

KĘTY

RAPORT ANALITYCZNY

Po bardzo dobrym okresie 2H'19-1H'22, gdzie dynamiki EBITDA r/r w każdym kwartale były dwucyfrowe, od końcówki 2022 roku spółka znajduje się w okresie erozji wyników. Zarząd spółki pokazał w grudniu ostrożną prognozę na 2023 rok, która zakłada spadek EBITDA o 30% r/r. Szacunkowa EBITDA 1Q'23 jest o 28% niższa r/r (193 mln PLN), wynik oceniamy jednak jako lepszy niż założenia zarządu z grudnia. Pomaga prawdopodobnie strona kosztowa oraz nieco lepsza od oczekiwań sytuacja w budowlance. Sezonowo 2Q jest zwykle mocniejszy niż 1Q i przy realizacji takiego scenariuszu zarząd mógłby mieć podstawy do podniesienia prognozy przed wakacjami. Obawy może budzić ogólna sytuacja makro i ewentualne perturbacje związane z dalszym zacieśnianiem polityki monetarnej. Z drugiej jednak strony baza wynikowa spółki będzie od 2H'23 stawać się mniej wymagająca, a dołek sentymentu do spółki mógł zostać wyznaczony przez prognozę zarządu na 2023 rok. Podkreślamy także, że stopa dywidendy w 2023 i 2024 roku (nawet przyjmując założenia wynikowe zarządu) kształtuje się powyżej rentowności obligacji PL10Y. Wznowiamy wydawanie rekomendacji dla spółki Kęty od zalecenia Akumuluj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 569,3 PLN.

W 2022 roku Kęty wypracowały ostatecznie rekordowe 1,03 mld PLN EBITDA (w samym 4Q'22 wyniki były słabe, ale finalnie powyżej wstępnych danych z grudnia). Okres 2H'22 był wyraźnie słabszy niż 1H'22 i 2H'21 (EBITDA na poziomie 413 mln PLN vs 618 i 448 mln PLN). Przede wszystkim w końcówce roku wyraźnie osłabły wyniki SOG i SWW, w których notowano wcześniej ponadprzeciętne marże.

Prognoza zarządu na 2023 wynosi 721 mln PLN, co implikuje dalsze osłabienie wyniku w 1H'23. Jednocześnie na ostatniej konferencji wynikowej zarząd sygnalizował, że spodziewa się poprawy w 2H'23 (prognoza zarządu zakłada ok 100 mln PLN wyniku więcej w 2H'23 vs 1H'23). Zarząd konstruował swoją prognozę przy założeniach z XI/XII'22. Kurs EUR/USD wynosił wtedy ok. 1,0 (obecnie 1,07-1,08, na ostatniej konferencji wynikowej zarząd informował, że zmiana kursu o 10% to ok +50 mln PLN do wyniku dla spółki), ceny gazu w Europie kształtowały się na poziomie 120-150 EUR/MWh a ceny prądu w Niemczech w rocznych kontraktach notowane były na poziomie ok 350 EUR/MWh (obecnie ceny gazu i prądu można kontraktować za 1/3 ówczesnych cen, co ma istotne znaczenie dla europejskiego przemysłu). Wyraźnie niższe r/r są także ceny podstawowych surowców używanych przez spółkę, jak aluminium czy ropopochodne (w walutach w zasadzie zrównały się już z cenami z 2021 roku notowanymi w analogicznym okresie roku).

Uważamy, że czynniki te sprzyjają, by optymistycznie spojrzeć na perspektywę prognozy wynikowej spółki na 2023 rok. Potwierdzają to wstępne wyniki 1Q'23, które na poziomie EBITDA (mimo spadku o 28% r/r) były o ok. 15% wyższe niż konsensus rynkowy. Po 1Q'23 wykonanie prognozy rocznej zarządu stanowi 27%. W latach 2012-21 średnie wkład 1Q w wyniki roczne stanowił 22%, w 2022 było to aż 26%, ale bardzo słaby w 2022 roku był 4Q'22 (a w 2023 zarząd oczekuje lepszej koniunktury w 2H'23). W ocenie zarządu wyniki 1Q'23 nie stanowią przesłanki do aktualizacji prognozy rocznej ze względu na utrzymującą się niepewność na rynku. Oceniamy, że dopiero wyniki za cały okres 1H'23 mogą ewentualnie skłonić zarząd do rozważania rewizji prognozy rocznej. Zakładamy, że w 2023 roku spółka wypracuje 805 mln PLN EBITDA a w 2024 blisko 903 mln PLN.

Podkreślamy jednocześnie, że spółka ma przed sobą do ukończenia kluczowe inwestycje w SWW i SSA, które powinny zacząć kontrybuować do wyników w dogodniejszym momencie cyklu gospodarczego (podkreślamy także, że segment SSA może być beneficjentem szerokiego programu modernizacji energetycznej budynków w UE). Równocześnie profil spółki nadal pozostaje dywidendowy. Zakładamy, że w 2023 rok DPS wyniesie ok 60 PLN, a w 2024 ok. 42 PLN (wg naszych prognoz), co implikuje div yield na poziomie 11% oraz 8% przy obecnej rentowności PL10Y na poziomie 6%.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	3 549	4 598	5 931	5 537	5 921	6 330
EBITDA [mln PLN]	672,4	899,7	1 031,4	805,3	902,6	968,3
EBIT [mln PLN]	525,8	746,0	865,2	621,6	713,7	779,0
Zysk netto [mln PLN]	430,2	594,6	678,4	473,7	516,1	572,7
DPS [PLN]	35,0	44,6	52,4	59,8	41,7	45,5
Payout ratio	114%	100%	85%	85%	85%	85%
P/BV	3,2	2,9	2,6	2,8	2,6	2,5
P/E	11,9	8,6	7,6	10,9	10,0	9,0
EV/EBITDA	8,5	6,7	6,0	7,9	7,1	6,6
EV/EBIT	10,9	8,1	7,2	10,3	8,9	8,2

AKUMULUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 569,3 PLN

28 MARZEC 2023, 11:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	563,7
Wycena porównawcza [PLN]	582,2
Wycena końcowa [PLN]	569,3
Potencjał do wzrostu / spadku	6,8%
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	533,0
Kapitalizacja [mln PLN]	5 143,5
Ilość akcji [mln. szt.]	9,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	592,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	445,0
Stopa zwrotu za 3 mc	18,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	5,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,1%
Struktura akcjonariatu:	
OFE N-N	15,8%
OFE Drugi Allianz	12,4%
OFE PZU	8,9%
OFE Aegon	6,7%
OFE NN Life	6,0%
Pozostali	50,2%

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:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2025 I PROGNOZA NA 2023	10
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY I PROGNOZY	12
DANE FINANSOWE	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	17,3	11,9	8,6	7,6	10,9	10,0	9,0
P/BV	3,5	3,2	2,9	2,6	2,8	2,6	2,5
EV/EBITDA	11,1	8,5	6,7	6,0	7,9	7,1	6,6
EV/EBIT	15,1	10,9	8,1	7,2	10,3	8,9	8,2
EV/S	1,8	1,6	1,3	1,0	1,2	1,1	1,0
BVPS	154,4	164,7	183,2	201,1	190,5	202,2	216,1
EPS	30,8	44,7	61,6	70,3	49,1	53,5	59,3
DPS (w danym roku)	23,9	35,0	44,6	52,4	59,8	41,7	45,5
Payout ratio	85%	114%	100%	85%	85%	85%	85%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 203	3 549	4 598	5 931	5 537	5 921	6 330
SOG	785	938	1 170	1 517	1 276	1 322	1 388
SWW	1 251	1 280	1 818	2 451	2 385	2 621	2 794
SSA	1 463	1 605	1 995	2 440	2 326	2 451	2 641
inne	17	17	20	21	21	22	22
wyłączenia	-313	-308	-406	-498	-472	-495	-515
EBITDA	523	672	900	1 031	805	903	968
SOG	148	229	288	330	217	228	239
SWW	152	172	286	329	280	327	348
SSA	237	283	349	378	326	366	399
inne/korekty	-14	-12	-24	-6	-18	-18	-18
EBIT	385	526	746	865	622	714	779
Zysk brutto	364	505	733	799	551	639	709
Zysk netto	295	430	595	678	474	516	573
Dług netto	729	586	875	1 056	1 244	1 238	1 211

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	7%	11%	30%	29%	-7%	7%	7%
EBITDA zmiana r/r	13%	29%	34%	15%	-22%	12%	7%
Zysk netto zmiana r/r	10%	46%	38%	14%	-30%	9%	11%
Marża EBITDA	16,3%	18,9%	19,6%	17,4%	14,5%	15,2%	15,3%
Marża netto	9,2%	12,1%	12,9%	11,4%	8,6%	8,7%	9,0%
ROE	20,0%	27,1%	33,6%	34,9%	25,8%	26,4%	27,5%
ROA	10,6%	14,9%	16,9%	17,5%	12,3%	12,8%	13,6%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 680	1 672	1 723	1 903	2 117	2 138	2 142
WNiP	57	55	70	96	103	111	119
Rzeczowe aktywa trwałe	1 494	1 498	1 571	1 751	1 947	1 988	1 998
Pozostałe aktywa trwałe	129	119	82	56	66	39	25
Aktywa obrotowe	1 098	1 217	1 804	1 983	1 749	1 892	2 059
Zapasy	449	517	901	985	821	902	1 008
Należności krótkoterminowe	543	543	791	856	799	855	914
Środki pieniężne	104	151	104	139	127	132	135
Pozostałe aktywa obrotowe	3	6	9	2	2	2	2
Aktywa razem	2 779	2 889	3 527	3 886	3 867	4 029	4 201

Kapitał własny	1 477	1 586	1 768	1 941	1 838	1 952	2 086
Udziały mniejszości	1	1	1	1	2	3	4
Zobowiązania i rezerwy	1 300	1 302	1 757	1 945	2 027	2 075	2 111
Rezerwy na zobowiązania	104	120	116	81	81	81	81
Oprocentowane zobowiązania	832	737	979	1 196	1 371	1 371	1 346
Zobowiązania pozostałe	364	445	663	668	575	623	684
Pasywa razem	2 779	2 889	3 527	3 886	3 867	4 029	4 201
Dług netto	729	586	875	1 056	1 244	1 238	1 211
Dług netto / Kapitał własny	0,5	0,4	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6
Dług netto / EBITDA	1,4	0,9	1,0	1,0	1,5	1,4	1,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	563	637	369	734	842	717	741
CFI	-244	-144	-217	-308	-386	-236	-206
CFF	-316	-446	-199	-391	-470	-476	-532
- w tym dywidenda	229	337	430	505	577	403	439
Przepływy pieniężne netto	3	47	-47	36	-13	6	3
CAPEX / Amortyzacja	178%	99%	142%	186%	211%	125%	110%

