	-223	-
EBIT	282	297	359	314	14%
rentowność	12,5%	11,9%	11,0%	11,1%	
EBITDA	394	420	506	465	9%
SWW	139	-	165	141	17%
SSA	160	-	217	197	10%
SOG	104	-	135	135	0%
inne/wyłączenia	-10	-	-11	-8	-
rentowność	17,4%	16,8%	15,5%	16,5%	-
Zysk netto	278	227	265	264	0%
rentowność	12,3%	9,1%	8,1%	9,4%	
Dług netto	397	599	682	124*	450%
Dodatkowy CAPEX:			316		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka,

*zakładano wypłatę 60% zysku netto jako dywidendę oraz niższy CAPEX

Założenia szczegółowe nowej strategii [mln PLN]

2014									
	moce [tys ton]	eksport	Przychody	EBITDA	marża EBITDA	cykl rotacji [dni]			
SWW	70	43%	932	139	14,9%	89			
SSA	-	41%	1 039	160	15,4%	91			
SOG	25	43%	499	104	21,0%	120			
inne/korekty	-	-	-202	-10	4,8%	-			
razem	-	-	2 267	394	17,4%				
2020									
	moce [tys ton]	eksport	Przychody	EBITDA	marża EBITDA	cykl rotacji [dni]	CAPEX 2017-20P	CAPEX 2015-20P	CAPEX 2015-16
SWW	90	50%	1 444	165	11,4%	80	369	181	550
SSA	-	45%	1 420	217	15,3%	99	288	105	393
SOG	55	33%	665	135	20,3%	110	26	231	257
inne/korekty	-	-	-272	-11	4,0%	-	36	10	46
razem	-	-	3 257	506	15,5%		719	527	1 246

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zaktualizowane założenia dotyczące CAPEX-u [mln PLN]

	SWW	SSA	SOG	inne	razem
obecnie:					1 246
odtworzeniowe	251	131	21	0	403
rozkładowe	299	262	236	46	843
poprzednio:					930
odtworzeniowe	164	75	21	26	286
rozkładowe	215	171	233	26	644

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Budżet na 2017

W budżecie na 2017 rok zarząd zapisał wypracowanie 2,5 mld PLN przychodów, 420 mln PLN EBITDA oraz 227 mln PLN wyniku netto. Na poziomie salda finansowego założono koszty odsetkowe na 18 mln PLN a na podatku uwzględniono 5,0 mln aktywa podatkowego z SSE (sporo mniej niż w poprzednich latach, dla porównania w 2016 roku zaksięgowano 42 mln PLN – zwracamy uwagę, że podstawę do wypłaty dywidendy stanowi zysk raportowany). Zarząd zakłada CAPEX w kwocie 288 mln PLN (nieco więcej niż w 2016 roku, kiedy wyniósł wg przepływów inwestycyjnych wraz z wydatkami na akwizycje 271 mln PLN, według sprawozdania w podziale na segmenty CAPEX wyniósł 327 mln PLN – różnica to prawdopodobnie przesunięte płatności na 2017 rok). Dług netto na 2017 roku miał wynieść 599 mln PLN (przy założeniu wypłaty 80% zysku netto jako dywidenda, ostatecznie akcjonariusze przegłosowali o 62 mln PLN wyższą wypłatę).

Pierwotne cele do 2020 z lutego 2015

Według założeń pierwotnej strategii z 2015 roku w 2020 roku spółka miała osiągnąć pułap 2,82 mld PLN sprzedaży, 465 mln PLN EBITDA (16,5% marży) oraz 264 mln PLN zysku netto. Łączne nakłady inwestycyjne w okresie 2015-20 miały wynieść 930 mln PLN, a dług netto 124 mln PLN w 2020 (przy 60% zysku netto przeznaczanego na dywidendy). W szczytowym momencie programu inwestycyjnego w 2017 roku zadłużenie netto miało osiągnąć poziom 472 mln PLN, a wskaźnik dług netto/EBITDA = 1,3x, co implikowało, że EBITDA w 2017 powinna wynieść 363 mln PLN.

Obecne cele do 2020 z lutego 2017

Według założeń zaktualizowanej strategii w 2020 roku spółka ma osiągnąć pułap 3,26 mld PLN sprzedaży, 506 mln PLN EBITDA (15,5% marży) oraz 265 mln PLN zysku netto (założona 21% efektywnej stopy podatku ze względu na działalność zagraniczną). Łączne nakłady inwestycyjne w okresie 2015-20 mają wynieść 1,25 mld PLN (poprzednio zakładano 0,93 mld PLN), a dług netto 686 mln PLN w 2020 (przy 80% zysku netto przeznaczanego na dywidendy). Spółka podała dodatkowo, że na koniec 2018 roku dług netto sięgnie 762 mln PLN.

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 miałyby 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 będzie brał 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 i 2016 wypłacono dywidendę na poziomie odpowiednio 80% i 81%, w 2017 roku przegłosowano poziom 102% - powyżej pierwotnie proponowanych przez zarząd 80%).

