



Dom Maklerski BDM S.A.

ERBUD

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 13,5 PLN

26 LIPIEC 2018, 08:50 CEST

Szereg giełdowych spółek z branży budowlanej w bardziej lub w mniej dotkliwym stopniu wykazało w ostatnich miesiącach problemy z rentownością backlogu lub presją gotówkową. Obawiamy się, że w trudnym otoczeniu rynkowym Erbudowi będzie ciężko powtórzyć w najbliższych okresach wyniki z 2017 roku, nawet pomimo przejścia w 1Q'18 niemieckiej spółki IVT. Spodziewamy się, że niekorzystne trendy w rezultatach (szczególnie w segmencie kubaturowym, którego rentowność systematycznie spada w ostatnich okresach) mogą się uwidocznić w kolejnych kwartałach 2018 roku. Spółka realizuje jeszcze szereg kontraktów pozyskanych w 2016 roku, których finalne rozliczenie przypada na 2-4Q'18. Także w 2019 roku finalizowane będą jeszcze kontrakty z 2016 i 1H'17. Obawiamy się, że prognozy rynkowe uwzględnione w konsensusie są zbyt wymagające (według Bloomberga jest to na poziomie zysku netto 29-31 mln PLN na 2018 rok i 26-29 mln PLN na 2019 rok, podczas gdy w 1Q'18 spółka miała stratę netto, gdyby wyłączyć one-offy), co będzie negatywnie rzutować na sentyment do spółki. Obniżamy nasze zalecenie z Kupuj do Redukuj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 13,5 PLN.

Backlog spółki po 1Q'18 wynosił 1,96 mld PLN (-3% r/r). Portfel od 2Q'17, kiedy wyniósł rekordowe 2,2 mld PLN, systematycznie spada w ujęciu q/q - w 2017 roku spółka spowolniła z pozyskiwaniem nowych zleceń, głównie w obawie przed wzrostem kosztów. Portfel opiera się głównie na kubaturze – teoretycznie ma krótsze duration niż w przypadku spółek infrastrukturalnych, przy czym znacząca jego część to nadal kontrakt na Galerię Młociny pozyskany jeszcze w 2Q'16.

Od 2H'17 na nowych kontraktach spółki budowlane wyraźnie podwyższyły już ceny. Na starych podejmowane są głównie działania optymalizujące, które mają minimalizować presję ze strony podwykonawców, wynagrodzeń i materiałów. Jednak jak pokazują przykłady innych spółek budowlanych (m.in. notowanych na GPW) nie są to procesy łatwe.

W 2Q'18 spodziewamy się zbliżonych r/r przychodów i wyraźniej słabszej rentowności. Pod presją znajdują się szczególnie kontrakty w kubaturze. Ostatnie kwartały to systematyczny spadek rentowności w tym obszarze (ostatni raz r/r marża rosła właśnie w 2Q'17), obawiamy się, że trend będzie kontynuowany, tym bardziej, że spółka ma w portfelu jeszcze sporo kontraktów z 2016 roku i 1H'17, które nie zostały sfinalizowane.

Zakładamy, że także 3Q i 4Q'18 nie dają miejsca na poprawę wyników r/r, co sprawi, że wynik netto w 2018 wg naszych kalkulacji może być istotnie niższy niż w 2017 roku. Dodatkowo pod presją jest nadal pozycja gotówkowa (spółka w kubaturze opiera się na podwykonawcach), po 1Q'18 była ona o 74 mln PLN gorsza r/r (do czego przyczyniło się także przejście IVT), co może oznaczać, że trudno będzie na koniec 2018 roku o uzyskanie gotówki netto z lat ubiegłych.