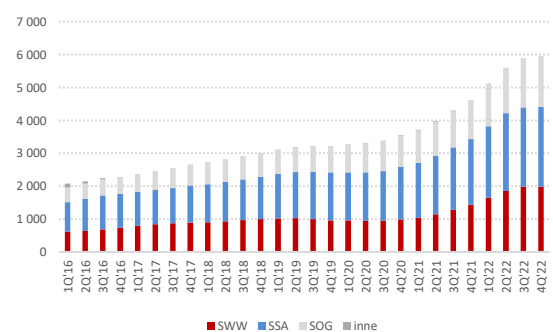
KĘTY

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www. grupakety.com
Wycena końcowa [PLN]	569,3	daty najbliższych raportów:	
Potencjał do wzrostu /	7%	1Q'23:	19 kwi*
Cena rynkowa [PLN]	533,0	2Q'23:	20 cze**
Ilość akcji [mln. szt.]	9,7	*finalne	
Kapitalizacja [mln PLN]	5 144	**wstępne	

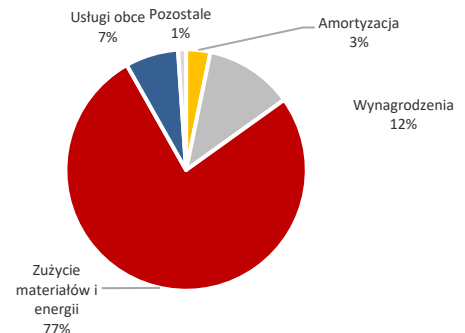
Wyniki Q [mln PLN]	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody	1 237	1 217	1 500	1 648	1 508	1 275
SOG	299	282	404	399	393	320
SWW	511	491	642	726	611	473
SSA	548	544	585	691	594	569
inne	5	5	5	5	5	5
wyłączenia	-126	-105	-136	-173	-96	-94
EBITDA	245	203	268	350	253	160
SOG	58	52	102	98	88	42
SWW	91	73	82	124	75	48
SSA	107	77	98	130	79	71
inne/korekty	-11	0	-15	-2	11	0
EBIT	207	163	229	310	212	115
Zysk brutto	205	156	224	298	197	80
Zysk netto	167	128	175	246	171	87
Dług netto	841	875	813	931	1 015	1 056

Wskaźniki	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody zmiana r/r	34,4%	33,4%	51,5%	42,8%	21,9%	4,8%
EBITDA zmiana r/r	23,9%	43,4%	34,2%	39,0%	3,2%	-21,0%
Zysk netto zmiana r/r	29,7%	32,4%	27,3%	52,1%	2,0%	-32,2%
Marża EBITDA	19,8%	16,7%	17,9%	21,2%	16,8%	12,6%
Marża netto	13,5%	10,5%	11,7%	14,9%	11,3%	6,8%

Struktura przychodów – narastająco 4Q [mln PLN]



Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)



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 2023 – 2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 582,2 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 563,7 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 569,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	563,7
Wycena metodą porównawczą	30%	582,2
Wycena 1 akcji Kęt [PLN]		569,3

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 (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W modelu przyjmujemy obecnie założenia wyższe od zaprezentowanych przez zarząd prognozie na 2023 rok. Kolejne lata także są w naszym modelu powyżej założeń implikowanych przez strategię, co jest konsekwencją m.in. przyjętych założeń makro w modelu. Poniżej przedstawiamy główne elementy:

	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody				
Zarząd*	5 931	5 271	5 207	5 143
BDM/wykonanie	5 931	5 537	5 921	6 330
EBITDA				
Zarząd*	1 031	721	789	864
BDM	1 031	805	903	968
CAPEX				
Zarząd*	310	387	suma = 406	
			suma 2021-25**:	1 321
BDM	310	387	237	208
			suma 2021-25:	1 360
dług netto				
Zarząd*	1 056	1 441	b.d.	919
BDM	1 056	1 244	1 238	1 211

Źródło: BDM S.A., spółka, *2025 prognozy zarządu wg założeń strategii, 2024 jako średnia arytmetyczna 2023 i 2025,

** spółka planowała w strategii 2021-25 poziom 1321 mln PLN

- Przyjęto efektywną stopę podatku uwzględniającą korzyści wynikające z ulg podatkowych.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym przyjmujemy na poziomie 2,0%.
- Wycena nie uwzględnia potencjalnych akwizycji. CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji w 2032 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 9,65 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 28 marca 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 5,44 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 563,7 PLN.

Podstawowe założenia makroekonomiczne*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
EUR/PLN	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,56	4,68	4,76	4,93	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02
USD/PLN	3,94	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,46	4,36	4,44	4,49	4,45	4,42	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41
EUR/USD	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,09	1,11	1,12	1,13	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Aluminium LM 3M [USD/t]	1 610	1 979	2 114	1 814	1 730	2 482	2 715	2 313	2 364	2 500	2 558	2 558	2 689	2 820	2 820	2 935	2 935

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

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 536,9	5 921,1	6 330,3	6 517,7	6 590,2	6 960,7	7 343,4	7 447,8	7 797,7	7 908,3
EBIT [mln PLN]	621,6	713,7	779,0	796,2	812,3	857,1	878,7	900,1	921,0	940,0
Stopa podatkowa*	16%	15%	17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	98,8	108,1	134,3	151,3	154,3	162,8	167,0	171,0	175,0	178,6
NOPLAT [mln PLN]	522,8	605,6	644,8	644,9	658,0	694,2	711,8	729,0	746,0	761,4
Amortyzacja [mln PLN]	183,7	188,9	189,3	188,9	189,8	190,2	190,7	191,2	191,7	192,3
CAPEX [mln PLN]	-387,1	-236,8	-207,7	-197,0	-196,2	-197,4	-198,0	-198,3	-199,0	-199,2
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]	131,6	-92,3	-107,2	-45,4	-13,3	-97,5	-102,1	-23,2	-94,3	-24,8
FCF [mln PLN]	451,1	465,4	519,2	591,4	638,3	589,6	602,4	698,9	644,4	729,7
DFCF [mln PLN]	418,5	391,0	394,9	406,9	397,0	331,1	305,1	318,9	264,6	269,3
Suma DFCF [mln PLN]	3 497,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	8 124,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 998,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	6 496,0									
Dług netto 2022 [mln PLN]	1 056,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	5 439,7									
Ilość akcji [mln szt.]	9,65									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	563,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	-6,6%	6,9%	6,9%	3,0%	1,1%	5,6%	5,5%	1,4%	4,7%	1,4%
EBIT zmiana r/r	-28,2%	14,8%	9,2%	2,2%	2,0%	5,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,1%
FCF zmiana r/r	23,8%	3,2%	11,6%	13,9%	7,9%	-7,6%	2,2%	16,0%	-7,8%	13,2%
Marża EBITDA	14,5%	15,2%	15,3%	15,1%	15,2%	15,0%	14,6%	14,7%	14,3%	14,3%
Marża EBIT	11,2%	12,1%	12,3%	12,2%	12,3%	12,3%	12,0%	12,1%	11,8%	11,9%
Marża NOPLAT	9,4%	10,2%	10,2%	9,9%	10,0%	10,0%	9,7%	9,8%	9,6%	9,6%
CAPEX / Przychody	7,0%	4,0%	3,3%	3,0%	3,0%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	210,7%	125,4%	109,7%	104,3%	103,4%	103,8%	103,8%	103,7%	103,8%	103,6%
Zmiana KO / Przychody	-2,4%	1,6%	1,7%	0,7%	0,2%	1,4%	1,4%	0,3%	1,2%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	33,4%	24,0%	26,2%	24,3%	18,3%	26,3%	26,7%	22,2%	27,0%	22,4%

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

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
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	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	64,5%	66,0%	68,0%	69,3%	70,9%	72,9%	74,7%	76,6%	78,7%	80,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,3%	6,4%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	35,5%	34,0%	32,0%	30,7%	29,1%	27,1%	25,3%	23,4%	21,3%	19,5%
WACC	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%	11,2%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	1,00%	2,00%	3,00%		1,00%	2,00%	3,00%		0,9	1,0	1,1			
beta	0,8	603,8	648,6	705,7	Premia za ryzyko	5,5%	585,5	627,1	679,9	Premia za ryzyko	5,5%	667,4	627,1	590,8
	0,9	565,2	603,6	651,8		6,0%	556,9	594,0	640,4		6,0%	634,1	594,0	557,9
	1,0	530,6	563,7	604,8		6,5%	530,6	563,7	604,8		6,5%	603,6	563,7	528,1
	1,1	499,4	528,1	563,3		7,0%	506,3	535,9	572,4		7,0%	575,5	535,9	500,8
	1,2	471,0	496,1	526,5		7,5%	483,8	510,4	543,0		7,5%	549,5	510,4	475,8

Źródło: Dom Maklerski 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 (2023-25), dla każdego roku przypisaliśmy 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 582,2 PLN na jedną akcję. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 30%.

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

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Aluflexpack	20,6	14,6	9,7	7,5	6,0	4,8
Norsk Hydro	11,4	9,6	9,0	5,5	4,7	4,5
Kaiser Aluminum	23,6	9,0	6,6	9,9	6,3	5,1
Amcor	20,9	20,1	18,8	14,0	13,6	13,1
Alumetal	7,4	8,7	8,2	6,0	6,3	6,2
Ball Corp	16,9	15,0	13,6	11,4	10,4	9,6
Wipak	18,1	17,3	16,0	9,0	8,3	7,8
Huhtamaki	14,4	13,3	12,2	8,3	7,7	7,1
Lindab	14,5	12,6	10,1	8,7	7,4	6,2
Lixil Corp	15,1	12,7	11,5	7,7	7,1	6,5
Assa Abloy	18,7	17,1	15,8	12,6	11,3	10,1
Arconic	14,4	10,9	8,9	6,0	4,7	4,7
UACJ	8,2	6,5	6,8	5,6	4,9	5,4
AMAG Metall	24,0	18,2	19,5	9,4	8,3	8,7
Constellium	9,8	7,6	6,3	5,8	4,9	4,0
Installux	18,4	12,9	12,6	4,4	3,7	3,6
Mondi	8,8	9,0	8,7	4,8	4,8	4,6
Mediana	15,1	12,7	10,1	7,7	6,3	6,2
Kęty	10,9	10,0	9,0	7,9	7,1	6,6
Premia/dyskonto do Kęt	-27,9%	-21,8%	-10,7%	2,5%	11,5%	6,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	739,8	681,7	597,2	517,0	464,5	493,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		672,9			491,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		582,2				