Możliwe zaskoczenia

W przedstawionej aktualizacji strategii zarząd spółki podwyższył cel EBITDA na 2020 roku z 465 mln PLN do 506 mln PLN i CAPEX w perspektywie 2015-2020 z 930 mln PLN na 1246 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że już w 2017 roku spółka ma wypracować według zarządu 420 mln PLN EBITDA (w poprzedniej wersji miała to być ok 360-365 mln PLN) a CAPEX jest wyższy o ponad 300 mln PLN, założenie te są bardzo ostrożne (zakładają m.in. spory spadek rentowności w SWW). Założenia te nie uwzględniają także możliwych akwizycji, gdzie prawdopodobnie może istnieć duży potencjał do uzyskania synergii na możliwości wykorzystania istniejących struktur sprzedażowych spółki dla rozwoju komplementarnych biznesów). Szukając innych możliwych pozytywnych zaskoczeń w obecnej strategii, dostrzegamy je także w SSA, przy czym spółka musi silniej przełożyć kompetencje z rynku polskiego na rynki zagraniczne. Natomiast na obecnym etapie nieco obawiamy się o rentowność w SOG (dla zdywersyfikowanych w tym obszarze graczy jak Amcor czy Bemis marża EBITDA jest o dobre kilka pkt proc niższa). Rynek opakowań w Europie Centralnej w ostatnich latach mocno się rozwinął (konsumpcja wewnątrz, eksport oparty o tańszą siłę roboczą) – tym samym jednak przyciąga nowe podmioty do dotychczas niszowych obszary (np. wejście Kęty i Poligalu w BOPP zupełnie odwraca obecnie relacje popytu i podaży w tym obszarze w Polsce)

Założenia ogólne nowej strategii vs prognozy BDM[mln PLN]

	2016	2017P zarząd	2017P BDM	różnica	2020P zarząd	2020P BDM	różnica
Przychody	2 267	2 500	2 634	5%	3 257	3 329	2%
SWW	932	1 063	1 157	9%	1 444	1 494	3%
SSA	1 039	1 180	1 144	-3%	1 420	1 401	-1%
SOG	499	515	573	11%	665	699	5%
inne/wyłączenia	-202	-258	-241		-272	-265	
EBIT	282	297	314	6%	359	396	10%
rentowność	12,5%	11,9%	11,9%		11,0%	11,9%	
EBITDA	394	420	437	4%	506	544	7%
SWW	139	-	157	-	165	202	23%
SSA	160	-	177	-	217	217	0%
SOG	104	-	117	-	135	140	4%
inne/wyłączenia	-10	-	-14	-	-11	-16	43%
rentowność	17,4%	16,8%	16,6%		15,5%	16,3%	5%
Zysk netto	278	227	251	10%	265	298	12%
rentowność	12,3%	9,1%	9,5%		8,1%	8,9%	
Dług netto	397	599	680		682	821	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ryzyko walutowe

Jako czynnik ryzyka postrzegamy także zachowanie się kursów walut, przy czym głównie zwracamy tu uwagę na stronę przychodową. Około połowa sprzedaży generowana jest poprzez EUR/PLN. Po stronie kosztowej oprócz kosztów złotówkowych (wynagrodzenia, amortyzacja), spore znaczenie mają zakupy w USD (aluminium) oraz w nieco mniejszym stopniu w EUR (tworzywa). Przy tym należy pamiętać, że spółka w SWW zarabia na samej marży przerobowej (ceny aluminium są więc generalnie neutralne a w ostatnich latach udało się ustabilizować temat premii za dostawy fizyczne aluminium, które także spółka uwzględnia już w dużej mierze w cennikach), w SSA posiada dominującą pozycję na rynku polskim, co daje dobrą pozycję negocjacyjną z odbiorcami (przy przenoszeniu na produkt ceny aluminium w PLN) a SOG (zakupy tworzyw) posiada największą w grupie ekspozycję na eksport (przy czym w kolejnych latach będzie rósł udział w sprzedaży rynku krajowego wraz z utylizacją mocy w BOPP). Per saldo (wg naszych kalkulacji na bazie danych za 2016 rok) szacujemy, że umocnienie PLN vs EUR o 0,01 grosza niesie za sobą ok. 1,5 mln PLN spadku EBIT/rok przy innych danych wejściowych pozostawionych bez zmian (umocnieniu PLN vs EUR zwykle towarzyszy też umocnienie vs USD, które w sporej części amortyzuje negatywny efekt).

W strategii (i także w prognozach na 2017 rok) zarząd przyjął EUR/PLN=4,30, USD/PLN=4,05, EUR/USD=1,06 oraz aluminium=1800 USD/t.