Jednorazowym czynnikiem, który mógłby w przyszłości ją poprawić, potencjalnie może być korzystne rozstrzygnięcie spornej sprawy o opcje walutowe z Bankiem Millennium – po skutecznej apelacji sprawa znów ma trafić do Sądu Okręgowego.

| | |
|--------------------------------------|--------------|
| Wycena DCF [PLN] | 14,9 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 10,1 |
| Wycena końcowa [PLN] | 13,5 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | -9,5% |
| Koszt kapitału | 9,0% |
| Cena rynkowa [PLN] | 14,90 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 190,9 |
| Ilość akcji [mln szt.] | 12,8 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 20,7 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 14,4 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | -23,0% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | -26,9% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -37,0% |
| Struktura akcjonariatu: | |
| Wolff & Mueller Holding | 32,4% |
| Grzeszczak Dariusz (z DGI FIZAN) | 22,7% |
| ING OFE | 9,9% |
| OFE Aviva | 9,2% |
| OFE Bankowy | 5,9% |
| Zubelewicz Józef (z Adler) | 5,2% |
| Pozostali | 14,6% |

| | 2015 | 2016** | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody [mln PLN] | 1 763,3 | 1 789,8 | 1 805,5 | 1 852,1 | 1 890,6 | 1 912,5 |
| Zysk na sprzedaży [mln PLN] | 43,7 | 43,9 | 40,1 | 13,8 | 18,8 | 31,9 |
| EBITDA [mln PLN] | 62,1 | 56,7 | 48,9 | 26,3 | 31,3 | 44,4 |
| EBITDA skoryg. [mln PLN]* | 54,2 | 54,8 | 51,3 | 26,3 | 31,3 | 44,4 |
| EBIT [mln PLN] | 51,5 | 45,8 | 37,7 | 13,8 | 18,8 | 31,9 |
| Zysk netto [mln PLN] | 27,8 | 36,0 | 22,6 | 7,1 | 7,7 | 18,8 |
| P/BV | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| P/E | 6,9 | 5,3 | 8,5 | 27,0 | 24,6 | 10,2 |
| EV/EBITDA | 2,0 | 0,9 | 2,4 | 7,3 | 6,1 | 4,0 |
| EV/EBITDA skoryg.* | 2,3 | 0,9 | 2,3 | 7,3 | 6,1 | 4,0 |
| EV/EBIT | 2,4 | 1,1 | 3,1 | 14,0 | 10,1 | 5,5 |

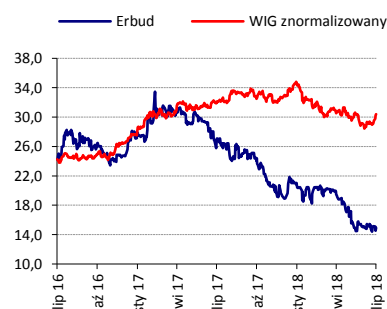
*wyniki skorygowane o saldo pozostałej działalności operacyjnej

**wyniki bez działalności zaniechanej (sprzedaż Budlexu)

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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



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

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

SPIS TREŚCI

| | |
|--|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE | 3 |
| WYCENA DCF | 3 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA | 6 |
| PORTFEL ZLECEŃ..... | 7 |
| PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'18 I KOLEJNE OKRESY | 9 |
| DANE FINANSOWE | 13 |

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Erbud opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 10,1 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2018-2020 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 14,9 PLN. Przy wycenie końcowej, która wynosi 13,5 PLN/akcję, jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny (metodzie porównawczej przypisaliśmy niższą wagę w końcowej wycenie ze względu na brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

| | Waga | Wycena |
|---|------|-------------|
| Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN] | 70% | 14,9 |
| Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN] | 30% | 10,1 |
| Ostateczna wycena 1 akcji [PLN] | | 13,5 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji równą 4,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5,0%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2018 roku spółka wypracuje przychody na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych (ok. 1,8-1,9 mld PLN). W kolejnych latach przyjmujemy konserwatywnie, że poziom 2,0 mld PLN rocznie nie będzie przekroczony.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki może spaść poniżej 1% w latach 2018-19. W kolejnych latach zakładamy odbicie, jednak nie przyjmujemy poziomu >2%. W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnym okresie 2010-17 od -1% do niespełna 3% marży. Przy dobrym rynku po stronie podaży kontraktów i pozytywnym rozwoju spółki w obszarze energetyczno-przemysłowym rozczarowuje wynikami nasze założenie mogą być zbyt konserwatywne. Jednak zwracamy też uwagę na ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych i wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia), który może okazać się powyżej naszych założeń. Długoterminowym celem spółki jest wypracowywanie 3% marży EBIT.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Dług (gotówka) netto przyjęto na poziomie z końca 2017 roku. Uwzględniono wypłatę dywidendy w 2018 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 26.07.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 191,4 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 14,9 PLN.