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

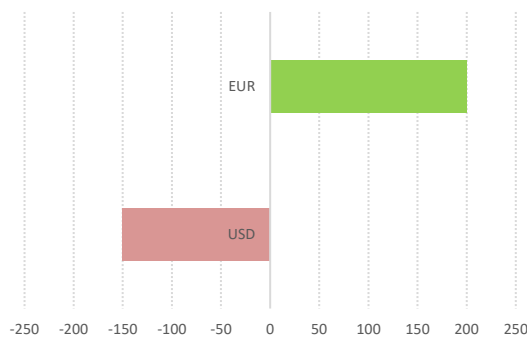
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Schemat działalności grupy

	udział	eksport	zakłady produkcyjne	produkcja tys ton	surowiec	produkty
SWW	27%	45%	Kęty, Tychy, Borodianka (UA), Bistrica (SLO)	85 (125 tys t mocy na koniec 2023)	wlewki, złom	komponenty aluminiowe profile aluminiowe
SSA	48%	40%	Bielsko-Biała, Złotów, Opole, Golezów i Ogrodzona	...*	profile aluminiowe (SWW i zewnętrzne), blacha, akcesoria szkło	systemy fasad, okien, drzwi (ok. 60% sprzedaży) systemy rolet i bram (ok. 40% sprzedaży) szkło ognioochronne (od 2022)
SOG	25%	55%	Kęty, Tychy, Oświęcim	93**	granulaty tworzyw, papier granulat PP	opakowania folia BOPP
			odbiorcy	udział w rynku	kierunek nowych inwestycji	konkurencja
SWW			transport, motoryzacja, przemysł budownictwo (w tym SSA 20% produkcji SWW), przemysł, elektroenergetyka	2,4% w Europie	złożone profile aluminiowe (np. dla motoryzacji)	Hydro, Yawal, Eurometal, Cortizo, Kaye, Extral, Aliplast, Albatros
SSA			budownictwo	40% w PL	popyt ze strony renowacji i zeroemisijnego budownictwa	Sapa, Schuco, Ponzio, Yawal, Aliplast, Blyweert, Heroal, Alukon, Reynaers
			budownictwo	60% w PL		
			budownictwo	b.d.		
SOG			produkcji żywności i inne branże	20% w PL	wzrost udziału produktów nadających się do recyklingu	Amcor, Constantia, Mondi, Amerplast, Fuji Seal, Schur, Wipak, Flexpol, Poligal

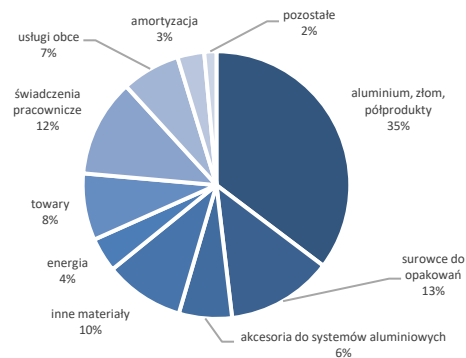
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *250 tys mkw powierzchni magazynowej, ** szacunkowo (mocy w BOPP 60-80 tys ton)

Nadwyżka przychodów nad kosztami w 2022 roku [mln EUR, mln USD]



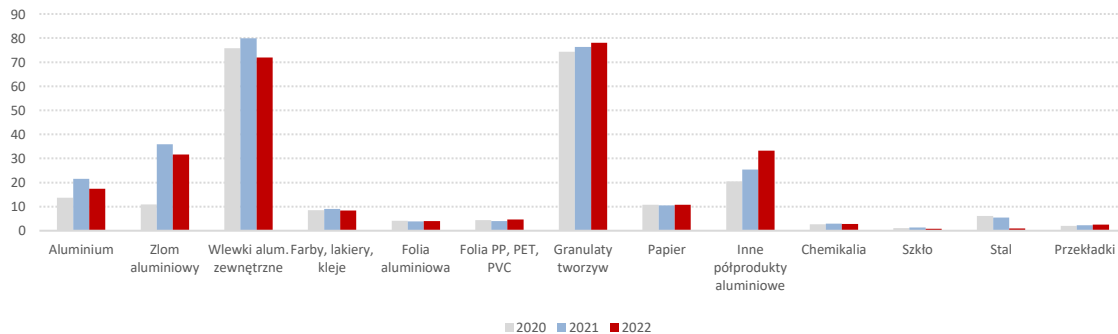
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura kosztów w 2022 roku



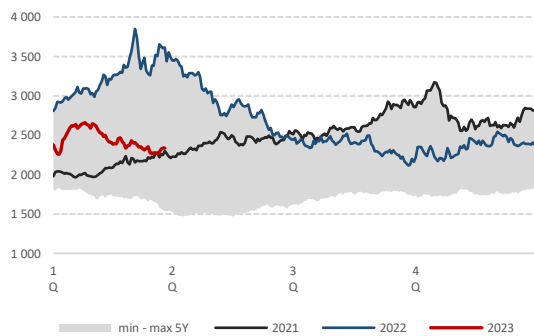
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura zużycia surowców w 2022 roku [tys t]



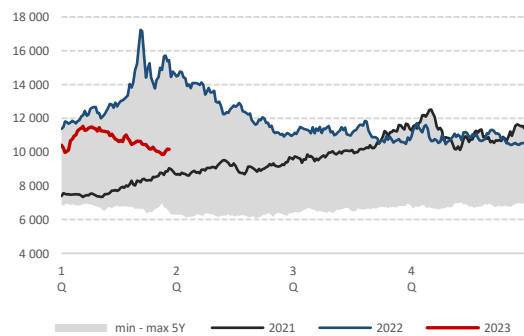
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny aluminium na LME [USD/t]

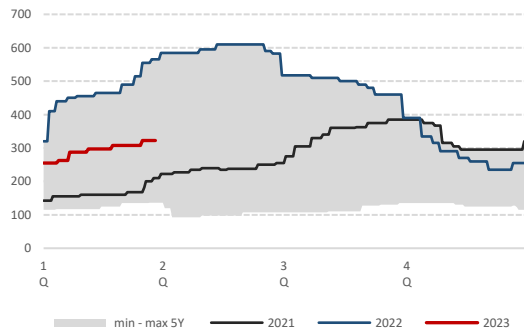


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

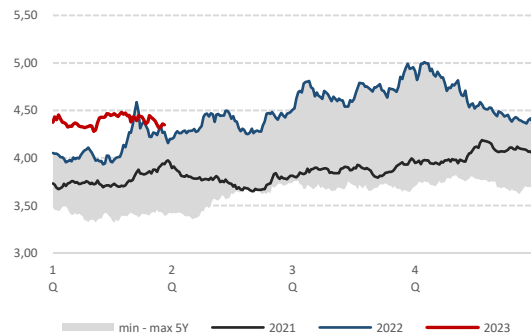
Ceny aluminium na LME [PLN/t]



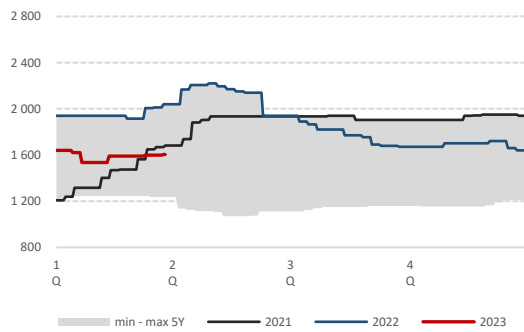
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Premia za fizyczną dostawę aluminium [USD/t]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ingot

Kurs USD/PLN


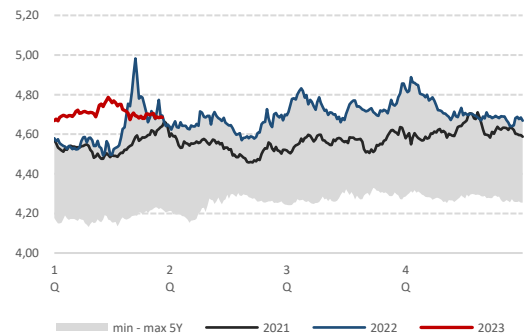
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena polipropylenu [EUR/t]


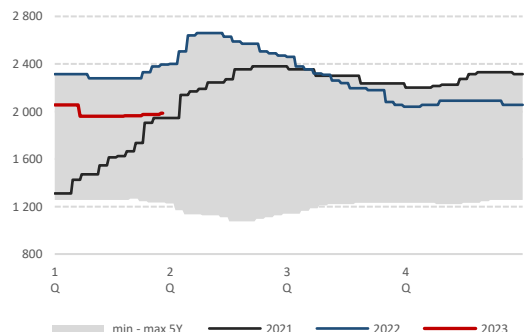
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/USD


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kurs EUR/PLN


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena polietylenu [EUR/t]


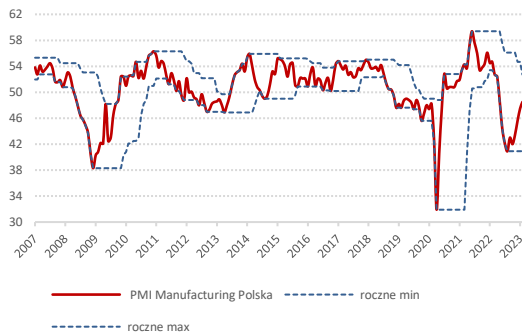
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, polietylen (LDPE)

Biorąc pod uwagę mix walutowy przychody/koszty dla spółki korzystne jest mocne EUR względem USD przy relatywnej słabości PLN vs EUR. W 2022 roku spółka wg szacunków zarządu miała 200 mln EUR nadwyżki przychodów w tej walucie nad kosztami. Natomiast w przypadku USD nadwyżka była w przypadku kosztów nad przychodami (ok 150 mln USD).

W USD kwotowane są ceny aluminium. Obecnie ceny są wyraźnie niższe r/r. Notowania są mniej więcej porównywalne z okresem przełomu 1/2Q'21. Ceny w PLN nieco podbija wyższy r/r kurs USD/PLN, ale także są one wyraźnie niższe w ujęciu r/r. Premie za fizyczną dostawę aluminium (dodawane do ceny notowań LME) także są wyraźnie niższe r/r, jednocześnie nieco odbiły względem 4Q'22.

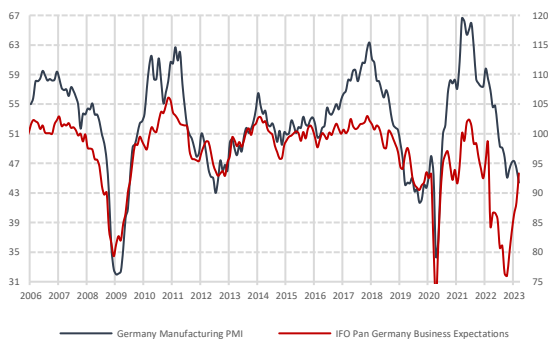
Ceny tworzyw sztucznych, ważnych z punktu widzenia SOG, uzależnione są od cen ropy naftowej. Obecnie ceny polietylenu czy polipropylenu zaczynają być niższe niż w 2021 roku w tym samym okresie roku.

