



Dom Maklerski BDM S.A.

SELENA FM

RAPORT ANALITYCZNY

SPRZEDAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 15,4 PLN

11 WRZESIEŃ 2017, 11:55 CEST

Kurs Seleny FM wrócił w ostatnich tygodniach w okolice poziomów, przy których wydawaliśmy naszą ostatnią rekomendację dotyczącą spółki (Kupuj z lipca 2016 przy kursie 17,1 PLN). Na przestrzeni ostatnich miesięcy branża chemii budowlanej doświadcza mocnego wzrostu cen podstawowych surowców. 1Q'17 nie przyniósł jeszcze odzwierciedlenia tego efektu w wyniku operacyjnym Seleny (spadek marży brutto został przykryty przez duży wzrost sprzedaży). Uważamy jednocześnie, że wyniki 2 i 3Q'17 znajdują się pod mocną presją spadającej marży brutto (efekt dodatkowo wzmocniony będzie przez wysoką bazę z 2016 roku). Zwracamy uwagę, że indeks cen chemii budowlanej publikowany przez PSB nie wskazuje na razie na poważniejsze korekty cenników w górę (z informacji prasowych wynika, że niektórzy producenci podwyższali ceny w czerwcu/lipcu'17, jednak część zwyżek surowców jest brana na własne barki). Spodziewamy się, że w 2 i 3Q'17 spółka pokaże spadek oczyszczonej EBITDA r/r. W tej sytuacji nie widzimy podstaw, by utrzymywać nasze poprzednie zalecenie. Obniżamy cenę docelową do 15,4 PLN i wydajemy zalecenie Sprzedaż.

Nasza prognoza na 2017 zakłada spadek marży brutto ze sprzedaży z 33% do 30%, zwracamy jednocześnie uwagę, że przy poprzednim okresie mocnych zwyżek cen surowców (lata 2011-12) marża kurczyła się nawet do 27-28%. Poprawy sentymentu do spółki spodziewalibyśmy się dopiero przy korekcie na rynku surowców, dodatkowym katalizatorem mogłaby być także spłata obligacji przez głównego akcjonariusza (w 2015 roku Selen FM objęła obligacje o wartości 60 mln PLN, wyemitowane przez AD Niva – termin ich spłaty upływa z końcem 2017 roku, w modelu uwzględniamy ich spłatę).

Erozja marży brutto ze sprzedaży w spółce widoczna jest już stopniowo od 4Q'16 (przy czym częściowo był to także efekt czyszczenia bilansu przez nowy zarząd). Ujawnienia pełnego efektu wzrostu cen surowców spodziewamy się od 2Q'17. W 1Q'17 spółka pokazała bardzo mocny wzrost przychodów (+23% r/r). Uważamy, że utrzymanie tak wysokiej dynamiki w kolejnych kwartałach jest mało realne (na początku roku zadziałał efekt zwiększonych zakupów odbiorców antycypujących podwyżki cen oraz efekt niskiej bazy).

Mamy obawy, czy uderzenie w marżę nie będzie nawet większe niż zakładamy w tym momencie – europejskie notowania MDI wskazują na dalsze wzrosty q/q w 3Q'17. Dodatkowo kurs rubla i tenge jest obecnie wyraźnie słabszy q/q i YTD, co negatywnie wpływa na rentowność sprzedaży w kierunku wschodnim.

W 2016 roku spółka miała 59 mln PLN EBITDA, przy czym wynik był obciążony przez -35 mln PLN ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej (m.in. efekt czyszczenia bilansu przez nowy zarząd). W 2017 roku prognozujemy EBITDA na poziomie 68 mln PLN, zakładając ujemne saldo pozostałej działalności na -15 mln PLN. Na oczyszczonym wyniku zakładamy tym samym spadek z 94 mln PLN na 83 mln PLN, tj. najniższy od 2012 roku. W naszym modelu przyjmujemy całoroczną marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 30% w 2017 roku (vs 33% w 2016 roku). Zwracamy jednocześnie uwagę, że gdy w okresie 2011-12 spółka doświadczała mocnego wzrostu cen surowców marża spadała do 27-28% (przy czym problemem była też wtedy seria trudnych akwizycji).

We wrześniu 2016 prezesem zarządu został Jean-Noël Fourel (wcześniej Onduline i Somfy) a wiceprezesem ds. finansowych Hubert Rozpędek (poprzednio Work Service). Doświadczenie nowych członków zarządu wskazuje, że spółka, po dłuższym okresie porządkowania biznesu, może wejść na ścieżkę rozwoju przez ekspansję międzynarodową (nowe produkty plus akwizycje). Z końcem marca 2017 Selen nabyła 64% akcji włoskiej spółki Uniflex za 1,7 mln EUR (produkcja uszczelnaczy akrylowych oraz dystrybucja produktów chemii budowlanej, roczne przychody na poziomie ok. 15 mln EUR).

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	997,9	1 013,8	1 164,9	1 233,4	1 283,5	1 320,6
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	73,5	70,6	59,4	67,0	69,9	72,0
EBITDA [mln PLN]	83,6	59,2	68,3	76,6	80,1	82,8
EBIT [mln PLN]	58,9	35,6	44,4	52,0	54,9	57,0
Zysk netto [mln PLN]	26,8	32,0	14,5	32,3	36,3	38,7
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	16,8	14,0	31,0	13,9	12,4	11,6
EV/EBITDA	7,5	10,0	8,3	7,2	6,8	6,4
EV/EBITDA skoryg.*	6,7	9,0	8,3	7,2	6,8	6,4
EV/EBIT	10,6	16,7	12,7	10,7	9,9	9,3

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

Wycena DCF [PLN]	14,9
Wycena porównawcza [PLN]	17,7
Wycena końcowa [PLN]	15,4
Potencjał do wzrostu / spadku	-21,7%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	19,7
Kapitalizacja [mln PLN]	449,8
Ilość akcji [mln. szt.]	22,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	21,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	16,4

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

Struktura akcjonariatu:	
AD Niva**	41,8%
Syrius Investments**	35,3%
Quercus TFI	7,1%
Pozostali	15,9%

**podmioty kontrolowane przez K.Domareckiego

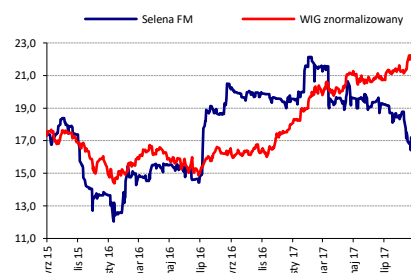
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
TRANSAKCJA Z GŁÓWNYM AKCJONARIUSZEM	8
OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE	8
PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 2Q'17 I KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

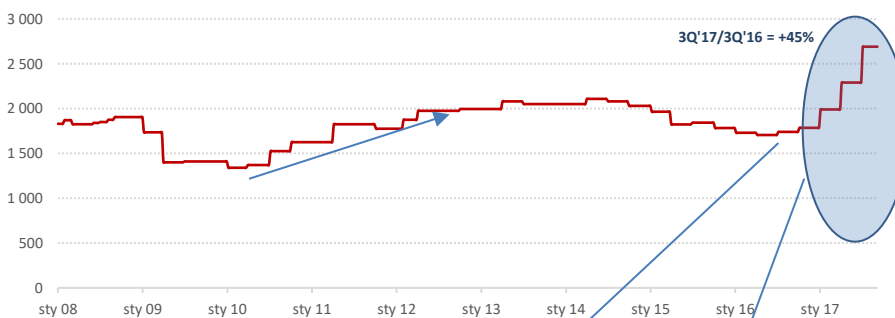
Wycena spółki Seleni FM opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 17,7 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 14,9 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 15,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	14,9
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	17,7
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	16,3
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	19,1
Wycena 1 akcji Seleni FM [PLN]		15,4

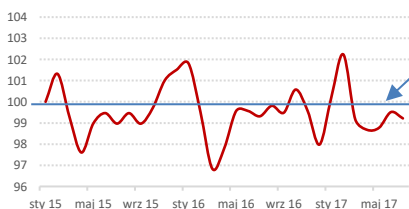
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Cena MDI Europa [EUR/t]