Model DCF

| | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 1 852,1 | 1 890,6 | 1 912,5 | 1 928,0 | 1 924,1 | 1 909,3 | 1 909,7 | 1 936,1 | 1 956,7 | 1 977,5 |
| EBIT skoryg. [mln PLN] | 13,8 | 18,8 | 31,9 | 35,2 | 34,7 | 30,3 | 26,8 | 27,1 | 27,5 | 27,9 |
| Stopa podatkowa | 35,7% | 34,7% | 26,6% | 25,6% | 25,6% | 26,5% | 27,5% | 27,2% | 27,0% | 26,9% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 4,9 | 6,5 | 8,5 | 9,0 | 8,9 | 8,0 | 7,3 | 7,4 | 7,4 | 7,5 |
| NOPLAT [mln PLN] | 8,9 | 12,3 | 23,4 | 26,2 | 25,8 | 22,3 | 19,4 | 19,7 | 20,1 | 20,4 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,3 | 11,8 | 11,6 | 11,6 | 11,6 | 11,6 | 11,7 |
| CAPEX [mln PLN] | -9,9 | -10,4 | -10,7 | -11,0 | -11,2 | -11,6 | -11,6 | -11,7 | -11,7 | -11,8 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -70,8 | -4,5 | -2,5 | -1,8 | 0,5 | 1,7 | -0,1 | -3,1 | -2,4 | -2,4 |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN] | -21,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF [mln PLN] | -80,5 | 9,9 | 22,7 | 25,7 | 26,9 | 24,0 | 19,3 | 16,6 | 17,6 | 17,9 |
| DFCF [mln PLN] | -77,8 | 8,8 | 18,6 | 19,4 | 18,7 | 15,3 | 11,3 | 8,9 | 8,7 | 8,1 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 40,0 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 226,7 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 102,8 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 142,8 | | | | | | | | | |
| Dług netto 2017 [mln PLN] | -72,8 | | | | | | | | | |
| Dywidenda 2018 [mln PLN] | 14,1 | | | | | | | | | |
| Udziały mniejszości [mln PLN] | 10,0 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału [mln PLN] | 191,4 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | 12,8 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 14,9 | | | | | | | | | |
| Przychody zmiana r/r | 2,6% | 2,1% | 1,2% | 0,8% | -0,2% | -0,8% | 0,0% | 1,4% | 1,1% | 1,1% |
| EBIT zmiana r/r | -65,5% | 36,1% | 69,2% | 10,4% | -1,5% | -12,5% | -11,8% | 1,3% | 1,3% | 1,4% |
| FCF zmiana r/r | - | - | 128,1% | 13,4% | 4,6% | -10,8% | -19,5% | -14,2% | 6,1% | 1,7% |
| Marża EBITDA | 1,4% | 1,7% | 2,3% | 2,5% | 2,4% | 2,2% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Marża EBIT | 0,7% | 1,0% | 1,7% | 1,8% | 1,8% | 1,6% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Marża NOPLAT | 0,5% | 0,7% | 1,2% | 1,4% | 1,3% | 1,2% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| CAPEX / Przychody | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| CAPEX / Amortyzacja | 79,2% | 83,2% | 85,7% | 89,3% | 94,7% | 100,5% | 100,7% | 101,1% | 100,9% | 100,8% |
| Zmiana KO / Przychody | 3,8% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,0% | -0,1% | 0,0% | 0,2% | 0,1% | 0,1% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 151,8% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% |
| Premia za ryzyko | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Beta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Premia kredytowa | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% |
| Koszt kapitału własnego | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% |
| Udział kapitału własnego | 88,4% | 89,7% | 91,2% | 92,7% | 94,1% | 95,6% | 97,1% | 98,3% | 99,4% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 3,5% | 3,6% | 4,0% | 4,1% | 4,1% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Udział kapitału obcego | 11,6% | 10,3% | 8,8% | 7,3% | 5,9% | 4,4% | 2,9% | 1,7% | 0,6% | 0,0% |
| WACC | 8,4% | 8,4% | 8,6% | 8,6% | 8,7% | 8,8% | 8,9% | 8,9% | 9,0% | 9,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| beta | 0,7 | 14,1 | 14,9 | 15,9 | 17,1 | 18,7 | 20,8 | 24,0 | 28,9 | 37,7 |
| | 0,8 | 13,4 | 14,1 | 14,9 | 15,9 | 17,3 | 19,0 | 21,5 | 25,2 | 31,5 |
| | 0,9 | 12,7 | 13,3 | 14,0 | 14,9 | 16,0 | 17,5 | 19,5 | 22,4 | 27,0 |
| | 1,0 | 12,1 | 12,6 | 13,2 | 14,0 | 14,9 | 16,2 | 17,8 | 20,1 | 23,6 |
| | 1,1 | 11,5 | 11,9 | 12,5 | 13,2 | 14,0 | 15,0 | 16,4 | 18,3 | 21,0 |
| | 1,2 | 10,9 | 11,3 | 11,8 | 12,4 | 13,1 | 14,0 | 15,2 | 16,7 | 18,9 |
| | 1,3 | 10,4 | 10,8 | 11,2 | 11,8 | 12,4 | 13,1 | 14,1 | 15,4 | 17,1 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|----|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| Premia za ryzyko | 3% | 15,0 | 15,9 | 17,0 | 18,4 | 20,3 | 23,0 | 27,0 | 33,7 | 47,1 |
| | 4% | 13,4 | 14,1 | 14,9 | 15,9 | 17,3 | 19,0 | 21,5 | 25,2 | 31,5 |
| | 5% | 12,1 | 12,6 | 13,2 | 14,0 | 14,9 | 16,2 | 17,8 | 20,1 | 23,6 |
| | 6% | 10,9 | 11,3 | 11,8 | 12,4 | 13,1 | 14,0 | 15,2 | 16,7 | 18,9 |
| | 7% | 10,0 | 10,3 | 10,7 | 11,1 | 11,7 | 12,4 | 13,2 | 14,3 | 15,7 |
| | 8% | 9,1 | 9,4 | 9,7 | 10,1 | 10,5 | 11,0 | 11,6 | 12,4 | 13,4 |
| | 9% | 8,4 | 8,6 | 8,9 | 9,2 | 9,5 | 9,9 | 10,4 | 10,9 | 11,7 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