PMI dla sektora przemysłu w Polsce



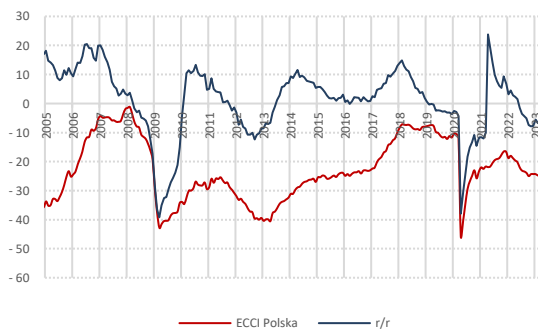
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wskaźnik oczekiwań Ifo vs PMI



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EC Construction Confidence Indicator Poland



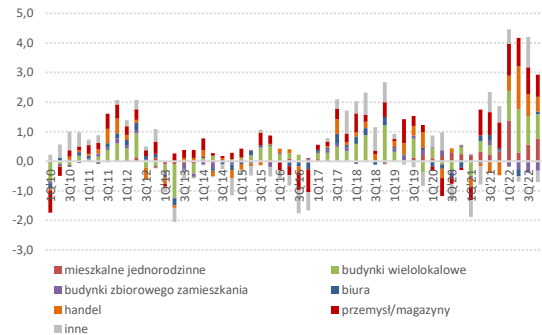
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Wskaźnik zaufania w branży budowlanej dla Polski

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu od połowy 2021 roku znajdował się w mocnym trendzie spadkowym zaliczając dołek w 3Q'22 na poziomie 41 pkt. Od tego czasu indeks zanotowała wzrost do 48,5 pkt w lutym, jednak nadal pozostaje to poziomy poniżej granicznej wartości 50 pkt.

Podobnie w przypadku wskaźników wyprzedzających dla niemieckiej gospodarki (Ifo i ZEW) na przełomie 3/4Q'22 odnotowano dołek i dynamiczne odbicie w ostatnich miesiącach. Dynamika nie znajduje tu jednak na razie potwierdzenia w zachowaniu PMI dla niemieckiego przemysłu, które odbicie od dna było symboliczne, a marcowy wstępny odczyt przyniósł nowy dołek cyklu.

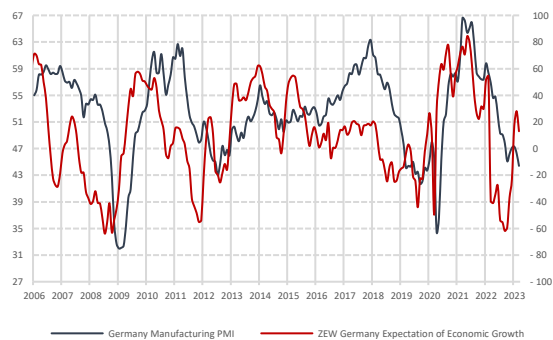
Publikowane przez Komisję Europejską wskaźniki zaufania w budownictwie znajdują się w trendzie spadkowym mniej więcej od początku 2022 roku i obecnie są na poziomach niższych r/r.

Nakłady w obszarze bud. kubaturowego w Polsce – zmiana r/r [mld PLN]



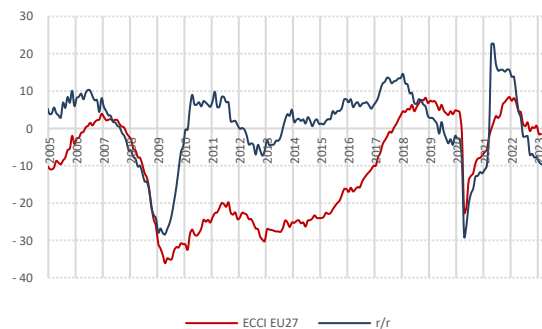
Źródło: BDM S.A., GUS

Wskaźnik oczekiwań ZEW vs PMI



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EC Construction Confidence Indicator EU27



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Wskaźnik zaufania w branży budowlanej dla UE-27

AKTUALNE ZAŁOŻENIA STRATEGII DO 2025 I PROGNOZA NA 2023

Założenia ogólne aktualnej strategii zarządu do 2025 roku oraz prognozy na 2023 rok [mln PLN]

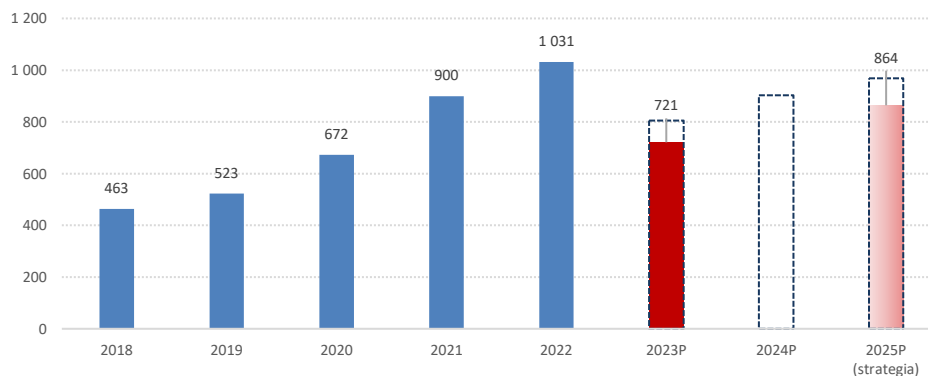
	2019	2020	2021	2022	2023P zarząd	2023P BDM	różnica	2025P zarząd	2025P BDM	różnica
Przychody	3 203	3 549	4 598	5 912	5 271	5 537	5%	5 143	6 330	23%
SWW	1 251	1 280	1 818	2 467	2 333	2 385	2%	---	2 794	---
SSA	1 463	1 605	1 995	2 430	2 294	2 326	1%	---	2 641	---
SOG	785	938	1 170	1 491	1 156	1 276	10%	1 070	1 388	30%
inne/wyłączenia	-296	-274	-386	-476	-512	-450	-12%	---	-493	---
EBIT	385	526	746	839	537	622	16%	650	779	20%
rentowność	12,0%	14,8%	16,2%	14,2%	10,2%	11,2%		12,6%	12,3%	
EBITDA	523	672	900	1 002	721	805	12%	864	968	12%
SWW	152	172	286	319	231	280	21%	275	348	26%
SSA	237	283	349	366	313	326	4%	397	399	1%
SOG	148	229	288	329	195	217	11%	202	239	18%
inne/wyłączenia	-14	-12	-24	-12	-18	-18		-10	-18	-
rentowność	16,3%	18,9%	19,6%	16,9%	13,7%	14,5%		16,8%	15,3%	
Zysk netto	295	430	595	656	388	474	22%	508	573	13%
rentowność	9,2%	12,1%	12,9%	11,1%	7,4%	8,6%		9,9%	9,0%	
Dług netto	729	586	875	1 251	1 441	1 244		919	1 211	
CAPEX	246	146	219	321	387	387	suma 2021-25	1 321	1 360	
Dywidenda	229	337	430	505	558	577	suma 2021-26	1 700	2 353	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obecne cele strategiczne do 2025 (z lipca 2021)

- W końcówce grudnia 2020 spółka przedstawiła strategię na lata 2021-25.
- Strategia to została zaktualizowana dotychczas jeden raz – w lipcu 2021 roku.
- W związku z szybszym niż zakładano pierwotnie rozwojem nowych rynków zwiększono wtedy planowany CAPEX w SWW (budowa nowej hali i zakup dodatkowej prasy w Polsce oraz rozbudowa mocy w Słowenii) i SSA (budowa nowej hali dla Aluprofu).
- Łącznie wydatki inwestycyjne w 2021-25 mają sięgnąć 1321 mln PLN (+256 mln PLN vs pierwotna wersja, z czego ¾ zmiany przypada na SWW). W wyniku planowanego zwiększenia mocy podwyższono wtedy m.in. cel EBITDA na 2025 do 864 mln PLN z pierwotnie planowanych 787 mln PLN.
- Najważniejsze prowadzone obecnie przez spółkę inwestycje to zwiększenie mocy w SWW poprzez uruchomienie nowych pras (jedna z końcem 1Q'23 o mocy 10 tys ton rocznie oraz druga na przełomie 2023/24 o mocy 15 tys ton; na koniec 2022 moce produkcyjne wynosiły ok 100 tys ton rocznie, przy sprzedaży na poziomie 85 tys ton) oraz budowa nowego zakładu w Złotowie (projekt Aluprof BIS), gdzie prace budowlane zostaną zakończone do 4Q'23.
- Polityka dywidendowa ze strategii do 2025 roku zakłada przeznaczenie 60-100% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę (przy relacji dług netto/EBITDA na koniec poprzedniego roku obrotowego na maksymalnym poziomie 2,0x) – w prognozach zarządu założono średnio 85%.
- W naszych prognozach przyjmujemy, że spółka zrealizuje z nawiązką zakładane w strategii założenia EBITDA na 2025 rok. Nasze prognozy nie uwzględniają możliwych akwizycji, gdzie prawdopodobnie może istnieć duży potencjał do uzyskania synergii na możliwości wykorzystania istniejących struktur sprzedażowych spółki dla rozwoju komplementarnych biznesów.