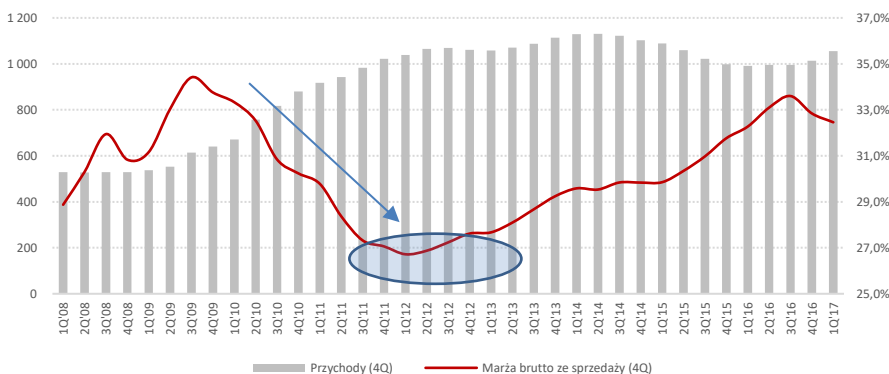
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce od 2015 roku



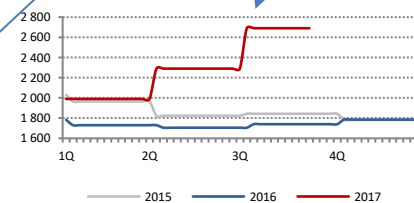
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny MDI Europa r/r [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

- Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce).
- Rok 2015 i większość 2016 to okres korzystnych dla Seleni FM cen surowców, co przełożyło się na wysoki poziom marży brutto ze sprzedaży (34-35% w 2-3Q'16).
- Od 4Q'16 Seleni FM musi mierzyć się ze wzrostem cen surowców (MDI, DME, surowce do produkcji klejów czy uszczelnaczy), spowodowanym m.in. ograniczeniem ich dostępności i wysokim popytem (ożywienie gospodarcze).
- Najmocniej widoczny jest wzrost cen na podstawowym surowcu do produkcji pian (które są najpopularniejszą grupą produktową spółki), czyli MDI. Szacujemy, że koszt MDI może stanowić ok 1/3 w koszcie wytworzenia pian, które z kolei mogą generować ok. 1/4 sprzedaży spółki.
- W naszym modelu przyjmujemy całoroczną marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 30% w 2017 roku (vs 33% w 2016 roku). Zwracamy jednocześnie uwagę, że gdy w okresie 2011-12 spółka doświadczała mocnego wzrostu cen surowców marża spadała do 27-28% (przy czym problemem była też wtedy seria trudnych akwizycji).

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W 2017 rok spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,16 mld PLN, najwyższym w historii (dotychczas było to 1,11 mld PLN w 2013 roku). Baza z 2016 roku jest na dość niskim poziomie (m.in. zakłócona logistyka sprzedaży z powodu perturbacji z wdrożeniem systemu ERP).
- Koszty zużycia materiałów i energii stanowią około 2/3 kosztów rodzajowych. Z tego szacujemy, że >50% mogą stanowić „zmiennie” koszty surowców, oparte w mniejszym lub większym stopniu o ceny ropy (m.in. pochodne benzenu i propylenu). Przy załamaniu cen ropy w 2008/09 roku spółka była w stanie zwiększyć marżę nawet o kilka punktów r/r (34% w 2009 roku). W kolejnych latach marża wyraźnie spadła (w latach 2011-12 nawet do 27-28%), gdy spółka nie była w stanie nadążyć za odbiciem cen surowców, jednocześnie dokonano wtedy mało trafnych akwizycji. W okresie 2015/16, przy niskich cenach ropy, spółka znów była w stanie wygenerować wysokie marże (32-33%). Od 4Q'16 Selena FM musi mierzyć się ze wzrostem cen surowców, spowodowanym m.in. ograniczeniem ich dostępności i wysokim popytem (ożywienie gospodarcze). Przy tym razem wzrost cen części surowców (np. MDI) jest nieproporcjonalnie wysoki w stosunku do odbicia na rynku ropy.
- W modelu przyjmujemy, że spółka zanotuje w 2017 roku marżę brutto niższą niż w 2016 roku, 30% vs 33%. Zwracamy jednocześnie uwagę, że przy poprzednim okresie mocnych wzrostów cen surowców (lata 2011-12) marża spadła nawet do 27-28%. Indeks cen chemii budowlanej publikowany przez PSB nie wskazywał do lipca na poważniejsze korekty cenników w górę. Z informacji prasowych wynika, że niektórzy producenci podwyższają już ceny (o takich zamiarach informowała także Selena FM) - pytaniem jest na ile mogą być one efektywnie przełożone na rynek (po uwzględnieniu bonusów, rabatów itp.). Brak efektywnych podwyżek cen w 2H'17 implikowałby marżę niższą niż obecnie mamy założoną w modelu.
- Bazę dla cen surowców w długim terminie stanowi w naszym modelu krzywa terminowa cen ropy Brent.
- Estymujemy, że rentowność EBITDA w będzie oscylować w okolicach 5,9% w 2017 roku i 6,2-6,3% w kolejnych latach (zakładamy, że ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej spadnie stopniowo z 1,5% przychodów w 2017 roku do poziomu 1% w okresie rezydualnym). Średnioważona marża w okresie 2011-16 (czyli w okresie gdy spółka przekroczyła pułap 1,0 mld PLN sprzedaży) wyniosła 6,2%. Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych na bazie wykorzystania systemu ERP czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych w Turcji, Hiszpanii, Rumunii czy w Chinach.
- Cykl konwersji gotówki przyjmujemy na poziomie 75 dni w długim terminie (nieco niżej niż w 2016 roku; w ostatnich latach wahał się w przedziale 62-92 dni w ujęciu rocznym).
- Przyjmujemy CAPEX w horyzoncie szczegółowej prognozy na poziomie minimalnie wyższym od amortyzacji (podobnie jak średnio w poprzednich kilku latach). W 2017 roku dodatkowo uwzględniamy przejęcie włoskiego Uniflex za 1,7 mln EUR (+opcja odkupu udziałów mniejszości, wyceniana po 1Q'17 na 5,8 mln PLN). Zwracamy uwagę, że spółka dysponuje niewykorzystanym potencjałem w części obszarów – Hiszpania, Chiny, Rumunia.
- W modelu ujmujemy wykup całości emitowanych przez AD Niva obligacji z końcem 2017 roku (w przepływach uwzględniamy także uzyskane odsetki).
- Stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęto z końca 2016 roku, od wyceny odjęto dywidendę za 2016 rok (0,3 PLN/akcję).
- Do obliczeń przyjęliśmy 22,8 mln akcji, a końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11 września 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 339 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 14,9 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 164,9	1 233,4	1 283,5	1 320,6	1 355,8	1 386,1	1 412,2	1 435,7	1 454,3	1 471,0
EBIT [mln PLN]	44,4	52,0	54,9	57,0	59,1	60,9	62,5	63,9	65,1	66,1
Stopa podatkowa	32,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,3	9,9	10,4	10,8	11,2	11,6	11,9	12,1	12,4	12,6
NOPLAT [mln PLN]	30,2	42,1	44,5	46,2	47,9	49,3	50,6	51,8	52,7	53,5
Amortyzacja [mln PLN]	23,8	24,7	25,2	25,8	26,2	26,5	26,7	26,9	27,0	27,1
CAPEX [mln PLN]	-33,1	-26,2	-27,0	-27,7	-27,1	-27,3	-27,4	-27,4	-27,3	-27,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]*	-56,2	-16,2	-10,9	-8,1	-7,7	-6,6	-5,7	-5,1	-4,0	-3,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]**	64,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	49,8
FCF [mln PLN]	28,8	24,3	31,9	36,2	39,3	42,0	44,3	46,2	48,4	21,4
DFCF [mln PLN]	28,1	21,8	26,1	27,1	26,9	26,2	25,3	24,0	22,9	21,4
Suma DFCF [mln PLN]	249,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	560,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	240,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	490,6									
Dług netto 2016 [mln PLN]	144,7									
Dywidenda 2017 [mln PLN]	6,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	339,1									
Ilość akcji [mln szt.]	22,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14,9									