| | | Beta | | | | | | | | |
|------------------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
| Premia za ryzyko | 3% | 24,1 | 22,7 | 21,5 | 20,3 | 19,3 | 18,4 | 17,5 | 16,7 | 16,0 |
| | 4% | 21,1 | 19,6 | 18,4 | 17,3 | 16,3 | 15,4 | 14,5 | 13,8 | 13,1 |
| | 5% | 18,7 | 17,3 | 16,0 | 14,9 | 14,0 | 13,1 | 12,4 | 11,7 | 11,1 |
| | 6% | 16,7 | 15,4 | 14,2 | 13,1 | 12,2 | 11,4 | 10,7 | 10,1 | 9,5 |
| | 7% | 15,1 | 13,8 | 12,7 | 11,7 | 10,8 | 10,1 | 9,4 | 8,8 | 8,3 |
| | 8% | 13,8 | 12,5 | 11,4 | 10,5 | 9,7 | 9,0 | 8,3 | 7,8 | 7,3 |
| | 9% | 12,7 | 11,4 | 10,4 | 9,5 | 8,7 | 8,1 | 7,5 | 7,0 | 6,5 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

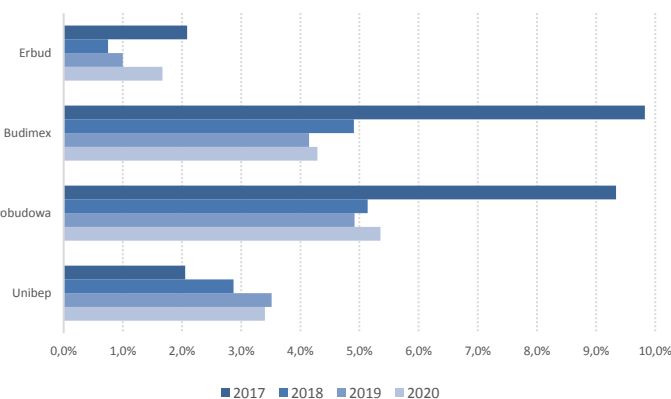
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla każdego roku przyjęliśmy równe wagi po 33%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 129,4 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 10,1 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).**