EBITDA rocznie wg prognoz zarządu vs prognozy BDM [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognoza zarządu na 2023
Prognoza zarządu na 2023 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P
Przychody ze sprzedaży	2 993	3 203	3 549	4 598	5 931	5 271
SOG	707	785	938	1 170	1 517	1 156
SWW	1 270	1 251	1 280	1 818	2 451	2 333
SSA	1 292	1 463	1 605	1 995	2 440	2 294
inne	15	17	17	20	21	---
wylączenia	-291	-313	-292	-406	-498	-512
EBITDA	463	523	672	900	1 031	721
SOG	119	148	229	288	330	195
SWW	163	152	172	286	329	231
SSA	190	237	283	349	378	313
inne/korekty	-8	-14	-12	-24	-6	-18
EBIT	338	385	526	746	865	537
saldo finansowe	-21	-21	-21	-13	-66	-92
Zysk brutto	317	364	505	733	799	445
Zysk netto	268	295	430	595	678	388
CFO	293	563	637	369	734	844
Dług netto	774	729	586	875	1 056	1 441
Marża EBITDA	15,5%	16,3%	18,9%	19,6%	17,4%	13,7%
SOG	16,8%	18,8%	24,4%	24,6%	21,8%	16,9%
SWW	12,8%	12,2%	13,4%	15,7%	13,4%	9,9%
SSA	14,7%	16,2%	17,7%	17,5%	15,5%	13,6%
Marża EBIT	11,3%	12,0%	14,8%	16,2%	14,6%	10,2%
Marża zysku netto	9,0%	9,2%	12,1%	12,9%	11,4%	7,4%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Główne założenie prognoz zarządu na 2023:

- W 1H'23 będzie kontynuowana korekta w długoterminowym trendzie wzrostowym na wyroby wyciskane z aluminium na rynku europejskim.
- Oczekiwana jest poprawa sytuacji w 2H'23 wraz ze spadkiem ponadnormatywnych zapasów magazynowych z 1H'22 (niedobór surowców na skutek wojny w Ukrainie).
- Zarząd zakłada normalizację marż, szczególnie w SWW i SOG oraz negatywny wpływ presji konkurencyjnej. Zarząd zakłada działania zwiększające wydajność produkcji oraz efektywność kosztową.
- Spółka zakłada wzrost kosztów energii o +58% r/r (323 mln PLN), a kosztów wynagrodzeń o 9% r/r (657 mln PLN).
- Zakładana przez zarząd EBITDA na 2023 ma odpowiadać założeniom ze strategii na lata 2021-25, natomiast wynik netto ma być 7% niższy niż założenia ze strategii na ten rok (efekt kosztów finansowych, założono -92 mln PLN salda finansowego, z drugiej strony założono rozpoznanie aktywa podatkowego na 30 mln PLN).
- Główne założenia makroekonomiczne przyjęte przez zarząd na 2023: PKB w Polsce +1,3%, inflacja: 11,7%, średnia cena aluminium: 2200 USD/t, USD/PLN=4,74, EUR/PLN=4,74.
- Prognoza 2023 uwzględnia wypłatę dywidendy w wysokości 85% skonsolidowanego zysku netto za 2022 rok (rekomendacja zarządu zostanie przedstawiona w roku 2023 w oparciu o ocenę aktualnej i przewidywanej sytuacji spółki), co implikuje ok. 58 PLN/akcję (taki sam procentowy poziom wypłaty za 2023P będzie implikował 34 PLN/akcję).
- Zakładany CAPEX to 387 mln PLN a dług netto na koniec 2023: 1,44 mld PLN.

Podsumowanie konferencji dotyczącej prognoz na 2023 rok:

- 4Q'22 nie był łatwy, w wyniki nie były pod wpływem zdarzeń jednorazowych
- Widoczny spadek popytu z rynku budowlanego. Skończył się okres wysokiego popytu i marż w BOPP
- 2023 rok powinien być wyraźnym dołkiem wynikowym, spółka liczy na odbicie w 2024 w obszarze budowlanym w wyniku pojawienia się środków UE (pozytywnym sygnałem byłoby uruchomienie KPO, ale wpływ byłby najwcześniej w końcówce 2023)
- EBITDA powinna rozłożyć się na poziomie nieco ponad 300 mln PLN w 1H'23 oraz ok. 400 mln PLN w 2H'23
- Uspokoiła się sytuacja na rynku surowców, zabezpieczone cenowo jest ¾ wolumenu gazu i 60% energii na 2023, spółka będzie sukcesywnie uzupełniać zakupy na 2023
- 10% zmiany USD/PLN (ok. 0,45 PLN) to obecnie 50 mln PLN ceteris paribus (koszt przy osłabieniu PLN, zysk przy umocnieniu)
- Spółka planuje minimalny wzrost zatrudnienia (głównie w SWW, natomiast SSA ma w planach ograniczenie zatrudnienia)
- W sytuacji, gdyby pojawił się duży, ciekawy cel akwizycyjny, możliwe jest przejściowe ograniczenie dywidendy w porozumieniu z akcjonariuszami

SWW: pozytywnym trendem jest elektromobilność (w 2023 zaczną procentować projekty z lat poprzednich), dobry popyt obserwowany jest w stopach twardych z branży zbrojeniowej, spółka planuje zwiększyć wolumeny produkcji w 2023 (90 tys t vs 84 tys ton – część wzrostu wolumenu ma wynikać z przekierowania zakupów z SSA); zarząd widzi wzrost w eksporcie, w Polsce obrona udziałów rynkowych; branża podejmuje działania, aby zablokować dumpingowe ceny z Turcji (wysoka podaż profili może utrzymać się w 2023 i w kolejnych latach),

SOG: spółka zakłada 84% wykorzystanie mocy (vs 89% w 2022); zarząd podkreśla trend przechodzenia z laminatów wielowarstwowych na papier z warstwami ochronnymi (dodatkowo wycofywane z laminatów są folie aluminiowe i poliestrowe, przechodzenie na folie polietylenowe i polipropylenowe); efektem jest skrócenie łańcucha wartości dodanej i ograniczenie marż; popyt na BOPP zaczął gwałtownie spadać od 3Q'22 (popyt w 4Q'22 był najniższy od 2008)

SSA: wyraźny spadek rynku polskiego zakładany w 2023; spółka zakłada spadek sprzedaży w Polsce na 6-7%, mniej niż rynek ze względu na sprzedaż do klientów krajowych, którzy eksportują (programy termomodernizacji w Europie); na rynkach zagranicznych spółka skupia się na Europie Zachodniej (m.in. chce dotrzeć do klientów indywidualnych w UK); jako perspektywiczne postrzegane są Bałkany; w 4Q'22 spółka rozpoczęła sprzedaż szkła ogniowego (plan 30 tys m² na 2023); presja konkurencyjna może negatywnie wpływać na marże (pole do podwyżek cen jest ograniczone ze względu na słaby popyt); do 1Q'24 pełne uruchomienie nowego kompleksu w Złotowie

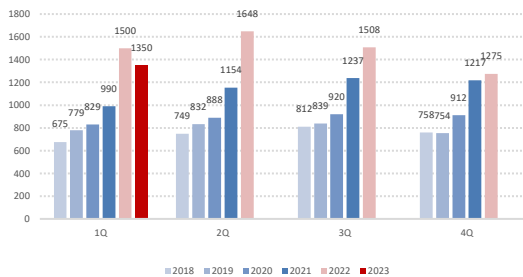
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY I PROGNOZY

Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

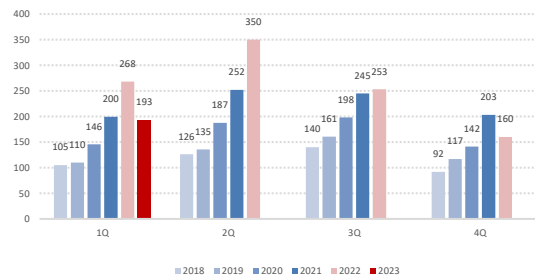
	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23W
Przychody ze sprzedaży	778,9	831,8	838,8	753,8	829,0	887,8	920,0	911,8	990,1	1 154,2	1 236,6	1 216,6	1 500,1	1 648,5	1 507,7	1 274,6	1 350,0
SOG	200,4	192,8	191,3	200,9	245,0	253,5	230,9	208,2	284,5	305,1	299,0	281,5	404,3	398,7	393,3	320,4	
SWW	326,5	341,5	329,2	254,1	318,4	323,9	327,8	309,9	370,7	445,7	510,9	491,1	641,7	726,1	610,5	473,1	
SSA	328,8	376,4	402,5	354,9	335,1	383,6	439,3	447,1	410,5	492,6	548,1	543,6	585,1	691,0	594,3	569,2	
inne	3,9	3,8	3,9	5,5	4,4	4,4	4,5	4,2	4,8	4,9	5,1	4,9	4,9	5,3	5,3	5,4	
wyłączenia	-80,6	-82,7	-88,1	-61,6	-74,0	-77,6	-82,4	-57,6	-80,4	-94,1	-126,5	-104,6	-135,9	-172,6	-95,7	-93,5	
EBITDA	110,1	135,5	160,6	117,0	145,6	187,4	198,0	141,5	199,7	251,9	245,2	202,9	267,9	350,3	253,0	160,2	193,0
SOG	36,1	36,8	39,1	35,6	50,1	71,5	63,6	43,8	77,0	101,4	57,8	51,9	102,1	98,0	88,2	41,7	
SWW	29,7	41,7	49,9	31,0	37,3	43,4	51,4	40,0	52,4	68,7	91,2	73,5	81,9	124,4	74,7	47,8	
SSA	45,8	62,4	79,2	50,1	61,1	74,5	89,4	58,3	73,5	91,3	107,4	77,3	98,4	129,7	78,9	71,2	
inne/korekty	-1,4	-5,4	-7,6	0,3	-2,9	-2,0	-6,4	-0,6	-3,3	-9,3	-11,2	0,1	-14,5	-1,8	11,2	-0,4	
EBIT	76,6	101,3	125,8	81,1	108,4	151,5	161,6	104,3	162,4	213,9	207,1	162,7	229,2	309,6	211,7	114,7	149,0
saldo finansowe	-4,9	-7,0	-3,7	-5,6	-5,8	-8,3	-2,3	-4,3	-1,8	-2,3	-2,5	-6,4	-5,1	-12,0	-14,5	-34,6	-17,0
Zysk brutto	71,8	94,3	122,1	75,5	102,6	143,3	159,3	100,0	160,6	211,5	204,6	156,3	224,2	297,5	197,2	80,1	132,0
Zysk netto	57,9	75,5	99,0	62,4	83,3	121,0	129,0	97,0	137,3	161,8	167,2	128,3	174,8	246,0	170,5	87,0	125,0
CFO	123,2	137,5	159,3	142,9	117,3	217,1	204,5	97,7	98,7	93,5	131,5	45,3	84,7	57,6	208,4	383,5	
Dług netto	753,4	734,8	659,1	728,8	665,5	485,7	347,5	586,2	534,5	620,1	841,3	874,9	813,3	931,4	1 015,5	1 056,3	950,0
Marża EBITDA	14,1%	16,3%	19,1%	15,5%	17,6%	21,1%	21,5%	15,5%	20,2%	21,8%	19,8%	16,7%	17,9%	21,2%	16,8%	12,6%	14,3%
SOG	18,0%	19,1%	20,4%	17,7%	20,4%	28,2%	27,5%	21,0%	27,1%	33,2%	19,3%	18,4%	25,3%	24,6%	22,4%	13,0%	
SWW	9,1%	12,2%	15,2%	12,2%	11,7%	13,4%	15,7%	12,9%	14,1%	15,4%	17,9%	15,0%	12,8%	17,1%	12,2%	10,1%	
SSA	13,9%	16,6%	19,7%	14,1%	18,2%	19,4%	20,4%	13,0%	17,9%	18,5%	19,6%	14,2%	16,8%	18,8%	13,3%	12,5%	
Marża EBIT	9,8%	12,2%	15,0%	10,8%	13,1%	17,1%	17,6%	11,4%	16,4%	18,5%	16,7%	13,4%	15,3%	18,8%	14,0%	9,0%	11,0%
Marża zysku netto	7,4%	9,1%	11,8%	8,3%	10,0%	13,6%	14,0%	10,6%	13,9%	14,0%	13,5%	10,5%	11,7%	14,9%	11,3%	6,8%	9,3%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody kwartalnie – skonsolidowane [mln PLN]