Przychody zmiana r/r	14,9%	5,9%	4,1%	2,9%	2,7%	2,2%	1,9%	1,7%	1,3%	1,2%
EBIT zmiana r/r	24,7%	16,9%	5,7%	3,9%	3,6%	3,1%	2,6%	2,3%	1,8%	1,6%
FCF zmiana r/r*	-34,1%	-15,5%	31,0%	13,5%	8,6%	6,7%	5,5%	4,3%	4,8%	3,0%
Marża EBITDA	5,9%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	3,8%	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża NOPLAT	2,6%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Przychody	2,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	138,8%	106,3%	106,9%	107,6%	103,5%	103,0%	102,4%	101,8%	101,1%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	4,8%	1,3%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	37,2%	23,6%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *uwzględnia zrealizowane różnice kursowe (w 2017 roku: -17 mln PLN), ** zakładane przepływy z inwestycji w obligacje AD Niva

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	78,7%	81,7%	84,4%	87,0%	89,5%	92,1%	94,0%	95,9%	97,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	21,3%	18,3%	15,6%	13,0%	10,5%	7,9%	6,0%	4,1%	2,2%	0,0%
WACC	8,7%	9,0%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	16,0	17,2	18,7	20,6	23,2	26,6	31,6	39,4	53,4
	0,8	14,9	15,9	17,3	18,9	21,0	23,8	27,8	33,7	43,6
	0,9	13,9	14,8	16,0	17,4	19,2	21,5	24,7	29,4	36,6
	1,0	12,9	13,8	14,8	16,0	17,5	19,5	22,2	25,9	31,4
	1,1	12,1	12,8	13,7	14,8	16,1	17,8	20,0	23,0	27,3
	1,2	11,3	12,0	12,8	13,7	14,9	16,3	18,1	20,6	24,0
	1,3	10,6	11,2	11,9	12,7	13,7	15,0	16,5	18,6	21,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	15,7	16,9	18,4	20,3	22,7	26,0	30,7	38,1	51,1
	4%	13,3	14,2	15,2	16,5	18,2	20,3	23,1	27,2	33,3
	5%	11,3	12,0	12,8	13,7	14,9	16,3	18,1	20,6	24,0
	6%	9,7	10,2	10,8	11,5	12,3	13,3	14,6	16,2	18,3
	7%	8,3	8,7	9,2	9,7	10,3	11,1	12,0	13,1	14,5
	8%	7,2	7,5	7,8	8,2	8,7	9,3	9,9	10,7	11,7
	9%	6,2	6,4	6,7	7,0	7,4	7,8	8,3	8,9	9,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	31,4	29,3	27,4	25,7	24,1	22,7	21,4	20,3	19,2
	4%	26,8	24,6	22,7	21,0	19,5	18,2	17,0	15,9	14,9
	5%	23,2	21,0	19,2	17,5	16,1	14,9	13,7	12,7	11,8
	6%	20,3	18,2	16,4	14,9	13,5	12,3	11,3	10,3	9,5
	7%	17,9	15,9	14,2	12,7	11,4	10,3	9,3	8,5	7,7
	8%	15,9	13,9	12,3	10,9	9,7	8,7	7,8	7,0	6,3
	9%	14,2	12,3	10,8	9,5	8,3	7,4	6,5	5,8	5,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki zagranicznych producentów chemii budowlanej (waga 50%). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 404 mln PLN, czyli 17,7 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		17,7
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	50%	16,3
- wycena do zagranicznych producentów chemii budowlanej	50%	19,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Ferro	9,0	9,4	9,0	8,3	7,9	7,4
Nowa Gala	154,7	35,4	27,8	6,4	5,9	5,6
Śnieżka	14,6	14,5	14,3	9,7	9,7	9,3
Megaron	10,3	9,5	9,1	5,8	5,4	5,2
Mediana	12,4	12,0	11,7	7,3	6,9	6,5
Selena FM	31,0	13,9	12,4	8,3	7,2	6,8
Premia/dyskonto dla Seleny FM	149,3%	16,3%	5,9%	12,5%	5,0%	4,1%
Wycena wg wskaźnika	7,9	16,9	18,6	17,0	18,6	18,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		14,5			18,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	16,3					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Wycena porównawcza do zagranicznych producentów chemii budowlanej

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Henkel	12,3	11,5	10,7	8,1	7,3	6,5
Akzo Nobel	18,0	17,4	16,2	9,7	9,3	8,6
Uzin Utz	17,7	15,3	13,1	9,7	8,3	7,0
Sika	23,2	20,7	18,6	13,3	11,9	10,6
Sto SE & Co	15,0	13,5	12,7	6,6	5,9	5,4
Saint Gobain	16,3	14,0	12,5	7,3	6,6	6,0
Mediana	17,0	14,6	12,9	8,9	7,8	6,8
Selena FM	31,0	13,9	12,4	8,3	7,2	6,8
Premia/dyskonto dla Seleny FM	82,8%	-4,7%	-4,1%	-7,3%	-7,0%	0,3%
Wycena wg wskaźnika	10,8	20,7	20,5	21,7	21,5	19,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		17,3			20,9	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	19,1					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

TRANSAKcja Z GŁÓwnYM AKCJONARIUSZEM

Struktura akcjonariatu

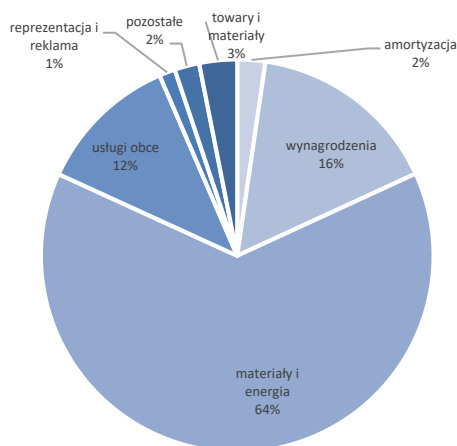
	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
AD Niva*	9 538 000	41,8%	13 538 000	50,5%
Syrius Investments*	8 050 000	35,3%	8 050 000	30,0%
Quercus TFI	1 615 937	7,1%	1 615 937	6,0%
Pozostali	3 630 063	15,9%	3 630 063	13,5%
Razem	22 834 000	100,0%	26 834 000	100,0%

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

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

OTOCZENIE MAKRO/SUROWCE

Struktura kosztów rodzajowych – skonsolidowane

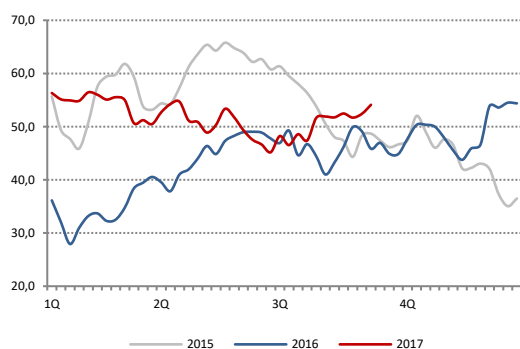


Źródło: BDM S.A., spółka, rok obrotowy 2016

- Rok 2015 i większość 2016 to okres korzystnych dla Seleny FM cen MDI i wielu innych grup surowcowych, co przełożyło się na wysoki poziom marży brutto ze sprzedaży (34-35% w 2-3Q'16).
- Od 4Q'16 Seleny FM musi mierzyć się ze wzrostem cen surowców chemicznych (m.in. MDI, DME, surowce do produkcji klejów) czy materiałów do produkcji opakowań, spowodowanym m.in. ograniczeniem ich dostępności (np. awarie ograniczające dostępność MDI przez Wanhua Chemical, Covestro czy BorsodChem, ograniczenie działalności Dow Chemical w obszarze polioli oraz Momentive w obszarze silikonów acetoxi i polimerów), wzrostem cen ropy i wysokim popytem (ożywienie gospodarcze).
- Z informacji prasowych wynika, że część producentów chemii budowlanej dokonała w ostatnich miesiącach podwyżek cen (m.in. w czerwcu Den Braven, w lipcu Seleny FM), jednak przedstawiciele firm przyznają też, że część podwyżek cen surowców bierze na siebie (<http://informatorbudownictwa.pl/aktualnosci/20940-kryzys-na-rynku-surowcow-skutki-odczuje-cala-branza-budowlana>).
- Jednocześnie szeroki indeks cen chemii budowlanej publikowany przez PSB nie wskazuje, że podwyżki cen pojawiły się w szerszym zakresie na rynku (w 2Q'17 i lipcu były one na poziomie zbliżonym r/r).
- Stabilizacja cen MDI przewidywana jest najwcześniej na 4Q'17, natomiast w obszarze surowców do produkcji klejów podwyżki mogą postępować stopniowo nawet do końca roku.