Wycena porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|-------------|------------|-------|-----------|-------------|-------|
| | 2018P | 2019P | 2020P | 2018P | 2019P | 2020P |
| Budimex | 13,0 | 16,8 | 16,2 | 4,7 | 6,0 | 6,7 |
| Elbudowa | 10,4 | 10,2 | 9,3 | 4,1 | 4,4 | 4,1 |
| Unibep | 6,4 | 6,4 | 6,0 | 4,5 | 3,4 | 3,2 |
| Mediana | 10,4 | 10,2 | 9,3 | 4,5 | 4,4 | 4,1 |
| Erbud | 27,0 | 24,6 | 10,2 | 7,3 | 6,1 | 4,0 |
| Premia/dyskonto dla Erbudu | 160,6% | 141,1% | 9,4% | 64,1% | 37,1% | -2,3% |
| Wycena wg wskaźnika | 5,7 | 6,2 | 13,6 | 9,0 | 10,9 | 15,2 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | | 8,5 | | | 11,7 | |
| Waga wskaźnika | | 50% | | | 50% | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 10,1 | | | | | |

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

Porównanie rentowności EBITDA (raportowana)



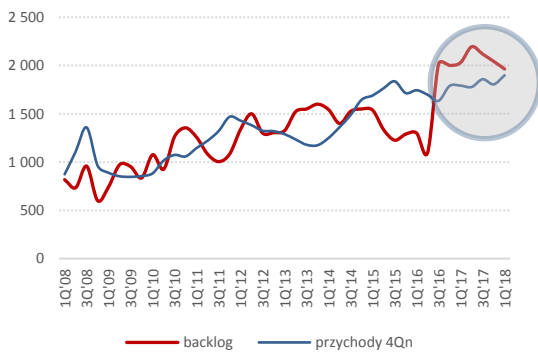
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZLECEŃ

Znaczące kontrakty pozyskane od 1Q'16

| Data | Kontrahent | Kontrakt | Wartość netto zlecenia [mln PLN] | Termin zakończenia |
|------------|---|---|----------------------------------|--------------------|
| 2018-07-16 | Chopin Airport Devel. | Budowa hotelu Holiday Inn Express Jasionka | 34 | 2019-09 |
| 2018-06-08 | ZA Puławy | Budowa "pod klucz" instalacji odazotowania SCR wraz z kompleksową modernizacją kotła | 43 | 2020-03 |
| 2018-06-07 | VD | GW I etapu inwestycji Port Popowice - faza II | 71 | warunkowa |
| 2018-06-07 | VD | GW I etapu inwestycji Port Popowice - faza I | 44 | 2019-10 |
| 2018-06-04 | Neuca | Etap III budowy Centrum Dystrybucji i Nowej Centrali | 91 | 2019-12 |
| 2018-05-25 | VD | Budowa X etapu inwestycji Promenady Wrocławskie | 48 | warunkowa |
| 2018-05-25 | VD | Budowa inwestycji Dorzecz Legnickiej - etap III | 47 | warunkowa |
| 2018-05-16 | Wilma DW | Budowa budynku mieszkalno-biurowego | 29 | 2019-02 |
| 2018-05-14 | Gmina Lublin | Budowa budynku wielofunkcyjnego przy ul. Berylowej w Lublinie | 56 | 2020-06 |
| 2018-04-26 | Un. Medyczny w Łodzi | Budowa Zespołu Poradni Specjalistycznych i Serwerowni | 16 | 2019-02 |
| 2018-04-25 | Student Depot Foxtrot | GW inwestycji Akademik Foxtrot w Warszawie. | 40 | 2019-09 |
| 2018-04-17 | Cedrowa | GW etapu F zespołu budynków mieszkalnych w Gdańsku przy ul. Cedrowej | 29 | 2019-09 |
| 2018-03-16 | Gd. Uniwersytet Med. | GW budynku A w Centrum Medycyny Nieinwazyjnej | 152 | 2020-12 |
| 2018-03-15 | Michelin Polsk | Budowa kotłowni gazowej | 38 | 2019-12 |
| 2018-03-07 | VD | Budowa inwestycji Dorzecz Legnickiej | 29 | 2019-06 |
| 2018-02-23 | Grupa Lar | Budowa II etapu inwestycji Bliskie Bemowo | 18 | 2019-03 |
| 2017-12-22 | REF Eastern | Budowa etapu II inwestycji Zajezdnia Poznań | 39 | 2019-09 |
| 2017-12-07 | Silesia Outlet | GW Centrum Handlowo-Usługowego w Gliwicach przy ul. Rybnickiej (etap I) | 58 | 2019-03 |
| 2017-11-10 | VD | Realizacja inwestycji deweloperską mieszkaniowej Promenady Wrocławskie etap VIII | 44 | 2019-11 |
| 2017-11-10 | Szpital Specjalistyczny im. Ludwika Rydygiera | Budowa i modernizacja budynków szpitala w Krakowie | 30 | 2019-02 |
| 2017-11-03 | Fortum P&H | Modernizacja instalacji oczyszczania spalin w ciepłowni w Częstochowie | 40 | 2019-09 |
| 2017-10-20 | Bogdan Sadka | Rozbudowa, nadbudowa i przebudowa istniejących budynków przy ul. Zdrojowej 9 w Międzyzdrojach | 25 | 2019-06 |
| 2017-09-27 | KQ Development | Budowa budynku biurowego KQ-Quartier Development Düsseldorf | 41 | 2018-10 |
| 2017-08-21 | Porto Office | Budowa budynku biurowo-usługowego w Krakowie | 32 | 2018-12 |
| 2017-08-21 | Conesta | Budowa domu spokojnej starości w Düsseldorfie | 25 | 2018-07 |
| 2017-07-27 | Dom Development | GW trzech etapów inwestycji mieszkaniowej w Białoleścu | 148 | 2019-12 |
| 2017-07-21 | Chatteris Inv. | Wykonania robót dla budowy Zespołu Elektrowni Fotowoltaicznych Mierki/Dobrcz | 29 | 2018-02 |
| 2017-07-13 | Echo | Kompleks mieszkaniowy przy ul. Spiskiej w Krakowie (Etap III) | 17 | 2019-04 |
| 2017-07-12 | Echo | Roboty drogowe i sieciowe przy obiekcie CH Libero | 39 | 2018-06 |
| 2017-06-29 | ADV Por Property | Budowa budynku handlowo-usługowego Outlet w Bydgoszczy | 37 | 2018-04 |
| 2017-06-27 | VD | Wykonania budynków mieszkalnych w inwestycji Dorzecz Legnickiej IA IB | 55 | 2018-11 |
| 2017-06-23 | Vattenfall | Reuter C Ersatz - budowa elektrociepłowni | 37 | 2018-12 |