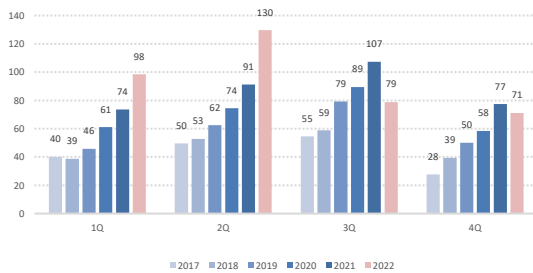


EBITDA kwartalnie – skonsolidowana [mln PLN]



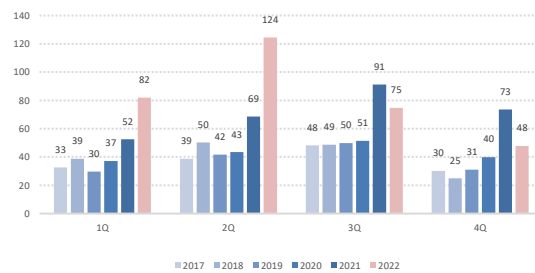
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – SSA [mln PLN]



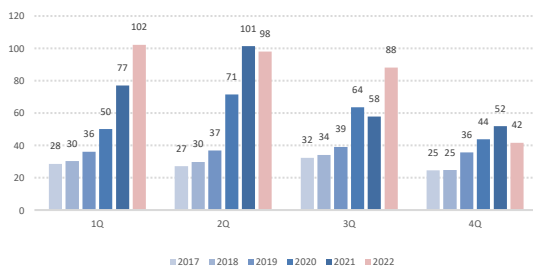
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – SWW [mln PLN]



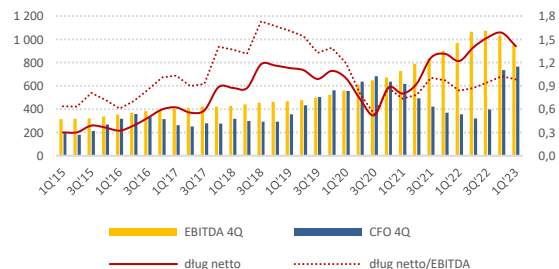
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie – SOG [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA, CF operacyjny i dług netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

Kęty - finalne wyniki za 4Q'22 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22W*	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 216,6	1 274,6	4,8%	1 255,0	1,6%	4 597,6	5 930,9	29,0%
EBITDA	202,9	160,2	-21,0%	131,0	22,3%	899,7	1 031,4	14,6%
EBIT	162,7	114,7	-29,5%	89,0	28,9%	746,0	865,2	16,0%
Zysk (strata) brutto	156,3	80,1	-48,7%	---	---	732,9	799,0	9,0%
Zysk (strata) netto	128,3	87,0	-32,2%	65,0	33,9%	594,6	678,4	14,1%
Marża EBITDA	16,7%	12,6%		10,4%		19,6%	17,4%	
Marża EBIT	13,4%	9,0%		7,1%		16,2%	14,6%	
Marża netto	10,5%	6,8%		5,2%		12,9%	11,4%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *wstępne wyniki publikowane przez spółkę 20/12/2022

Spółka opublikowała w ubiegłym tygodniu finalne wyniki za 4Q'22/2022 (wstępne były publikowane w drugiej połowie grudnia).

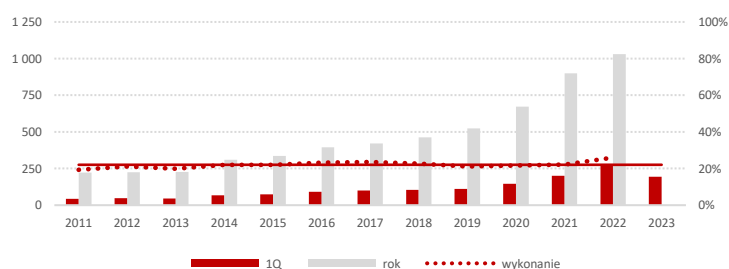
- Końcowe wyniki za 4Q'22 są wyraźnie lepsze niż pierwotne wyniki wstępne. EBITDA w 4Q'22 wyniosła ostatecznie 160 mln PLN (vs 131 mln PLN wstępnie, wyniki lepsze w SWW i SSA, w SOG zgodne z szacunkami). Natomiast EBITDA za cały 2022 rok przekroczyła 1,03 mld PLN.
- Lepsza także od szacunków pozycja gotówkowa na koniec 2022 roku – spółka miała 1,06 mld PLN długu netto vs 1,25 mld PLN wg szacunkowych danych.

Kęty – szacunki wyników za 1Q'23 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23W	zmiana r/r	1Q'23P kons.*	odchylenie	2023P zarząd	wykonanie
Przychody ze sprzedaży	1500,1	1350,0	-10,0%	1 222	10,5%	5 271,0	25,6%
EBITDA	267,9	193,0	-28,0%	167	15,4%	721,0	26,8%
EBIT	229,2	149,0	-35,0%	123	20,8%	537,0	27,7%
Zysk (strata) brutto	224,2	132,0	-41,1%	---	---	445,0	29,7%
Zysk (strata) netto	174,8	125,0	-28,5%	82	52,4%	388,0	32,2%
Marża EBITDA	17,9%	14,3%		13,7%		13,7%	
Marża EBIT	15,3%	11,0%		10,1%		10,2%	
Marża zysku netto	11,7%	9,3%		6,7%		7,4%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *PAP

- Spółka w drugiej połowie marca opublikowała szacunkowe wyniki za 1Q'23. Przychody w 1Q'23 spadły o 10% r/r, do 1,35 mld PLN (przy 18% spadku ceny aluminium wyrażonej w PLN).
- EBITDA w 1Q'23 spadła o 28% r/r do 193 mln PLN. Wynik jest w naszej opinii jednak lepszy niż można było oczekiwać po wypowiedziach zarządu przy okazji prognoz na 2023 rok (EBITDA w 2023 ma wynieść według oficjalnej prognozy 721 mln PLN i okres 2H'23 miał być lepszy niż 1H'23). Konsensus PAP dla EBITDA zawierał się w przedziale 162-172 mln PLN (172 mln PLN nasza prognoza).
- Pozytywny wpływ na wynik netto w 1Q'23 ma mieć 20 mln PLN z tytułu utworzenia aktywa na podatek odroczone.
- Szacowany dług netto po 1Q'23 ma wynieść ok. 940 mln PLN (vs 1056 mln PLN po 4Q'22). Na tej podstawie można oczekiwać kontynuacji dobrego CF operacyjnego w 1Q'23 związany m.in. ze spadkiem cen surowców.
- W ocenie zarządu początek roku przyniósł niewielką poprawę nastrojów na rynku w porównaniu do 4Q'22. Poziom zamówień jest zbliżony do założeń przyjętych przy opracowywaniu prognoz na rok 2023 oraz utrzymuje się presja cenowa. W ocenie zarządu wyniki 1Q'23 nie stanowią przesłanki do aktualizacji prognozy rocznej ze względu na utrzymującą się niepewność na rynku.
- Oceniamy, że dopiero wyniki za cały okres 1H'23 mogą ewentualnie skłaniać zarząd do rozważania rewizji prognozy rocznej. Wyniki 1Q'23 napawać mogą jednak w tej kwestii lekkim optymizmem. W latach 2012-21 średnie wkład 1Q w wyniki roczne stanowił 22%, w 2022 było to aż 26%, ale bardzo słaby w 2022 roku był 4Q'22. Po 1Q'23 wykonanie prognozy rocznej zarządu stanowi 27%, ale tak jak wspominaliśmy wcześniej zarząd oczekuje lepszej koniunktury w 2H'23. Teoretycznie jeśli 2023 odpowiadałby historycznym wzorcom (wykonanie rocznego wyniku po 1Q na poziomie 22%), to roczna EBITDA mogłaby się kształtować w okolicy 880 mln PLN (optymistyczny scenariusz, w naszych założeniach przyjmujemy niższy wynik).

Kęty – wykonanie wyniku rocznego po 1Q [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy na kolejne okresy
Prognoza wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23W	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	778,9	831,8	838,8	753,8	1 500,1	1 648,5	1 507,7	1 274,6	1 350,0	1 495,7	1 451,6	1 239,6	1 370,4	1 593,9	1 591,6	1 365,3
SOG	200,4	192,8	191,3	200,9	404,3	398,7	393,3	320,4	342,8	327,1	324,4	281,3	355,1	338,7	336,2	291,8
SWW	326,5	341,5	329,2	254,1	641,7	726,1	610,5	473,1	572,0	672,7	625,3	515,0	612,6	731,1	697,7	579,3
SSA	328,8	376,4	402,5	354,9	585,1	691,0	594,3	569,2	552,0	649,6	591,2	533,5	522,2	684,4	653,6	591,3
inne	3,9	3,8	3,9	5,5	4,9	5,3	5,3	5,4	5,0	5,4	5,4	5,5	5,1	5,5	5,5	5,6
wyłączenia	-80,6	-82,7	-88,1	-61,6	-135,9	-172,6	-95,7	-93,5	-121,9	-159,2	-94,8	-95,7	-124,6	-165,8	-101,5	-102,7
EBITDA	110,1	135,5	160,6	117,0	267,9	350,3	253,0	160,2	193,0	224,6	214,0	173,7	206,7	259,8	240,9	195,2
SOG	36,1	36,8	39,1	35,6	102,1	98,0	88,2	41,7	58,5	57,4	56,4	44,6	62,8	59,8	58,8	46,5
SWW	29,7	41,7	49,9	31,0	81,9	124,4	74,7	47,8	61,0	85,4	74,7	59,3	69,5	103,5	86,8	67,6
SSA	45,8	62,4	79,2	50,1	98,4	129,7	78,9	71,2	77,9	86,2	87,3	74,7	78,9	101,0	99,8	85,8
inne/korekty	-1,4	-5,4	-7,6	0,3	-14,5	-1,8	11,2	-0,4	-4,3	-4,3	-4,4	-4,9	-4,5	-4,5	-4,5	-4,6
EBIT	76,6	101,3	125,8	81,1	229,2	309,6	211,7	114,7	149,0	178,9	167,6	126,1	159,7	212,8	193,9	147,3
saldo finansowe	-4,9	-7,0	-3,7	-5,6	-5,1	-12,0	-14,5	-34,6	-17,0	-18,0	-18,0	-17,1	-18,0	-19,0	-19,0	-18,9
Zysk brutto	71,8	94,3	122,1	75,5	224,2	297,5	197,2	80,1	132,0	160,9	149,6	109,0	141,7	193,8	174,9	128,4
Zysk netto	57,9	75,5	99,0	62,4	174,8	246,0	170,5	87,0	125,0	130,1	121,0	97,6	114,8	157,0	141,6	102,7
CFO	123,2	137,5	159,3	142,9	84,7	57,6	208,4	383,5	116,3	220,0	250,0	256,2	127,8	255,4	232,6	101,3
Dług netto	753,4	734,8	659,1	728,8	813,3	931,4	1 015,5	1 056,3	940,0	788,5	1 184,8	1 244,2	1 154,1	969,2	1 209,7	1 238,3
Marża EBITDA	14,1%	16,3%	19,1%	15,5%	17,9%	21,2%	16,8%	12,6%	14,3%	15,0%	14,7%	14,0%	15,1%	16,3%	15,1%	14,3%
SOG	18,0%	19,1%	20,4%	17,7%	25,3%	24,6%	22,4%	13,0%	17,1%	17,6%	17,4%	15,9%	17,7%	17,7%	17,5%	15,9%
SWW	9,1%	12,2%	15,2%	12,2%	12,8%	17,1%	12,2%	10,1%	10,7%	12,7%	11,9%	11,5%	11,3%	14,2%	12,4%	11,7%
SSA	13,9%	16,6%	19,7%	14,1%	16,8%	18,8%	13,3%	12,5%	14,1%	13,3%	14,8%	14,0%	15,1%	14,8%	15,3%	14,5%
Marża EBIT	9,8%	12,2%	15,0%	10,8%	15,3%	18,8%	14,0%	9,0%	11,0%	12,0%	11,5%	10,2%	11,7%	13,4%	12,2%	10,8%
Marża zysku netto	7,4%	9,1%	11,8%	8,3%	11,7%	14,9%	11,3%	6,8%	9,3%	8,7%	8,3%	7,9%	8,4%	9,8%	8,9%	7,5%