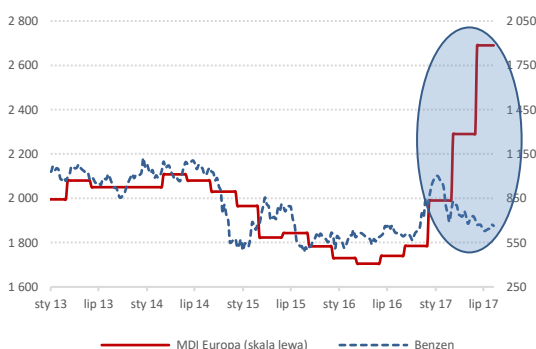
- Największą pozycję w strukturze kosztów spółki stanowią koszty zużycia materiałów i energii (około 2/3 – z tego energia to kilka % a reszta surowce).
- Łącznie około 28% stanowią koszty wynagrodzeń (zatrudnienie w ostatnich latach ustabilizowało się na poziomie ok 1,6-1,7 tys osób) oraz usług obcych. Relatywnie niski jest udział w amortyzacji w kosztach ogółem (2-3%).
- Podstawowymi surowcami w grupie poliuretanów są MDI (najważniejszy surowiec; powstaje na bazie benzenu) oraz poliole (na bazie propylenu), a w kategorii uszczelniaczy: silikon, polimer silikonowy, octan winylu. Wśród innych surowców można wymienić np. asfalty, kwas akrylowy, TCPP, DME, kauczuk. Ceny opakowań zależą od kosztu tworzyw sztucznych (m.in. polietylen).
- Większość surowców zużywanych przez spółkę w mniejszym lub większym stopniu powiązana jest z cenami ropy naftowej (ruchy cenowe następuje zwykle z kilkumiesięcznym opóźnieniem: ropa ->benzen/propylen->MDI/poliole). W ostatnich kwartałach istotne znaczenie odgrywał jednak czynnik podaży (m.in. ograniczanie dostępności surowca przez producentów poprzez zatrzymanie instalacji pozwoliło poprawić marżę na przerobie). Dostawcami są zazwyczaj duże koncerny chemiczne m.in. BASF, Covestro czy PCC Rokita. Walutą rozliczeniową przy zakupie surowca jest EUR.

Cena ropy Brent [USD/bbl]



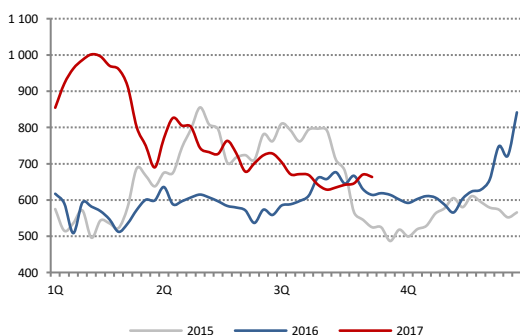
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena MDI Europa vs cena benzenu [EUR/t]



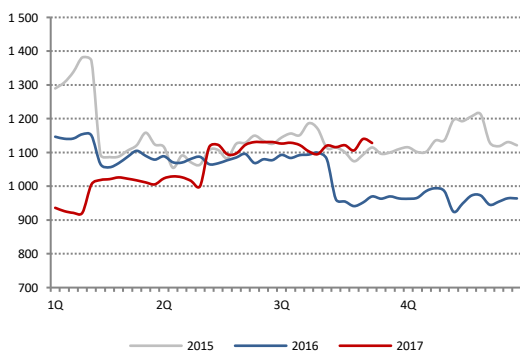
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena benzenu [EUR/t]



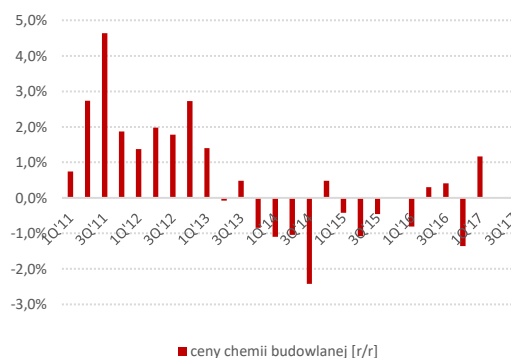
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, benzen jest jednym z głównych składników do produkcji MDI

Octan winylu Europa [EUR/t]



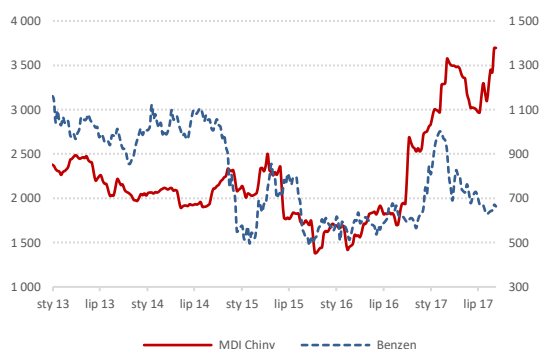
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen chemii budowlanej w Polsce – zmiana cen r/r



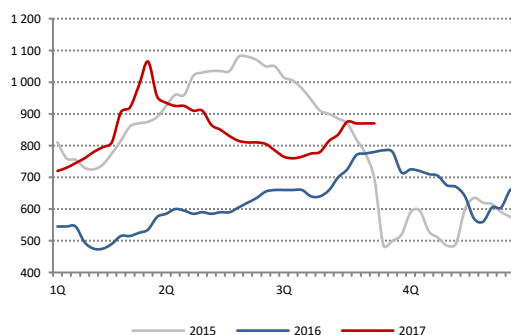
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 3Q'17 = lipiec

Cena MDI Chiny vs cena benzenu [EUR/t]



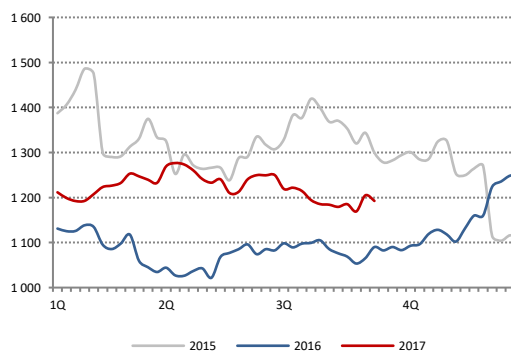
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena propylenu [EUR/t]

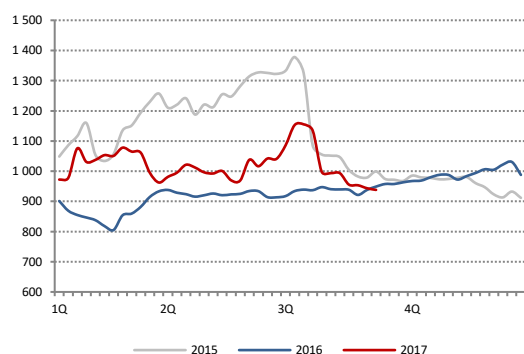


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, propylen jest jednym z głównych składników do produkcji polioli

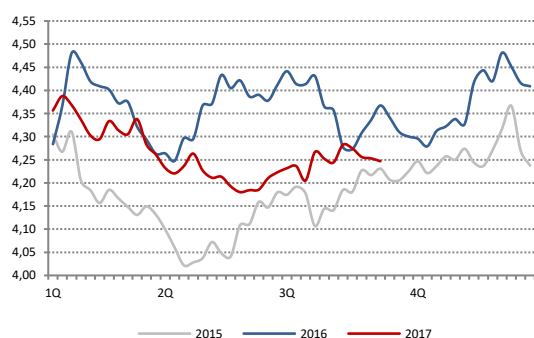
Kwas akrylowy Europa [EUR/t]