WYNIKI ZA OSTATNIE KWARTAŁY

SWW – charakterystyka

- największy w kraju producent profili aluminiowych, rur, drutów i prętów, posiadającym około 30% udziału w rynku polskim (wielkość rynku polskiego szacuje się na 150 tys ton); spółka posiada także zakład na Ukrainie o mocach 7 tys ton/rok; łączne moce produkcyjne spółki to obecnie 75 tys ton/rok
- odbiorcy to m.in. przemysł budowlany (segmenty SSA), motoryzacyjny, producenci artykułów gospodarstwa domowego czy wyposażenia 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 tę 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 2%

SOG – charakterystyka

- segment zaopatruje w opakowania wielowarstwowe producentów działających w branżach: koncentratów spożywczych, tytoniowej, cukierniczej, tłuszczowej, mleczarskiej i farmaceutycznej
- do klientów należą zarówno duże zachodnie koncerny (Nestle, Kraft, Unilever, McDonald's) oraz małe i średnie polskie przedsiębiorstwa
- 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%
- moce segmentu na koniec 2016 wynosiły 33 tys ton
- na przełomie 2016/2017 rok uruchomiono wart ok. 150 mln PLN zakład produkujący folie z polipropylenu - biały, biały i biały z czarnym
- w 2020 roku efektywne moce całego segmentu mają wynosić ok. 55 tys ton
- Kęty są średnim graczem europejskim z około 1,5% udziałem w rynku (najwięksi to Amcor, Constantia)
- jednocześnie obecne marże segmentu są stosunkowo wysokie (kilka pkt proce wyższe na poziomie EBITDA) w porównaniu do zagranicznych giełdowych spółek operujących w tym segmencie (m.in. efekt nowoczesnego parku maszynowego i przeprowadzonej w ostatnich latach optymalizacji)
- podstawowe surowce używane przez segment to polietylen, poliestr, papier czy folia aluminiowa

SSA – charakterystyka

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

SUB i SAB zostały w 2016 roku włączone w obszar SSA

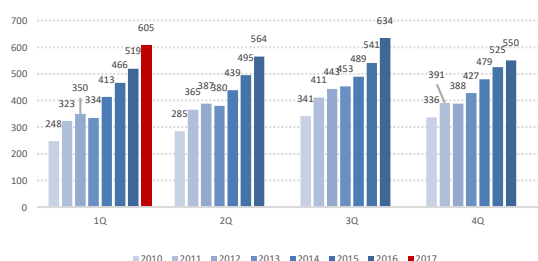
SUB – charakterystyka

- filarem działalności jest projektowanie oraz produkcja i montaż fasad i przeszkleń dachowych (na bazie systemów aluminiowych i stalowych) oraz ekranów akustycznych
- ze względu na wysokie ryzyko i niski poziom marż na krajowym rynku obecnie spółka skupia się w większym stopniu na rynkach zagranicznych (Niemcy, Belgia, USA), w Polsce działa głównie w obszarze ekranów akustycznych

SAB – charakterystyka

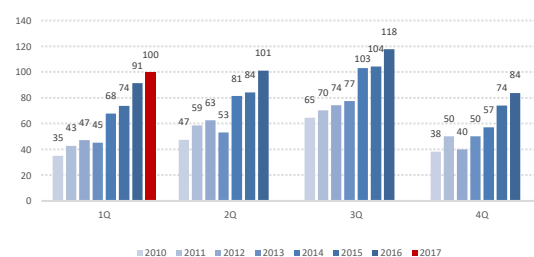
- produkcja okuć budowlanych do stolarki otworowej w spółce Metalplast Karo Złotów
- średniej wielkości podmiot z 1% udziałem w rynku europejskim (20% rynku ma Roto) i 7% w rynku polskim
- sprzedaż w sporej mierze opiera się na kooperacji z innymi segmentami spółki (komponenty do innych produktów)

Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]



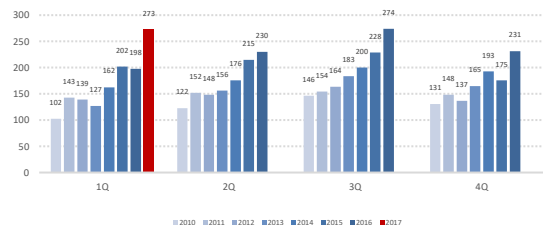
Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