Źródło: BDM S.A., spółka

- Zakładany przez zarząd poziom 721 mln PLN EBITDA oznacza wynik niewiele wyższy niż osiągnięty w 2020 roku (spółka miała wtedy 672 mln PLN) i dużo słabszy niż w latach 2021-22. Zakładamy, że po 2Q'23 zarząd może mieć przesłanki do podwyższenia prognozy rocznej.
- W naszych założeniach przyjmujemy, że w 2023 EBITDA sięgnie 805 mln PLN (czyli 1Q'23 będzie stanowił 24% wyniku rocznego). Zakładamy 217 mln PLN wyniku w SOG (vs 330 mln PLN w 2022, efekt normalizacji marż, przede wszystkim w BOPP), 280 mln PLN w SWW (vs 329 mln PLN w 2022, niższe marże w przeliczeniu EBITDA/t w wyniku presji cenowej ze strony konkurencji przy słabszym otoczeniu makro) oraz 326 mln PLN w SSA (vs 378 mln PLN w 2022, mniejsza liczba aktywnych projektów na rynku, presja konkurencyjna).
- Na poziomie netto w 1Q'23 spółka ujęła 20 mln PLN aktywa podatkowego, zakładamy rozpoznanie jeszcze dodatkowych 10 mln PLN w 4Q'23.
- Obecny konsensus na poziomie EBITDA na 2023 rok wynosi 805 mln PLN, czyli powyżej prognozy zarządu (w momencie jej publikacji kształtował się na poziomie 850+ mln PLN). W naszych prognozach przyjmujemy bardzo podobny poziom. Zakładamy nieco niższy poziom długu netto. .
- Na kolejne lata nasze założenia oscylują nieco poniżej konsensusu (ale powyżej aktualnych założeń zarządu ze strategii, która zakłada w 2025 roku 864 mln PLN). Ścieżka poprawy wyników r/r powinna być zdaniem budowana stabilnie w kolejnych latach, w czym pomagać powinny m.in. zwiększone moce produkcyjne w SWW i SSA. Ponownego przekroczenia bariery 1,0 mld PLN EBITDA oczekujemy w 2027 roku.
- Spodziewamy się, że nową strategię zarząd będzie prezentował po wynikach 2024 roku (zakładamy, że przekroczą one wtedy założenia ze strategii na 2025, a jednocześnie spółka będzie po ukończeniu obecnego cyklu inwestycyjnego, co będzie przesłanką do zaprezentowania kolejnego).
- Dywidendę zakładamy na poziomie 85% zysku netto za poprzedni rok (dla każdego roku w całym okresie prognozy)

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

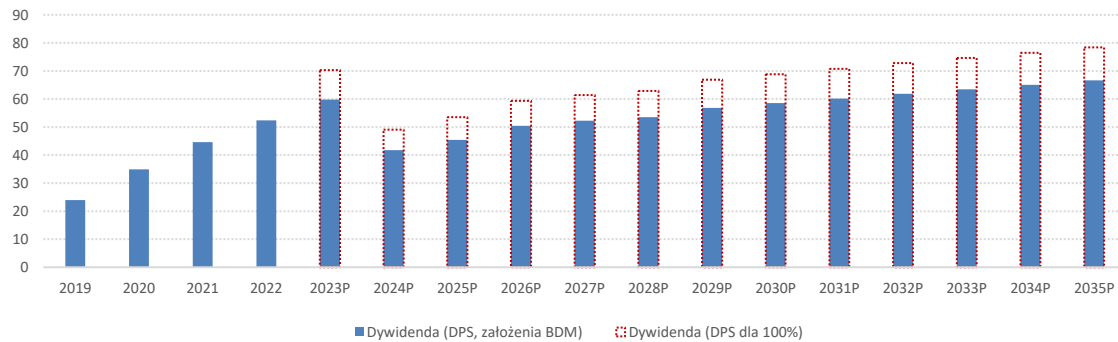
	2023			2024			2025		
	konsensus	BDM	odchylenie	konsensus	BDM	odchylenie	konsensus	BDM	odchylenie
Przychody	5 531,3	5 536,9	0,1%	6 035,9	5 921,1	-1,9%	6 361,5	6 330,3	-0,5%
EBITDA	804,9	805,3	0,1%	923,4	902,6	-2,3%	1 019,0	968,3	-5,0%
EBIT	624,2	621,6	-0,4%	730,6	713,7	-2,3%	825,0	779,0	-5,6%
Zysk (strata) netto	448,6	473,7	5,6%	526,4	516,1	-2,0%	615,5	572,7	-6,9%
Dług netto	1 303,9	1 244,2	-4,6%	1 346,9	1 238,3	-8,1%	1 310,0	1 210,7	-7,6%
Marża EBITDA	14,6%	14,5%		15,3%	15,2%		16,0%	15,3%	
Marża EBIT	11,3%	11,2%		12,1%	12,1%		13,0%	12,3%	
Marża zysku netto	8,1%	8,6%		8,7%	8,7%		9,7%	9,0%	

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

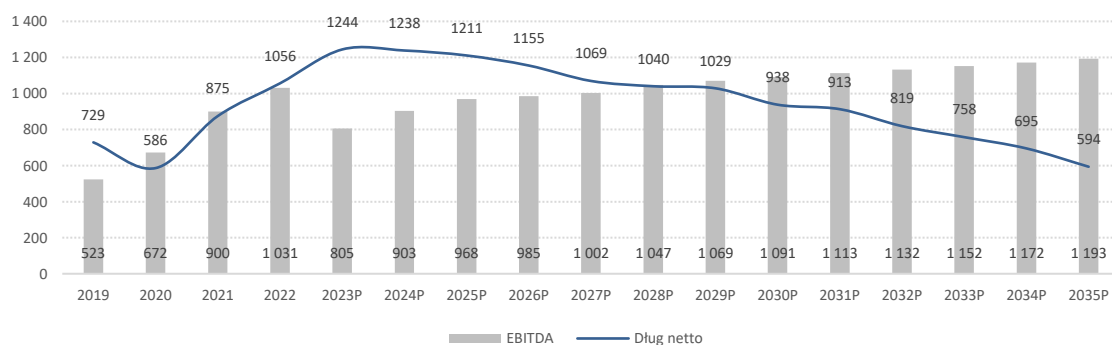
Prognozowane skonsolidowane wyniki roczne wg segmentów [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	2 993	3 203	3 549	4 598	5 931	5 537	5 921	6 330	6 518	6 590	6 961	7 343	7 448	7 798	7 908
SOG	706,5	785,3	937,7	1 170,1	1 516,6	1 275,6	1 321,8	1 387,9	1 415,7	1 444,0	1 472,8	1 502,3	1 532,3	1 563,0	1 594,3
SWW	1 269,8	1 251,2	1 279,9	1 818,4	2 451,4	2 385,1	2 620,7	2 794,2	2 864,1	2 869,0	3 041,6	3 219,8	3 249,2	3 413,5	3 444,7
SSA	1 292,1	1 462,7	1 605,1	1 994,9	2 439,7	2 326,3	2 451,5	2 640,9	2 742,0	2 781,2	2 979,2	3 183,9	3 231,7	3 412,8	3 464,0
inne	15,5	17,1	17,5	19,7	20,9	21,3	21,8	22,2	22,6	23,1	23,5	24,0	24,5	25,0	25,5
wyłączenia	-290,5	-313,0	-291,6	-405,5	-497,7	-471,5	-494,6	-514,9	-526,8	-527,0	-556,5	-586,7	-590,0	-616,7	-620,2
EBITDA	463	523	672	900	1 031	805	903	968	985	1 002	1 047	1 069	1 091	1 113	1 132
SOG	118,8	147,6	228,9	288,1	330,0	216,9	227,9	239,3	244,0	248,9	253,9	259,0	264,2	269,4	274,8
SWW	162,7	152,2	172,0	285,8	328,8	280,3	327,3	347,7	351,2	354,7	358,3	361,8	365,5	369,1	372,8
SSA	189,8	237,4	283,4	349,5	378,1	326,1	365,6	399,5	408,4	417,5	454,5	468,5	481,9	494,9	505,8
inne/korekty	-7,9	-14,1	-11,9	-23,8	-5,5	-18,0	-18,1	-18,1	-18,6	-19,0	-19,4	-19,8	-20,3	-20,7	-21,2
EBIT	338	385	526	746	865	622	714	779	796	812	857	879	900	921	940
saldo finansowe	-21	-21	-21	-13	-66	-70	-75	-70	-63	-61	-59	-57	-55	-52	-49
Zysk brutto	317	364	505	733	799	551	639	709	734	751	798	821	845	869	891
Zysk netto	268	295	430	595	678	474	516	573	593	607	645	664	683	702	720
CFO	293	563	637	369	734	842	717	741	799	843	798	811	905	853	935
Dług netto	774	729	586	875	1 056	1 244	1 238	1 211	1 155	1 069	1 040	1 029	938	913	819
Marża EBITDA	15,5%	16,3%	18,9%	19,6%	17,4%	14,5%	15,2%	15,3%	15,1%	15,2%	15,0%	14,6%	14,7%	14,3%	14,3%
SOG	16,8%	18,8%	24,4%	24,6%	21,8%	17,0%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
SWW	12,8%	12,2%	13,4%	15,7%	13,4%	11,8%	12,5%	12,4%	12,3%	12,4%	11,8%	11,2%	11,2%	10,8%	10,8%
SSA	14,7%	16,2%	17,7%	17,5%	15,5%	14,0%	14,9%	15,1%	14,9%	15,0%	15,3%	14,7%	14,9%	14,5%	14,6%
Marża EBIT	11,3%	12,0%	14,8%	16,2%	14,6%	11,2%	12,1%	12,3%	12,2%	12,3%	12,3%	12,0%	12,1%	11,8%	11,9%
Marża zysku netto	9,0%	9,2%	12,1%	12,9%	11,4%	8,6%	8,7%	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,0%	9,2%	9,0%	9,1%

Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda [PLN/akcję]


Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA i dług netto [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Aktywa trwałe	1 723	1 903	2 117	2 138	2 142	2 150	2 157	2 164	2 171	2 178	2 186	2 192
Wartości niematerialne i prawne	70	96	103	111	119	126	134	141	149	156	164	172
Rzeczowe aktywa trwałe	1 571	1 751	1 947	1 988	1 998	1 999	1 998	1 998	1 997	1 997	1 996	1 996
Nieruchomości inwestycyjne	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Pozostałe aktywa trwałe	80	53	63	36	22	22	22	22	22	22	22	22
Aktywa obrotowe	1 804	1 983	1 749	1 892	2 059	2 157	2 210	2 339	2 458	2 507	2 604	2 658
Zapasy	901	985	821	902	1 008	1 049	1 055	1 151	1 254	1 272	1 368	1 388
Należności krótkoterminowe	791	856	799	855	914	941	951	1 005	1 060	1 075	1 126	1 142
Inwestycje krótkoterminowe	112	142	129	135	137	168	204	183	144	160	110	129
- w tym środki pieniężne*	104	139	127	132	135	166	201	181	142	158	108	127
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	3 527	3 886	3 867	4 029	4 201	4 308	4 366	4 503	4 630	4 685	4 789	4 851
Kapitał (fundusz) własny	1 768	1 941	1 838	1 952	2 086	2 192	2 295	2 424	2 540	2 658	2 780	2 903
Kapitał mniejszości	1	1	2	3	4	6	7	8	10	11	12	14
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 757	1 945	2 027	2 075	2 111	2 110	2 064	2 071	2 080	2 016	1 997	1 934
Rezerwy na zobowiązania	116	81	81	81	81	81	81	81	81	81	81	81
Zobowiązania długoterminowe	450	925	1 100	1 100	1 075	1 050	1 000	950	900	825	750	675
- w tym zobowiązania oprocentowane	439	894	1 069	1 069	1 044	1 019	969	919	869	794	719	644
Zobowiązania krótkoterminowe	1 158	905	812	860	921	945	949	1 005	1 065	1 076	1 132	1 144
- w tym zobowiązania oprocentowane	540	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301
Pasywa razem	3 527	3 886	3 867	4 029	4 201	4 308	4 366	4 503	4 630	4 685	4 789	4 851
<i>*łącznie z lokatami</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	4 598	5 931	5 537	5 921	6 330	6 518	6 590	6 961	7 343	7 448	7 798	7 908
EBITDA	900	1 031	805	903	968	985	1 002	1 047	1 069	1 091	1 113	1 132
EBIT	746	865	622	714	779	796	812	857	879	900	921	940
Saldo działalności finansowej	-13	-66	-70	-75	-70	-63	-61	-59	-57	-55	-52	-49
Zysk (strata) brutto	733	799	551	639	709	734	751	798	821	845	869	891
Zysk (strata) netto mniejszości	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zysk (strata) netto**	595	678	474	516	573	593	607	645	664	683	702	720
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	369	734	842	717	741	799	843	798	811	905	853	935
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-217	-308	-386	-236	-206	-195	-194	-195	-196	-197	-198	-198
Przepływy z działalności finansowej	-199	-391	-470	-476	-532	-572	-613	-623	-653	-692	-705	-718
Przepływy pieniężne netto	-47	36	-13	6	3	31	36	-21	-39	16	-50	19
Środki pieniężne na początek okresu	151	104	139	126	132	135	166	201	180	142	158	108
Środki pieniężne na koniec okresu	104	139	126	132	135	166	201	180	142	158	108	127
Wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	30%	29%	-7%	7%	7%	3%	1%	6%	5%	1%	5%	1%
EBITDA zmiana r/r	34%	15%	-22%	12%	7%	2%	2%	5%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	38%	14%	-30%	9%	11%	4%	2%	6%	3%	3%	3%	3%
Marża EBITDA	19,6%	17,4%	14,5%	15,2%	15,3%	15,1%	15,2%	15,0%	14,6%	14,7%	14,3%	14,3%
Marża EBIT	16,2%	14,6%	11,2%	12,1%	12,3%	12,2%	12,3%	12,3%	12,0%	12,1%	11,8%	11,9%
Marża netto	12,9%	11,4%	8,6%	8,7%	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,0%	9,2%	9,0%	9,1%
ROE	33,6%	34,9%	25,8%	26,4%	27,5%	27,1%	26,5%	26,6%	26,1%	25,7%	25,3%	24,8%
ROA	16,9%	17,5%	12,3%	12,8%	13,6%	13,8%	13,9%	14,3%	14,3%	14,6%	14,7%	14,9%
Dług	979	1 196	1 371	1 371	1 346	1 321	1 271	1 221	1 171	1 096	1 021	946
D / (D+E)	35,6%	38,1%	42,7%	41,3%	39,2%	37,6%	35,6%	33,5%	31,6%	29,2%	26,9%	24,6%
D / E	55,3%	61,6%	74,6%	70,2%	64,5%	60,3%	55,4%	50,4%	46,1%	41,2%	36,7%	32,6%
Dług / kapitał własny	55,3%	61,6%	74,6%	70,2%	64,5%	60,3%	55,4%	50,4%	46,1%	41,2%	36,7%	32,6%
Dług netto	875	1 056	1 244	1 238	1 211	1 155	1 069	1 040	1 029	938	913	819
Dług netto / kapitał własny	494,75	544,22	676,93	634,54	580,52	527,01	465,95	429,13	405,08	352,77	328,39	282,07
Dług netto / EBITDA	1,0	1,0	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV	6 018	6 200	6 388	6 382	6 354	6 299	6 213	6 184	6 172	6 081	6 056	5 962
Dług / EV	16,3%	19,3%	21,5%	21,5%	21,2%	21,0%	20,5%	19,7%	19,0%	18,0%	16,9%	15,9%
CAPEX / Przychody	4,8%	5,2%	7,0%	4,0%	3,3%	3,0%	3,0%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	142,2%	186,2%	210,7%	125,4%	109,7%	104,3%	103,4%	103,8%	103,8%	103,7%	103,8%	103,6%
Zmiana KO / Przychody	9,5%	3,6%	-2,4%	1,6%	1,7%	0,7%	0,2%	1,4%	1,4%	0,3%	1,2%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	41,5%	15,9%	33,4%	24,0%	26,2%	24,3%	18,3%	26,3%	26,7%	22,2%	27,0%	22,4%
P/E*	8,6	7,6	10,9	10,0	9,0	8,7	8,5	8,0	7,7	7,5	7,3	7,1
P/BV*	2,9	2,6	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	1,8
EV/EBITDA*	6,7	6,0	7,9	7,1	6,6	6,4	6,2	5,9	5,8	5,6	5,4	5,3
EV/EBIT*	8,1	7,2	10,3	8,9	8,2	7,9	7,6	7,2	7,0	6,8	6,6	6,3
EV/S*	1,3	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
DPS	44,6	52,4	59,8	41,7	45,5	50,4	52,2	53,5	56,8	58,5	60,2	61,9
Payout ratio	100,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 533,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
 Dyrektor Wydziału
 tel. (032) 208 14 12
 e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado
 Zastępca Dyrektora
 Doradca Inwestycyjny
 tel. (032) 208 14 32
 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz
 Analityk rynku akcji
 tel. (032) 208 14 38
 e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz
 Młodszy analityk rynku akcji
 Doradca Inwestycyjny
 tel. (032) 208 14 35
 e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Tomasz Ilczyszyn
 tel. (022) 62-20-854
 e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki
 tel. (022) 62-20-855
 e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski
 tel. (022) 62-20-851
 e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	569,3	Wznowienie	---	28.03.2023	11:45 CEST	533,0	57 125
trzymaj	340,9	akumuluj	355,8	09.08.2019	12:02 CEST	328,5	56 813
akumuluj	355,8	trzymaj	334,3	02.04.2019	13:42 CEST	330,0	61 045
trzymaj	334,3	akumuluj	343,8	07.01.2019	15:11 CEST	335,0	58 616
akumuluj	343,8	redukuje	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	21.11.2018	13:25 CEST	319,5	56 129
redukuje	340,5 (w tym DPS = 23,9 PLN)	trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	17.05.2018	15:02 CEST	365,0	59 600
trzymaj	438,9 (w tym DPS = 30,0 PLN)	akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	19.06.2017	11:45 CEST	437,7	61 060
akumuluj	344,6 (w tym DPS = 18,0 PLN)	akumuluj	310,6	02.06.2016		313,0	44 638
akumuluj	310,6	trzymaj	305,0	11.02.2016		280,1	43 859
trzymaj	305,0	trzymaj	193,9	17.08.2015		325,0	52 500
trzymaj	193,9	akumuluj	187,5	08.11.2013		197,4	53 317
akumuluj	187,5	akumuluj	162,8	20.08.2013		170,3	49 334
akumuluj	162,8	trzymaj	127,7	08.03.2013		141,0	46 939
trzymaj	127,7	akumuluj	131,9	17.08.2012		117,0	42 126
akumuluj	131,9	trzymaj	107,6	11.04.2012		117,0	40 302
trzymaj	107,6	redukuje	112,2	04.11.2011		101,5	41 560
redukuje	112,2	trzymaj	118,3	15.07.2011		122,0	47 699
trzymaj	118,3	redukuje	103,2	05.11.2010		119,7	47 040
redukuje	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	redukuje	52,6	18.08.2009		86,0	35 000
redukuje	52,6	-	-	27.02.2009		58,9	22 160

Objaśnienia używanej terminologii:

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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'23*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	64%	0	0%
Akumuluj	3	27%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	9%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-03-28

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-03-28 (11:45 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2022-04-04 (00:01 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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.”

Na dzień 2023-03-28:

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

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki KĘTY

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.