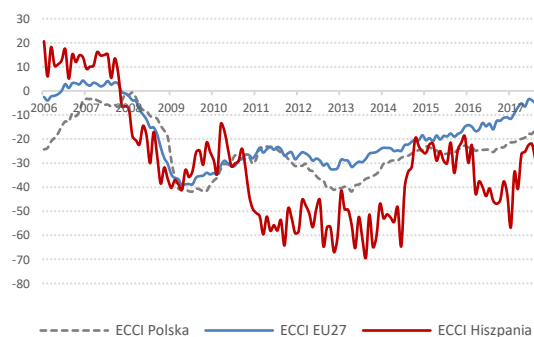
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Emulsja silikonowa Indie [EUR/t]


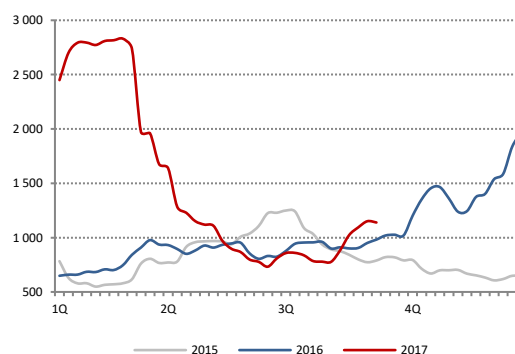
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/PLN



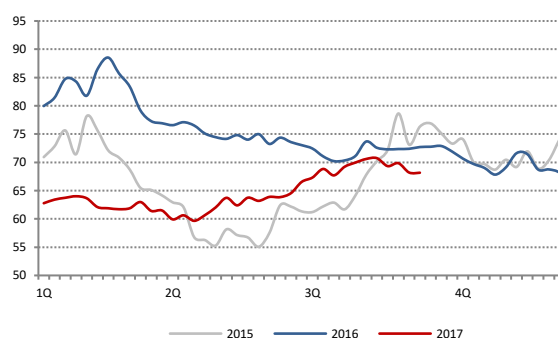
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik zaufania w budownictwie


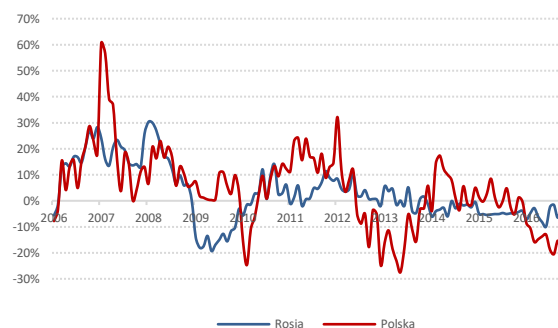
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

Butadien Korea [EUR/t]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
EUR/RUB



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Produkcja budowlana r/r


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 2Q'17 I KOLEJNE OKRESY

Wybrane dane historyczne oraz prognozy wg segmentów* [mln PLN]

[mln PLN]	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	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Przychody	200,1	302,7	337,5	263,1	185,8	272,7	300,6	238,8	178,7	277,3	301,0	256,8	220,1	313,3	340,6	289,5
Polska*	88,1	128,2	128,3	110,4	78,0	105,4	127,8	81,3	73,3	113,7	123,4	87,2	88,0	119,6	137,3	94,5
pozostałe kraje UE	47,4	56,2	70,3	31,5	48,9	57,5	53,1	52,1	52,0	63,7	63,4	57,6	56,1	78,3	79,5	75,8
Europa Wschodnia i Azja	53,4	105,4	126,8	108,1	46,0	95,5	105,6	89,1	39,5	81,2	95,6	93,5	59,6	96,3	103,8	99,6
Ameryka Płn. i Płd.	11,3	12,9	12,0	13,1	12,9	14,2	14,0	16,3	13,9	18,8	18,6	18,4	16,3	19,0	20,0	19,6
zmiana r/r	8,6%	0,5%	-2,6%	-6,7%	-7,2%	-9,9%	-10,9%	-9,2%	-3,8%	1,7%	0,2%	7,5%	23,2%	13,0%	13,2%	12,7%
Polska*	22,6%	0,8%	-19,2%	0,3%	-11,4%	-17,8%	-0,4%	-26,3%	-6,1%	7,9%	-3,4%	7,2%	20,2%	5,2%	11,2%	8,4%
pozostałe kraje UE	7,0%	-2,0%	27,9%	-30,0%	3,1%	2,3%	-24,4%	65,2%	6,5%	10,6%	19,4%	10,6%	7,9%	23,0%	25,4%	31,5%
Europa Wschodnia i Azja	-9,6%	-1,5%	3,4%	-8,3%	-13,8%	-9,4%	-16,7%	-17,6%	-14,2%	-15,0%	-9,5%	4,9%	51,1%	18,6%	8,6%	6,6%
Ameryka Płn. i Płd.	24,7%	33,4%	18,8%	47,0%	13,7%	10,3%	16,7%	24,8%	8,3%	31,9%	32,3%	13,1%	17,0%	1,3%	7,7%	6,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	59,1	88,7	103,6	77,7	55,0	85,0	98,9	78,1	57,8	94,7	104,1	76,4	67,3	95,4	102,3	83,4
marża	29,5%	29,3%	30,7%	29,5%	29,6%	31,2%	32,9%	32,7%	32,3%	34,1%	34,6%	29,8%	30,6%	30,4%	30,0%	28,8%
Koszty sprzedaży	39,3	46,3	44,7	41,2	38,7	43,1	44,4	42,5	38,7	46,3	47,9	47,5	44,0	49,8	51,5	52,7
/przychody	19,6%	15,3%	13,2%	15,7%	20,8%	15,8%	14,8%	17,8%	21,7%	16,7%	15,9%	18,5%	20,0%	15,9%	15,1%	18,2%
Koszty zarządu	21,2	17,9	18,7	19,0	20,2	19,7	17,7	17,1	19,3	19,2	21,5	22,0	22,8	21,1	23,4	23,6
/przychody	10,6%	5,9%	5,5%	7,2%	10,9%	7,2%	5,9%	7,2%	10,8%	6,9%	7,1%	8,6%	10,4%	6,7%	6,9%	8,2%
Saldo PPO/PKO	-4,0	-4,5	-2,1	-4,7	-3,9	-3,9	-3,2	-3,6	-3,7	-8,2	-3,4	-19,7	-2,7	-4,0	-3,0	-5,3
/przychody	-2,0%	-1,5%	-0,6%	-1,8%	-2,1%	-1,4%	-1,1%	-1,5%	-2,1%	-3,0%	-1,1%	-7,7%	-1,2%	-1,3%	-0,9%	-1,8%
EBIT	-5,4	20,1	38,1	12,8	-7,8	18,2	33,6	14,9	-4,0	21,0	31,2	-12,6	-2,2	20,5	24,4	1,8
marża	-2,7%	6,6%	11,3%	4,9%	-4,2%	6,7%	11,2%	6,2%	-2,2%	7,6%	10,4%	-4,9%	-1,0%	6,5%	7,2%	0,6%
EBITDA	0,8	26,4	44,3	19,1	-1,6	24,6	39,8	20,7	1,6	26,2	37,5	-6,0	3,7	26,3	30,4	7,8
UE**	22,6	45,1	47,2	28,9	16,5	39,0	42,4	31,0	23,4	56,4	46,2	19,1	18,7	54,4	41,6	19,5
Europa Wschodnia i Azja	-1,3	3,7	9,7	10,0	-0,4	7,1	12,2	7,3	-0,3	3,0	6,7	-1,9	3,2	1,2	4,1	-2,7
Ameryka Płn. i Płd.	0,6	0,7	0,4	1,1	0,7	0,9	0,9	-0,6	0,8	0,4	1,5	-0,5	0,2	0,1	1,2	-0,6
Nieprzypisane	-21,2	-23,1	-13,0	-21,0	-18,4	-22,3	-15,7	-17,0	-22,3	-33,6	-16,9	-22,7	-18,3	-29,4	-16,5	-8,4
marża EBITDA	0,4%	8,7%	13,1%	7,3%	-0,8%	9,0%	13,2%	8,7%	0,9%	9,5%	12,4%	-2,3%	1,7%	8,4%	8,9%	2,7%
UE	16,7%	24,5%	23,8%	20,4%	13,0%	23,9%	23,4%	23,2%	18,7%	31,8%	24,7%	13,2%	13,0%	27,5%	19,2%	11,4%
Europa Wschodnia i Azja	-2,4%	3,5%	7,6%	9,3%	-0,8%	7,5%	11,6%	8,2%	-0,8%	3,7%	7,0%	-2,0%	5,3%	1,2%	3,9%	-2,7%
Ameryka Płn. i Płd.	5,6%	5,4%	3,5%	8,6%	5,5%	6,0%	6,7%	-3,7%	5,7%	2,4%	8,2%	-2,6%	1,1%	0,5%	5,9%	-3,1%
Nieprzypisane	-10,6%	-7,6%	-3,9%	-8,0%	-9,9%	-8,2%	-5,2%	-7,1%	-12,5%	-12,1%	-5,6%	-8,9%	-8,3%	-9,4%	-4,8%	-2,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, * od 1Q'11 spółka raportuje segmenty geograficzne według lokalizacji sprzedawcy (ujęcie sprzedaży produktów private label do m.in. Europy Wschodniej w segmencie Polska/UE), ** łącznie z Polską