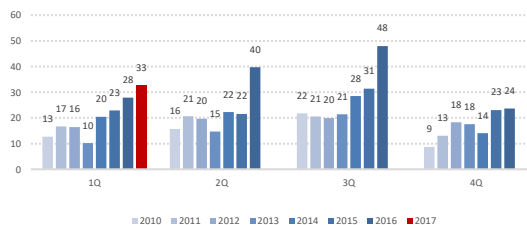
	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17
Razem															
Sprzedaż	452,6	427,3	412,9	438,7	489,0	478,9	466,0	494,9	541,1	525,2	519,0	564,2	633,9	550,3	601,5
zmiana r/r	2,2%	10,2%	23,5%	15,6%	8,0%	12,1%	12,9%	12,8%	10,7%	9,7%	11,4%	14,0%	17,2%	4,8%	15,9%
EBITDA	77,5	50,2	67,9	81,3	103,0	57,1	73,7	84,2	104,4	73,9	91,4	101,1	117,8	83,8	99,5
marża	17,1%	11,8%	16,4%	18,5%	21,1%	11,9%	15,8%	17,0%	19,3%	14,1%	17,6%	17,9%	18,6%	15,2%	16,5%
SWW															
Sprzedaż ogółem	183,4	164,7	162,5	175,7	199,8	192,7	201,8	215,0	228,5	175,5	197,5	229,8	273,6	231,3	272,7
zmiana r/r	12%	21%	28%	12%	9%	17%	24%	22%	14%	-9%	-2%	7%	20%	32%	38%
Sprzedaż na zewn.	136,9	115,8	127,5	131,1	144,3	148,7	157,3	155,1	164,5	140,2	157,4	179,5	211,7	185,9	220,0
zmiana r/r	15%	18%	29%	5%	5%	28%	23%	18%	14%	-6%	0%	16%	29%	33%	40%
EBITDA	21,4	17,6	20,4	22,2	28,5	14,1	22,9	21,5	31,4	23,1	27,9	39,7	48,0	23,7	32,7
marża	11,7%	10,7%	12,6%	12,7%	14,2%	7,3%	11,4%	10,0%	13,7%	13,2%	14,1%	17,3%	17,5%	10,2%	12,0%
SOG															
Sprzedaż ogółem	94,9	96,3	101,7	92,1	100,0	103,6	107,2	103,9	109,2	114,7	122,1	117,0	130,7	128,8	147,5
zmiana r/r	10%	11%	9%	6%	5%	8%	5%	13%	9%	11%	14%	13%	20%	12%	21%
Sprzedaż na zewn.	94,3	95,5	101,2	91,6	99,8	103,3	107,2	103,9	109,1	114,6	122,1	116,9	130,6	128,7	147,5
zmiana r/r	10%	11%	9%	5%	6%	8%	6%	13%	9%	11%	14%	13%	20%	12%	21%
EBITDA	21,9	17,2	20,5	23,0	25,9	19,9	23,4	25,2	25,7	20,2	23,1	24,0	28,1	29,2	28,5
marża	23,1%	17,9%	20,2%	25,0%	25,9%	19,2%	21,8%	24,2%	23,5%	17,6%	18,9%	20,6%	21,5%	22,7%	19,3%
SSA+SUB+SAB*															
Sprzedaż ogółem	224,8	218,4	185,1	217,2	249,5	232,0	203,2	238,8	281,7	304,1	240,3	268,7	293,0	237,0	235,1
zmiana r/r	-8%	3%	27%	27%	11%	6%	10%	10%	13%	31%	18%	13%	4%	-22%	-2%
Sprzedaż na zewn.	217,5	211,2	178,9	211,1	240,3	222,5	196,7	232,4	263,4	267,3	239,4	267,7	291,6	235,7	234,0
zmiana r/r	-7%	6%	29%	29%	10%	5%	10%	10%	10%	20%	22%	15%	11%	-12%	-2%
EBITDA	37,5	20,5	30,4	37,4	49,0	28,8	28,6	37,5	50,2	40,6	42,9	39,4	47,8	30,2	40,2
marża	17,2%	9,7%	17,0%	17,7%	20,4%	13,0%	14,5%	16,1%	19,1%	15,2%	17,9%	14,7%	16,4%	12,8%	17,2%
Inne + wyłączenia															
Sprzedaż ogółem	6,2	7,5	7,5	7,2	7,1	7,0	7,4	6,0	6,8	6,0	3,0	3,0	3,5	4,3	3,6
zmiana r/r	5%	25%	32%	24%	14%	-7%	-2%	-18%	-5%	-13%	-59%	-49%	-48%	-29%	17%
Sprzedaż na zewn.	3,8	4,8	5,2	5,0	4,6	4,5	4,7	3,5	4,0	3,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
zmiana r/r	7%	35%	54%	47%	19%	-7%	-9%	-31%	-12%	-30%	-99%	-98%	-99%	-99%	-31%
EBITDA	-3,3	-5,0	-3,5	-1,3	-0,4	-5,7	-1,2	-0,1	-2,9	-10,0	-2,5	-2,0	-6,0	0,7	-1,9

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]

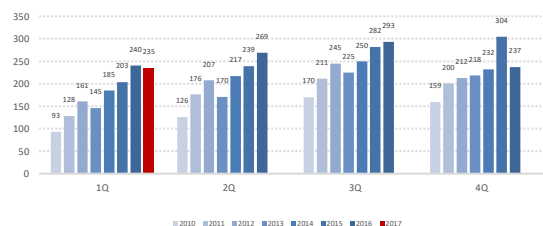


EBITDA kwartalnie – SWW [mln PLN]



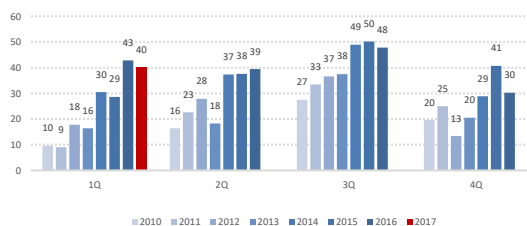
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami

Przychody kwartalnie – SSA [mln PLN]*



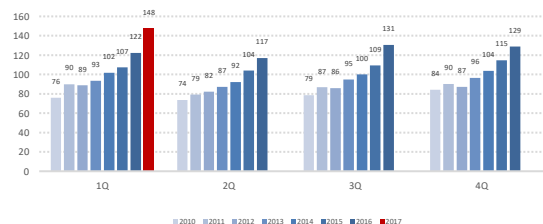
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – SSA [mln PLN]*



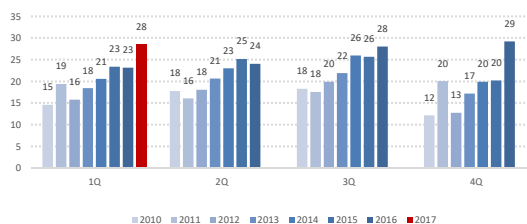
Źródło: BDM S.A., spółka, przychody przed wyłączeniami, +SUB/SAB historycznie

Przychody kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, +SUB/SAB historycznie

EBITDA kwartalnie – SOG [mln PLN]



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

Źródło: BDM S.A., spółka

PROGNOZY WYNIKÓW

Prognoza wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P
Przychody ze sprzedaży	466,0	494,9	541,1	525,2	2 027,1	519,0	564,2	633,9	550,3	2 267,4	605,2	689,2	716,3	623,1	2 633,9
zmiana r/r	12,9%	12,8%	10,7%	9,7%	11,4%	11,4%	14,0%	17,2%	4,8%	11,9%	16,6%	22,2%	13,0%	13,2%	16,2%
EBITDA	73,7	84,2	104,4	73,9	336,2	91,4	101,1	117,8	83,8	394,2	99,5	116,5	128,5	92,8	437,3
zmiana r/r	8,7%	3,5%	1,3%	29,3%	8,7%	23,9%	20,2%	12,9%	13,4%	17,3%	8,9%	15,2%	9,0%	10,7%	10,9%
EBIT	52,3	62,2	80,5	49,5	244,4	66,0	75,4	90,7	50,2	282,3	69,8	85,8	97,4	61,3	314,3
Saldo finansowe	-13,2	5,9	-3,5	-4,2	-15,0	-7,3	0,3	-3,2	-4,6	-14,8	-0,6	-3,0	-3,5	-3,8	-10,9
Zysk (strata) brutto	39,0	67,9	77,0	45,5	229,5	58,8	75,7	87,5	45,5	267,5	69,2	82,8	93,9	57,5	303,4
Zysk (strata) netto	35,1	57,6	65,4	51,7	209,8	54,1	89,4	86,5	47,9	277,9	54,7	67,1	76,1	53,0	250,8
Marża EBITDA	15,8%	17,0%	19,3%	14,1%	16,6%	17,6%	17,9%	18,6%	15,2%	17,4%	16,4%	16,9%	17,9%	14,9%	16,6%
Marża EBIT	11,2%	12,6%	14,9%	9,4%	12,1%	12,7%	13,4%	14,3%	9,1%	12,5%	11,5%	12,4%	13,6%	9,8%	11,9%
Marża zysku netto	7,5%	11,6%	12,1%	9,8%	10,4%	10,4%	15,8%	13,6%	8,7%	12,3%	9,0%	9,7%	10,6%	8,5%	9,5%

Źródło: BDM S.A., spółka

Po 1Q'17 zarząd spółki pozytywnie oceniał perspektywę kolejnych kwartałów. W 2Q'17 oczekiwany jest dwucyfrowy wzrost przychodów r/r w każdym z segmentów (SWW: +30-40%, SSA: +10-15%, SOG: +20-25%). W SWW oprócz wolumenów (m.in. spółka słoweńska konsolidowana od 2H'16 i rozwój sprzedaży do automotive), pozytywnie na sprzedaż działa wzrost ceny aluminium (jednocześnie warto pamiętać, że segment operuje na kwotowej marży EBITDA/t, więc rentowność procentowa jest trudna do powtórzenia z 2016 roku). W SOG pozytywnie do wyników kontrybuje pracująca od przełomu 2016/17 nowa fabryka folii BOPP (w 1Q'17 zakład wyszedł już na break-even, mimo spodziewanej straty). W SSA w 2Q'17 powinny być widoczne efekty podnoszenia cen (segment powinien też wrócić na wzrostową ścieżkę przychodów - spadek w 1Q'17 wynikał z efektu bazy, w 2017 sprzedaż do USA rozłożona ma być na 2-4Q'17 – obecne zakontraktowanie wynosi ok. 90 mln PLN).

Wstępne wyniki 2Q'17 powinny pojawić się pod koniec czerwca. Zakładamy wypracowanie 689,2 mln PLN sprzedaży oraz 116,5 mln PLN EBITDA. Zarząd wcześniej szacował, że poziom zadłużenia powinien być zbliżony do tego po 1Q'17 (415 mln PLN).

W prognozie na 2017 rok zarząd zakłada rezultat EBITDA na poziomie 420 mln PLN, co implikuje +26 mln PLN wzrostu r/r. Po 1Q'17 EBITDA urosła o 8 mln PLN r/r, w 2Q'17 prognozujemy dołożenie kolejnych kilkunastu mln PLN. W naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDA powinna przekroczyć prognozy zarządu i w 2017 roku może wynieść 437 mln PLN. Jest to rezultat zbliżony do obecnego konsensusu rynkowego (wg Bloomberg: 432 mln PLN, zakres 411-448 mln PLN).

W swoich prognozach zarząd przyjął cenę aluminium na poziomie 1800 USD/t, USD/PLN=4,05, EUR/PLN=4,30, EUR/USD=1,06. Nasze założenia (na bazie wykonania I-VI'17 i notowań instrumentów forward) przedstawiamy na stronie 3 rekomendacji (aluminium 1880 USD/t, USD/PLN=3,88, EUR/PLN=4,26 EUR/USD=1,10). Kętom sprzyja wysoki kurs EUR/PLN (marża przerobowa w SWW kwotowana jest w EUR, większość sprzedaży trafia na rynki EU, dodatkowo maleje konkurencyjność importu). Niskie ceny aluminium wyrażone w PLN (przelicznik z USD) ograniczają zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz podnoszą rentowność w SSA.