Prognozy wyników na 2Q'2017

	2Q'16	2Q'17P	zmiana r/r	1H'16	1H'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r
Przychody	277,3	313,3	13,0%	456,0	533,4	17,0%	1 013,8	1 164,9	14,9%
Wynik brutto na sprzedaży	94,7	95,4	0,7%	152,5	162,7	6,7%	333,0	348,3	4,6%
Zysk na sprzedaży	29,2	24,5	-16,3%	28,9	25,0	-13,8%	70,6	59,4	-15,8%
PPO/PKO	-8,2	-4,0	-	-11,9	-6,7	-	-35,0	-15,0	-
EBITDA	26,2	26,3	0,3%	27,8	30,0	8,1%	59,2	68,3	15,3%
EBIT	21,0	20,5	-2,6%	17,0	18,3	7,3%	35,6	44,4	24,7%
Zysk brutto	32,8	11,6	-64,7%	26,4	4,9	-81,3%	44,8	21,4	-52,3%
Zysk netto	26,5	9,4	-64,5%	20,0	0,8	-95,8%	32,0	14,5	-54,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	34,1%	30,4%		33,4%	30,5%		32,8%	29,9%	
Marża EBITDA	9,5%	8,4%		6,1%	5,6%		5,8%	5,9%	
Marża EBIT	7,6%	6,5%		3,7%	3,4%		3,5%	3,8%	
Marża zysku netto	9,6%	3,0%		4,4%	0,2%		3,2%	1,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 1Q'17 spółka pokazała bardzo mocny wzrost przychodów (+23% r/r), uważamy jednak, że utrzymanie tak wysokiej dynamiki w 2Q'17 jest mało realne. Na początku roku zadziałał efekt zwiększonych zakupów odbiorców przed spodziewanymi podwyżkami cen oraz efekt niskiej bazy (m.in. kłopoty z wdrożeniem ERP w 1H'16). W 2Q'17 zakładamy wzrost sprzedaży o 13% r/r, jednak należy brać pod uwagę, że za jego część będzie odpowiadać akwizycja Uniflex (włoska spółka generuje ok. 15 mln EUR rocznej sprzedaży).

Obawiamy się, że 2Q'17 przyniesie wyraźne pogorszenie w ujęciu r/r rentowności brutto ze sprzedaży. Od 4Q'16 Selenia FM musi mierzyć się ze wzrostem cen surowców (m.in. MDI), przy czym w 1Q'17 działał jeszcze efekt tańszych zapasów. Spółka zapowiadała podwyżki cen produktów, pytanie czy rzeczywiście udało się je wprowadzić (z informacji prasowych wynika, że weszły w życie dopiero do lipca). Szeroki indeks cen chemii budowlanej publikowany przez PSB wskazuje, że ceny są w miarę stabilne r/r (mimo, że MDI w 3Q'17 jest już

45% wyżej r/r). Dodatkowo osłabiał się od przełomu 1/2Q'17 kurs rubla do EUR, co osłabia rentowność eksportu w kierunku rosyjskim.

Mamy obawy, czy uderzenie w marżę nie będzie nawet większe niż zakładamy w tym momencie. W naszym modelu przyjmujemy całoroczną marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 30% w 2Q'17 i 2017 roku (vs 33% w 2016 roku i 34% w 2Q'16). Zwracamy jednocześnie uwagę, że gdy w okresie 2011-12 spółka doświadczała mocnego wzrostu cen surowców marża spadła do 27-28% (przy czym problemem była też wtedy seria trudnych akwizycji).

Tradycyjnie w przypadku Seleny trudne do prognozowania jest saldo pozostałej działalności operacyjnej. Zakładamy, że nowy zarząd gruntownych odpisów dokonał już w 4Q'16 i obecnie saldo będzie niższe r/r. Na saldzie finansowym spodziewamy się wyraźnie ujemnego wyniku, biorąc pod uwagę różnice kursowe, będące pochodną osłabienia rubla, tenge oraz reala.

W 2017 rok spodziewamy się skonsolidowanych przychodów grupy na poziomie 1,16 mld PLN, najwyższym w historii (dotychczas było to 1,11 mld PLN w 2013 roku). Baza z 2016 roku jest na dość niskim poziomie (m.in. spółka miała wtedy problemy z logistyką sprzedaży z powodu perturbacji z wdrożeniem systemu ERP). W 2016 roku spółka miała 59 mln PLN EBITDA, przy czym wynik był obciążony przez -35 mln PLN ujemnego saldo pozostałej działalności operacyjnej (m.in. efekt czyszczenia bilansu przez nowy zarząd). W 2017 roku prognozujemy EBITDA na poziomie 68 mln PLN, zakładając ujemne saldo pozostałej działalności na -15 mln PLN. Na oczyszczonym wyniku zakładamy tym samym spadek z 94 mln PLN na 83 mln PLN, tj. najniżej od 2012 roku. Estymujemy, że rentowność EBITDA w kolejnych latach powróci ponad pułap 6% (jednocześnie zakładamy, że ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej spadnie w długim terminie z 1,5% przychodów w 2017 roku do poziomu 1% w okresie rezydującym). Średnioważona marża w okresie 2011-16 (czyli w okresie gdy spółka przekroczyła pułap 1,0 mld PLN sprzedaży) wyniosła 6,2%. Przestrzeń do organicznej poprawy marży brutto ze sprzedaży istnieje m.in. dzięki lepszym recepturom produktów, wyższej efektywności procesów produkcyjnych na bazie wykorzystania systemu ERP czy poprawie wyników w zakładach produkcyjnych w Turcji, Hiszpanii, Rumunii czy w Chinach.