Zarząd pierwotnie zarekomendował wypłatę 80% zysku za 2016 rok w formie dywidendy, co dawało DPS'16=23,5 PLN/akcję. Ostatecznie uchwalona wysokość dywidendy jest wyższa i wyniesie 30,0 PLN/akcję (102% skonsolidowanego zysku za 2016 rok; div yield 6,9% przy obecnym kursie). Zakładamy, że w kolejnych latach, jeśli nie dojdzie do większych akwizycji, spółka będzie raczej wypłacać 100% zysku netto w formie dywidendy (średni CAPEX w okresie 2018-20 powinien być wyraźnie niższy niż planowany na 2016 rok). Perspektywa do wzrostu DPS w 2018 wydaje się nam jednocześnie ograniczona, jeśli ma ona nie przekraczać 100% skonsolidowanego zysku netto. Poziom wypłacany w 2017 roku oparty jest w części o podatkowe one-offy, które podbiły zysk netto w 2016 roku.

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2017 konsensus	2017 BDM	odchylenie	2018 konsensus	2018 BDM	odchylenie
Przychody	2 525,0	2 633,9	4,3%	2 699,3	2 886,7	6,9%
EBITDA	432,0	437,3	1,2%	467,5	473,3	1,2%
EBIT	316,7	314,3	-0,7%	346,0	334,9	-3,2%
Zysk (strata) netto	252,5	250,8	-0,7%	263,8	254,2	-3,6%
Dług netto	571,3	679,8	19,0%	562,0	769,0	36,8%
Marża EBITDA	17,1%	16,6%		17,3%	16,4%	
Marża EBIT	12,5%	11,9%		12,8%	11,6%	
Marża zysku netto	10,0%	9,5%		9,8%	8,8%	

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

Skorygowane prognozy wyników na lata 2016-2018 rok [mln PLN]

	2016P poprzednio*	2016P aktualnie	zmiana	2017P poprzednio*	2017P aktualnie	zmiana	2017P zarząd prognoza	odchylenie BDM	2018P poprzednio*	2018P aktualnie	zmiana
Przychody	2 250,5	2 267,4	0,8%	2 435,8	2 633,9	8,1%	2 500,0	5,4%	2 692,0	2 886,7	7,2%
EBITDA	371,7	394,2	6,0%	396,3	437,3	10,3%	420,0	4,1%	433,8	473,3	9,1%
EBIT	261,8	282,3	7,8%	269,3	314,3	16,7%	297,0	5,8%	289,3	334,9	15,8%
Zysk (strata) netto	246,6	277,9	12,7%	202,3	250,8	24,0%	227,0	10,5%	218,8	254,2	16,2%
Marża EBITDA	16,5%	17,4%		16,3%	16,6%		16,8%		16,1%	16,4%	
Marża EBIT	11,6%	12,5%		11,1%	11,9%		11,9%		10,7%	11,6%	
Marża zysku netto	11,0%	12,3%		8,3%	9,5%		9,1%		8,1%	8,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 2.06.2016

Prognozowane skonsolidowane przychody i EBITDA w latach 2017-2026

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1 593,8	1 819,6	2 027,1	2 267,4	2 633,9	2 886,7	3 151,3	3 329,0	3 436,2	3 532,3	3 639,4	3 749,4	3 862,3	3 994,2
SOG	371,8	397,4	435,0	498,5	573,3	631,2	685,1	698,8	712,8	727,1	741,6	756,4	771,6	787,0
SWW	631,4	730,7	820,7	932,3	1 157,2	1 269,2	1 402,6	1 493,8	1 537,7	1 597,5	1 670,5	1 745,8	1 823,2	1 922,0
SSA	759,1	883,7	1 027,9	1 039,0	1 144,1	1 235,6	1 322,1	1 401,4	1 457,4	1 486,6	1 516,3	1 546,7	1 577,6	1 609,1
Inne	25,2	28,8	26,1	13,8	14,4	14,6	14,9	15,2	15,5	15,8	16,2	16,5	16,8	17,2
Korekty	-193,7	-221,1	-282,6	-216,2	-255,1	-263,9	-273,4	-280,2	-287,3	-294,7	-305,2	-316,0	-326,9	-341,2
zmiana r/r	1,6%	14,2%	11,4%	11,9%	16,2%	9,6%	9,2%	5,6%	3,2%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,4%
SOG	8,2%	6,9%	9,4%	14,6%	15,0%	10,1%	8,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SWW	7,5%	15,7%	12,3%	13,6%	24,1%	9,7%	10,5%	6,5%	2,9%	3,9%	4,6%	4,5%	4,4%	5,4%
SSA	-8,0%	16,4%	16,3%	1,1%	10,1%	8,0%	7,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inne	-0,3%	14,3%	-9,4%	-47,0%	3,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA [mln PLN]	225,9	309,3	336,2	394,2	437,3	473,3	515,8	543,6	559,7	571,9	583,3	594,9	606,7	618,8
SOG	78,2	89,4	94,5	104,5	117,5	126,2	137,0	139,8	142,6	145,4	148,3	151,3	154,3	157,4
SWW	63,7	85,2	98,9	139,2	157,1	170,5	189,0	202,1	207,2	212,3	216,6	220,9	225,3	229,8
SSA	92,6	145,6	157,0	160,2	176,8	191,5	204,9	217,2	225,9	230,4	235,0	239,7	244,5	249,4
Inne	-11,0	-10,0	-14,2	-9,8	-14,1	-15,0	-15,2	-15,5	-15,9	-16,3	-16,6	-17,0	-17,4	-17,8
korekty	2,3	-0,8	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	1 141,0	1 395,6	1 552,8	1 586,0	1 583,5	1 577,6	1 573,1	1 567,2	1 560,8	1 553,5	1 552,5	1 553,2
Wartości niematerialne i prawne	77,7	69,1	65,2	61,4	58,0	54,8	54,9	55,2	55,6	55,9	56,3	56,6
Rzeczowe aktywa trwałe	973,2	1 186,6	1 354,6	1 399,0	1 407,8	1 413,7	1 417,9	1 420,8	1 423,4	1 425,2	1 426,0	1 426,3
Pozostałe aktywa trwałe	90,0	139,9	133,0	125,6	117,7	109,2	100,3	91,2	81,9	72,3	70,3	70,3
Aktywa obrotowe	817,7	927,3	1 054,3	1 160,5	1 276,3	1 326,3	1 360,0	1 393,4	1 431,5	1 472,2	1 528,1	1 588,6
Zapasy	323,3	393,6	479,6	524,6	572,9	604,1	624,6	645,5	671,1	697,4	724,5	758,0
Należności krótkoterminowe	419,5	453,4	526,7	577,3	630,2	665,8	687,2	706,4	727,8	749,8	772,4	798,8
Inwestycje krótkoterminowe	74,9	80,2	47,9	58,6	73,2	56,5	48,2	41,5	32,6	25,0	31,2	31,8
- w tym środki pieniężne	72,7	74,9	42,6	53,4	68,0	51,2	42,9	36,3	27,4	19,7	26,0	26,5
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 958,7	2 322,8	2 607,0	2 746,5	2 859,8	2 903,9	2 933,0	2 960,7	2 992,3	3 025,6	3 080,7	3 141,8
Kapitał (fundusz) własny	1 278,8	1 405,4	1 371,4	1 374,8	1 399,4	1 418,5	1 461,2	1 502,2	1 543,6	1 586,2	1 629,8	1 674,4
Kapitał (fundusz) podstawowy	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5	67,5
Zysk z lat ubiegłych	1 206,0	1 313,8	1 029,1	1 029,1	1 029,1	1 029,1	1 058,8	1 089,9	1 122,0	1 155,0	1 188,9	1 223,9
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	250,8	254,2	278,8	297,8	310,7	320,7	330,0	339,6	349,2	358,9
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	679,8	917,5	1 235,6	1 371,7	1 460,4	1 485,4	1 471,8	1 458,4	1 448,7	1 439,5	1 450,9	1 467,4
Rezerwy na zobowiązania	63,4	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9
Zobowiązania długoterminowe	92,7	140,4	140,4	140,4	140,4	140,4	110,4	80,4	80,4	80,4	80,4	80,4
- w tym zobowiązania oprocentowane	90,6	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5	108,5	78,5	78,5	78,5	78,5	78,5
Zobowiązania krótkoterminowe	486,5	652,1	970,2	1 106,3	1 195,0	1 220,1	1 236,5	1 253,1	1 243,3	1 234,1	1 245,6	1 262,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	224,2	333,9	583,9	683,9	733,9	733,9	733,9	733,9	703,9	673,9	663,9	653,9
Pasywa razem	1 958,7	2 322,8	2 607,0	2 746,5	2 859,8	2 903,9	2 933,0	2 960,7	2 992,3	3 025,6	3 080,7	3 141,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	2 027,1	2 267,4	2 633,9	2 886,7	3 151,3	3 329,0	3 436,2	3 532,3	3 639,4	3 749,4	3 862,3	3 994,2
EBITDA	336,2	394,2	437,3	473,3	515,8	543,6	559,7	571,9	583,3	594,9	606,7	618,8
EBIT	244,4	282,3	314,3	334,9	370,7	395,7	411,9	423,5	434,0	444,9	456,1	467,7
Saldo działalności finansowej	-15,0	-14,8	-10,9	-21,1	-26,5	-28,0	-28,2	-27,5	-26,6	-25,7	-25,0	-24,6
Zysk (strata) brutto	229,5	267,5	303,4	313,8	344,2	367,7	383,6	396,0	407,4	419,2	431,1	443,1
Zysk (strata) netto	209,8	277,9	250,8	254,2	278,8	297,8	310,7	320,7	330,0	339,6	349,2	358,9
CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	267,4	315,1	301,3	359,1	393,3	438,0	467,8	480,0	486,3	495,2	496,5	499,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-206,0	-270,1	-286,7	-178,8	-150,2	-150,2	-152,1	-151,7	-152,2	-152,4	-151,9	-151,9
Przepływy z działalności finansowej	-55,1	-42,8	-47,0	-169,6	-228,5	-304,6	-324,0	-334,9	-343,0	-350,5	-338,3	-346,6
Przepływy pieniężne netto	6,3	2,2	-32,3	10,7	14,6	-16,8	-8,3	-6,6	-8,9	-7,6	6,3	0,5
Środki pieniężne na początek okresu	66,4	72,7	74,9	42,6	53,4	68,0	51,2	42,9	36,3	27,4	19,7	26,0
Środki pieniężne na koniec okresu	72,7	74,9	42,6	53,4	68,0	51,2	42,9	36,3	27,4	19,7	26,0	26,5