Prognozy 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	185,8	272,7	300,6	238,8	997,9	178,7	277,3	301,0	256,8	1 013,8	220,1	313,3	340,6	290,9	1 164,9
zmiana r/r	-7,2%	-9,9%	-10,9%	-9,2%	-9,6%	-3,8%	1,7%	0,2%	7,5%	1,6%	-19,3%	4,2%	42,6%	-70,9%	551,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	55,0	85,0	98,9	78,1	317,0	57,8	94,7	104,1	76,4	333,0	67,3	95,4	102,3	83,4	348,3
SG&A	58,9	62,8	62,1	59,6	243,5	58,0	65,5	69,4	69,4	262,4	66,8	70,9	74,9	76,3	288,9
Saldo PPO/PKO	-3,9	-3,9	-3,2	-3,6	-14,6	-3,7	-8,2	-3,4	-19,7	-35,0	-2,7	-4,0	-3,0	-5,3	-15,0
EBITDA	-1,6	24,6	39,8	20,7	83,6	1,6	26,2	37,5	-6,0	59,2	3,7	26,3	30,4	7,8	68,3
zmiana r/r	-	-6,5%	-10,1%	8,4%	-7,7%	-	6,4%	-5,9%	-	-29,1%	140,6%	0,3%	-18,8%	-	15,3%
EBIT	-7,8	18,2	33,6	14,9	58,9	-4,0	21,0	31,2	-12,6	35,6	-2,2	20,5	24,4	1,8	44,4
Saldo finansowe	1,4	-3,0	-13,1	-6,8	-21,4	-2,5	11,4	-7,0	6,7	8,6	-4,5	-8,8	-6,9	-2,9	-23,1
Zysk (strata) brutto	-6,4	15,7	20,5	8,1	38,0	-6,5	32,8	24,3	-5,9	44,8	-6,7	11,6	17,5	-1,1	21,4
Zysk (strata) netto	-7,8	11,0	17,7	5,9	26,8	-6,5	26,5	16,4	-4,4	32,0	-8,6	9,4	14,2	-0,5	14,5
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,6%	31,2%	32,9%	32,7%	31,8%	32,3%	34,1%	34,6%	29,8%	32,8%	30,6%	30,4%	30,0%	28,7%	29,9%
S&GA/przychody	31,7%	23,0%	20,7%	25,0%	24,4%	32,5%	23,6%	23,1%	27,0%	25,9%	30,4%	22,6%	22,0%	26,2%	24,8%
Marża EBITDA	-0,8%	9,0%	13,2%	8,7%	8,4%	0,9%	9,5%	12,4%	-2,3%	5,8%	1,7%	8,4%	8,9%	2,7%	5,9%
Marża EBIT	-4,2%	6,7%	11,2%	6,2%	5,9%	-2,2%	7,6%	10,4%	-4,9%	3,5%	-1,0%	6,5%	7,2%	0,6%	3,8%
Marża zysku netto	-4,2%	4,0%	5,9%	2,5%	2,7%	-3,6%	9,6%	5,4%	-1,7%	3,2%	-3,9%	3,0%	4,2%	-0,2%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2017-2018 rok [mln PLN]

	2016	2016		2017P	2017P		2018P	2018P	
	poprzednio*	raport	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	978,7	1 013,8	3,6%	1 026,6	1 164,9	13,5%	1 047,7	1 233,4	17,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	324,4	333,0	2,6%	335,4	348,3	3,9%	340,9	370,4	8,6%
EBITDA	93,5	59,2	-36,7%	94,5	68,3	-27,7%	96,2	76,6	-20,4%
EBIT	69,2	35,6	-48,5%	69,0	44,4	-35,6%	70,0	52,0	-25,8%
Zysk (strata) netto	54,5	32,0	-41,2%	49,4	14,5	-70,6%	49,5	32,3	-34,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	33,1%	32,8%		32,7%	29,9%		32,5%	30,0%	
Marża EBITDA	9,6%	5,8%		9,2%	5,9%		9,2%	6,2%	
Marża EBIT	7,1%	3,5%		6,7%	3,8%		6,7%	4,2%	
Marża zysku netto	5,6%	3,2%		4,8%	1,2%		4,7%	2,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 15.07.2016

Prognoza skonsolidowanych wyników na lata 2017-2026

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody*	1 103	998	1 014	1 165	1 233	1 284	1 321	1 356	1 386	1 412	1 436	1 454	1 471
Polska	454,9	392,5	397,6	440,0	468,4	490,1	500,8	511,6	521,0	529,1	537,1	542,9	548,5
pozostałe kraje UE	205,5	211,6	236,8	290,1	317,8	337,3	350,7	363,0	373,9	383,3	390,9	396,8	400,8
Europa Wschodnia i Azja	393,7	336,2	309,7	359,8	367,0	371,1	379,7	388,3	394,6	400,3	405,1	410,1	415,1
Ameryka Płn. i Płd.	49,3	57,5	69,8	74,9	80,2	85,1	89,4	92,9	96,6	99,5	102,5	104,6	106,7
zmiana r/r	-0,9%	-9,6%	1,6%	14,9%	5,9%	4,1%	2,9%	2,7%	2,2%	1,9%	1,7%	1,3%	1,2%
Polska	-2,8%	-13,7%	1,3%	10,7%	6,4%	4,6%	2,2%	2,1%	1,8%	1,6%	1,5%	1,1%	1,0%
pozostałe kraje UE	1,9%	3,0%	11,9%	22,5%	9,6%	6,1%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%
Europa Wschodnia i Azja	-3,2%	-14,6%	-7,9%	16,2%	2,0%	1,1%	2,3%	2,3%	1,6%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%
Ameryka Płn. i Płd.	30,6%	16,5%	21,4%	7,4%	7,0%	6,1%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	329,2	317,0	333,0	348,3	370,4	385,7	396,9	407,6	416,9	424,9	432,1	437,8	443,0
marża	29,8%	31,8%	32,8%	29,9%	30,0%	30,0%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%
Koszty sprzedaży	171,4	168,7	180,4	198,0	209,7	218,2	224,5	230,5	235,6	240,1	244,1	247,2	250,1
/przychody	15,5%	16,9%	17,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Koszty zarządu	76,8	74,8	82,0	90,9	93,7	97,5	100,4	103,0	105,3	107,3	109,1	110,5	111,8
/przychody	7,0%	7,5%	8,1%	7,8%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Saldo PPO/PKO	-15,3	-14,6	-35,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
/przychody	-1,4%	-1,5%	-3,5%	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
EBITDA	90,5	83,6	59,2	68,3	76,6	80,1	82,8	85,3	87,4	89,2	90,8	92,1	93,2
marża	8,2%	8,4%	5,8%	5,9%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
EBIT	65,6	58,9	35,6	44,4	52,0	54,9	57,0	59,1	60,9	62,5	63,9	65,1	66,1
marża	5,9%	5,9%	3,5%	3,8%	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%
Saldo PF/KF	-38,1	-21,4	8,6	-23,1	-12,1	-10,0	-9,3	-8,5	-7,7	-6,9	-6,3	-5,6	-4,8
- w tym saldo różnic kurs.	-30,7	-17,8	16,2	-17,0	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	28,0	38,0	44,8	21,4	39,8	44,9	47,8	50,6	53,2	55,6	57,7	59,5	61,3
Wynik netto	20,8	26,8	32,0	14,5	32,3	36,3	38,7	41,0	43,1	45,0	46,7	48,2	49,7
Dług netto**	129,0	173,7	144,7	113,8	104,2	92,8	82,0	68,5	52,9	35,6	16,7	-4,0	-26,0

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

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	381,0	327,1	336,4	337,9	339,6	341,6	342,5	343,3	344,0	344,5	344,7	344,8
Wartości niematerialne i prawne	49,1	54,1	52,4	50,9	49,5	48,2	47,0	45,8	44,8	43,7	42,8	41,9
Rzeczowe aktywa trwałe	226,9	231,8	242,7	245,8	248,9	252,2	254,3	256,3	258,0	259,5	260,8	261,8
Inwestycje długoterminowe	67,8	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Pozostałe aktywa trwałe	105,1	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2
Aktywa obrotowe	374,1	475,9	483,0	491,3	496,0	498,8	504,0	509,8	520,6	531,7	542,7	551,2
Zapasy	117,0	144,8	178,8	186,5	190,7	195,9	201,2	206,2	210,3	213,8	216,6	219,1
Należności krótkoterminowe	209,1	211,2	238,3	252,4	262,6	270,2	277,4	283,6	289,0	293,8	297,6	301,0
Inwestycje krótkoterminowe	48,1	119,9	65,8	52,4	42,8	32,6	25,4	19,9	21,3	24,2	28,5	31,2
- w tym środki pieniężne	41,9	54,7	60,6	47,2	37,6	27,4	20,2	14,7	16,1	18,9	23,3	26,0
Aktywa razem	755,1	803,1	819,3	829,2	835,7	840,4	846,5	853,1	864,5	876,2	887,4	896,1
Kapitał (fundusz) własny	403,4	433,6	441,2	466,6	490,1	510,6	532,2	554,9	578,3	602,5	627,3	652,9
Kapitał mniejszości	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	351,3	368,9	377,5	362,0	345,1	329,2	313,8	297,7	285,7	273,1	259,5	242,6
Zobowiązania oprocentowane	215,6	199,4	174,4	151,4	130,4	109,4	88,7	67,7	51,7	35,7	19,4	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	135,7	169,5	203,1	210,6	214,7	219,8	225,1	230,0	234,0	237,4	240,1	242,6
Pasywa razem	755,1	803,1	819,3	829,2	835,7	840,4	846,5	853,1	864,5	876,2	887,4	896,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	998	1 014	1 165	1 233	1 284	1 321	1 356	1 386	1 412	1 436	1 454	1 471
Koszty produktów, tow. i materiałów	680,9	680,8	816,5	863,0	897,9	923,7	948,2	969,2	987,3	1 003,6	1 016,5	1 028,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	317,0	333,0	348,3	370,4	385,7	396,9	407,6	416,9	424,9	432,1	437,8	443,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	243,5	262,4	288,9	303,4	315,7	324,9	333,5	341,0	347,4	353,2	357,8	361,9
Zysk (strata) na sprzedaży	73,5	70,6	59,4	67,0	69,9	72,0	74,1	75,9	77,5	78,9	80,1	81,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-14,6	-35,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
EBITDA	83,6	59,2	68,3	76,6	80,1	82,8	85,3	87,4	89,2	90,8	92,1	93,2
EBIT	58,9	35,6	44,4	52,0	54,9	57,0	59,1	60,9	62,5	63,9	65,1	66,1
Saldo działalności finansowej	-21,4	8,6	-23,1	-12,1	-10,0	-9,3	-8,5	-7,7	-6,9	-6,3	-5,6	-4,8
Inne pozycje	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	38,0	44,8	21,4	39,8	44,9	47,8	50,6	53,2	55,6	57,7	59,5	61,3
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto*	26,8	32,0	14,5	32,3	36,3	38,7	41,0	43,1	45,0	46,7	48,2	49,7

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	54,7	69,9	13,9	49,8	57,4	62,1	64,3	66,9	69,0	70,7	72,6	73,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-96,5	-21,0	31,3	-26,0	-26,8	-27,6	-27,1	-27,3	-27,4	-27,4	-27,3	-27,2
Przepływy z działalności finansowej	34,5	-36,0	-39,3	-37,2	-40,2	-44,6	-44,5	-45,0	-40,2	-40,5	-40,9	-43,9
Przepływy pieniężne netto	-7,3	12,9	5,9	-13,4	-9,7	-10,1	-7,3	-5,4	1,4	2,8	4,4	2,6
Środki pieniężne na początek okresu	49,0	41,9	54,7	60,6	47,2	37,6	27,4	20,2	14,7	16,1	18,9	23,3
Środki pieniężne na koniec okresu	41,9	54,7	60,6	47,2	37,6	27,4	20,2	14,7	16,1	18,9	23,3	26,0

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	1,6%	14,9%	5,9%	4,1%	2,9%	2,7%	2,2%	1,9%	1,7%	1,3%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-29,1%	15,3%	12,2%	4,6%	3,3%	3,0%	2,5%	2,1%	1,8%	1,4%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-39,5%	24,7%	16,9%	5,7%	3,9%	3,6%	3,1%	2,6%	2,3%	1,8%	1,6%
Zysk netto zmiana r/r	19,5%	-54,7%	122,4%	12,7%	6,5%	6,0%	5,2%	4,4%	3,8%	3,2%	3,1%
Marża brutto na sprzedaży	32,8%	29,9%	30,0%	30,0%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%
Marża EBITDA	5,8%	5,9%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	3,5%	3,8%	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża brutto	4,4%	1,8%	3,2%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%
Marża netto	3,2%	1,2%	2,6%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%
COGS / przychody	67,2%	70,1%	70,0%	70,0%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%	69,9%
SG&A / przychody	25,9%	24,8%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%
SG&A / COGS	38,5%	35,4%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%
ROE	7,4%	3,3%	6,9%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,6%
ROA	4,0%	1,8%	3,9%	4,3%	4,6%	4,8%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%
Dług	199,4	174,4	151,4	130,4	109,4	88,7	67,7	51,7	35,7	19,4	0,0
D / (D+E)	24,8%	21,3%	18,3%	15,6%	13,0%	10,5%	7,9%	6,0%	4,1%	2,2%	0,0%
D / E	33,0%	27,0%	22,3%	18,5%	15,0%	11,7%	8,6%	6,4%	4,2%	2,2%	0,0%
Odsetki / EBIT	19,2%	16,8%	14,1%	11,5%	9,5%	7,5%	5,8%	4,3%	3,1%	1,9%	0,7%
Dług / kapitał własny	45,9%	39,5%	32,4%	26,6%	21,4%	16,6%	12,2%	8,9%	5,9%	3,1%	0,0%
Dług netto	144,7	113,8	104,2	92,8	82,0	68,5	52,9	35,6	16,7	-4,0	-26,0
Dług netto / kapitał własny	33,4%	25,8%	22,3%	18,9%	16,1%	12,9%	9,5%	6,1%	2,8%	-0,6%	-4,0%
Dług netto / EBITDA	2,4	1,7	1,4	1,2	1,0	0,8	0,6	0,4	0,2	0,0	-0,3
Dług netto / EBIT	4,1	2,6	2,0	1,7	1,4	1,2	0,9	0,6	0,3	-0,1	-0,4
EV	594,5	563,6	554,0	542,7	531,8	518,3	502,8	485,4	466,6	445,9	423,9
Dług / EV	33,5%	30,9%	27,3%	24,0%	20,6%	17,1%	13,5%	10,6%	7,6%	4,3%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,7%	2,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	114,1%	138,8%	106,3%	106,9%	107,6%	103,5%	103,0%	102,4%	101,8%	101,1%	100,3%
Amortyzacja / Przychody	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	3,4%	1,2%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-27,7%	25,9%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	14,0	31,0	13,9	12,4	11,6	11,0	10,4	10,0	9,6	9,3	9,1
P/BV*	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/CE*	8,1	11,7	7,9	7,3	7,0	6,7	6,5	6,3	6,1	6,0	5,9
EV/EBITDA*	10,0	8,3	7,2	6,8	6,4	6,1	5,8	5,4	5,1	4,8	4,5
EV/EBIT*	16,7	12,7	10,7	9,9	9,3	8,8	8,3	7,8	7,3	6,9	6,4
EV/S*	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	19,0	19,3	20,5	21,5	22,4	23,3	24,3	25,4	26,4	27,5	28,6
EPS	1,4	0,6	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2
CEPS	2,4	1,7	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
DPS	0,30	0,30	0,30	0,56	0,80	0,85	0,90	0,94	0,99	1,02	1,06
Payout ratio	25,6%	21,4%	47,2%	40,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 19,7 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/papierniczy

Adrian Górniak

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

deweloperzy, handel

Marek Jurzec

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

IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	Dzień publikacji	Godzina publikacji	kurs	WIG
sprzedaj	15,2	kupuj	21,3	11.09.2017	11:55 CEST	19,7	64 990
kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49 CEST	17,05	45 246
kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849
trzymaj	22,3	kupuj	26,4	6.07.2015		20,3	52 467
kupuj	26,4	zawieszona	-	16.02.2015		18,3	52 561
zawieszona	-	akumuluj	19,3	9.08.2012		5,83	41 254
akumuluj	19,3	trzymaj	20,5	13.06.2011		16,51	49 121
trzymaj	20,5	redukuj	17,0	6.04.2011		19,64	50 248
redukuj	17,0	akumuluj	17,0	10.12.2010		18,45	47 398
akumuluj	17,0	kupuj	14,3	7.04.2010		15,1	43 500
kupuj	14,3	kupuj	18,7	15.10.2009		11,5	37 300
kupuj	18,7	-	-	30.07.2008		14,5	42 416

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17:

Kupuj	2	17%
Akumuluj	8	67%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	8%
Sprzedaj	1	8%

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 11.09.2017 roku (11:55 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.09.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 11.09.2017 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 nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

]