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	11,9%	16,2%	9,6%	9,2%	5,6%	3,2%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,4%
EBITDA zmiana r/r	17,3%	10,9%	8,2%	9,0%	5,4%	3,0%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	15,5%	11,3%	6,5%	10,7%	6,8%	4,1%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Zysk netto zmiana r/r	32,4%	-9,8%	1,4%	9,7%	6,8%	4,3%	3,2%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%
Marża EBITDA	17,4%	16,6%	16,4%	16,4%	16,3%	16,3%	16,2%	16,0%	15,9%	15,7%	15,5%
Marża EBIT	12,5%	11,9%	11,6%	11,8%	11,9%	12,0%	12,0%	11,9%	11,9%	11,8%	11,7%
Marża brutto	11,8%	11,5%	10,9%	10,9%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,1%
Marża netto	12,3%	9,5%	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%
ROE	20,7%	18,1%	18,5%	20,1%	21,1%	21,6%	21,6%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%
ROA	12,0%	9,6%	9,3%	9,7%	10,3%	10,6%	10,8%	11,0%	11,2%	11,3%	11,4%
Dług	472,4	722,4	822,4	872,4	872,4	842,4	812,4	782,4	752,4	742,4	732,4
D / (D+E)	20,3%	27,7%	29,9%	30,5%	30,0%	28,7%	27,4%	26,1%	24,9%	24,1%	23,3%
D / E	25,5%	38,3%	42,7%	43,9%	42,9%	40,3%	37,8%	35,4%	33,1%	31,7%	30,4%
Odsetki / EBIT	-5,3%	-3,5%	-6,3%	-7,2%	-7,1%	-6,9%	-6,5%	-6,1%	-5,8%	-5,5%	-5,3%
Dług / kapitał własny	33,6%	52,7%	59,8%	62,3%	61,5%	57,7%	54,1%	50,7%	47,4%	45,6%	43,7%
Dług netto	397,5	679,8	769,0	804,4	821,2	799,5	776,1	755,1	732,7	716,4	705,9
Dług netto / kapitał własny	28,3%	49,6%	55,9%	57,5%	57,9%	54,7%	51,7%	48,9%	46,2%	44,0%	42,2%
Dług netto / EBITDA	1,0	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
Dług netto / EBIT	1,4	2,2	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
EV	4 535,2	4 833,5	4 922,8	4 958,2	4 975,0	4 953,2	4 929,9	4 908,8	4 886,4	4 870,2	4 859,7
Dług / EV	10,4%	14,9%	16,7%	17,6%	17,5%	17,0%	16,5%	15,9%	15,4%	15,2%	15,1%
CAPEX / Przychody	11,5%	10,9%	6,2%	4,8%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	233,7%	233,5%	129,4%	103,7%	101,8%	102,9%	102,2%	101,9%	101,5%	100,8%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	5,1%	4,7%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%
Zmiana KO / Przychody	1,1%	3,6%	2,1%	2,1%	1,3%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	10,5%	25,9%	24,5%	24,6%	24,4%	24,8%	25,5%	26,0%	26,0%	26,0%	26,4%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
P/E*	14,9	16,6	16,3	14,9	13,9	13,4	13,0	12,6	12,2	11,9	11,6
P/BV*	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5
P/CE*	10,6	11,1	10,6	9,8	9,3	9,1	8,9	8,7	8,5	8,3	8,1
EV/EBITDA*	11,5	11,1	10,4	9,6	9,2	8,8	8,6	8,4	8,2	8,0	7,9
EV/EBIT*	16,1	15,4	14,7	13,4	12,6	12,0	11,6	11,3	11,0	10,7	10,4
EV/S*	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
BVPS	148,7	144,5	144,9	147,5	149,5	154,0	158,3	162,7	167,1	171,7	176,4
EPS	29,4	26,4	26,8	29,4	31,4	32,7	33,8	34,8	35,8	36,8	37,8
CEPS	41,2	39,4	41,4	44,7	47,0	48,3	49,4	50,5	51,6	52,7	53,7
DPS	18,0	30,0	26,4	26,8	29,4	28,2	29,5	30,4	31,3	32,2	33,1
Payout ratio	81,1%	102,5%	100,0%	100,0%	100,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 437,7 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:

Kupuj	7	33%
Akumuluj	7	33%
Trzymaj	1	5%
Redukuj	5	24%
Sprzedaj	1	5%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 uwzględnić, 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 dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 19.06.2017 roku, 11:45 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.06.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżone 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 restrykcji dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 19.06.2017 roku:

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

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