| 2017-06-22 | Lake Hill | Budowa kompleksu w Lake Hill Resort & Spa A i B | 49 | 2018-07 |
| 2017-06-02 | Nordic Astrum | Budowa budynku mieszkaniowo-usługowego „Nordic Astrum” w Bydgoszczy | 50 | 2019-06 |
| 2017-05-31 | Grupa Lar | Roboty budowlane - zespół mieszkaniowo-usługowy "Grójcka 216 III" | 17 | 2018-09 |
| 2017-05-31 | Grupa Lar | Budowa zespołu zabudowy mieszkaniowej Bliskie Bemowo | 18 | 2018-06 |
| 2017-05-17 | Grupa Lar | Budowa zespołu mieszkaniowo-usługowego Nowe Bielany 2 III | 10 | 2018-09 |
| 2017-05-12 | Student Depot Funky | Realizacja Domu Studenckiego Funky we Wrocławiu | 38 | 2018-08 |
| 2017-04-28 | Grupa Lar | Budowa zespołu mieszkaniowo-usługowego "Bliski Tarchomin IV" | 14 | 2018-07 |
| 2017-04-28 | IPG | Budowa kompleksu lekarsko - mieszkalnego | 47 | 2018-09 |
| 2017-04-07 | Durham | Budowa budynku mieszkalnego/hotelu studenckiego w Krakowie | 43 | 2019-05 |
| 2017-04-07 | Durham 2 | Budowa 2 budynków mieszkalnych Apartamenty Novum II w Krakowie | 38 | 2019-03 |
| 2017-01-26 | Platinum Resort | Budowa kompleksu hotelowego czterogwiazdkowego w Świnoujściu | 53 | 2018-07 |
| 2017-01-02 | VD | Realizacja inwestycji deweloperskiej – Login City we Wrocławiu | 34 | 2018-08 |
| 2016-12-21 | Centrum Pr. Koneser | Budynki B i C Centrum Praskie Koneser | 67 | 2018-02 |
| 2016-10-27 | Fortum | Budynki i budowle pomocnicze na terenie EC Zabrze | 24 | 2018-06 |
| 2016-10-25 | PGE | Wymiana młynów w Przemysłowni Kamienia Wapiennego w Bogatyni | 37 | 2018-11 |
| 2016-10-20 | VD | Roboty budowlane "Dom Saski" | 13 | 2017-12 |
| 2016-10-18 | Warszawa | Budowa Szpitala Południowego w Warszawie | 84 | 2018-09 |
| 2016-10-05 | PGE | Budowa instalacji katalizacyjnego odazotowania spalin dla dwóch kotłów Benson OP-206 | 40 | 2018-11 |
| 2016-09-05 | Echo | Wykonanie stanu surowego CH Libero w Katowicach | 75 | 2017-09 |
| 2016-08-25 | Echo | Budowa kompleksu mieszkaniowego przy ul. Spiskiej w Krakowie (Etap 2) | 29 | 2018-05 |
| 2016-08-04 | Dom Development | Budowa budynku „Apartamenty Włodarzewska 30” | 32 | 2018-05 |
| 2016-08-02 | Mokotów B&A Hotel | Budowa budynku hotelowego | 36 | 2018-05 |
| 2016-07-21 | Bacoli | Budowa budynku biurowego z częścią usługową przy ul. Piotrkowskiej w Łodzi | 104 | 2018-07 |
| 2016-07-21 | Dobosz Hotel Bleu | Budowa hotelu w Świnoujściu | 83 | 2018-06 |
| 2016-07-15 | VD | Budowa budynków mieszkalnych we Wrocławiu | 32 | 2017-12 |
| 2016-07-14 | Forty Four Devel. | Przebudowa kompleksu biurowo-handlowego w Düsseldorfie | 38 | 2017-07 |
| 2016-06-22 | Poznań Kartuska | Prace budowlane dotycząca inwestycji "Stara Cegielnia II" w Poznaniu | 38 | 2019-06 |
| 2016-05-25 | Berea | Budowa Centrum Handlowo-Usługowo-Rozrywkowego Galeria Młociny | 535 | 2018-12 |
| 2016-05-23 | Promenady VII | Budowa budynku mieszkalno - usługowego Promenady VII | 26 | 2017-09 |
| 2016-05-04 | Bacoli | Budowa obiektu hotelowego oraz obiektu biurowego w Łodzi | 65 | 2018-01 |
| 2016-04-27 | Green Link | Budowa budynku przy ul. Wandy/ul. Podgórskiej w Krakowie | 39 | 2017-12 |
| 2016-04-11 | WZI | Budowa wielkopowierzchniowego, wielobranżowego składu materiałowego Piła | 51 | 2017-04 |
| 2016-03-22 | Porto Office | GW budynek biurowo – usługowy w Krakowie | 26 | 2017-03 |
| 2016-03-21 | Woj. Zachodniopomors. | Przebudowa drogi wojewódzkiej nr 203 na odcinku Dąbki – Darłowo | 21 | 2017-06 |
| 2016-03-16 | VD | Budowa budynków mieszkalnych we Wrocławiu | 53 | 2018-07 |
| 2016-03-14 | Bouygues | Budowa budynku mieszkalnego w Warszawie | 13 | 2017-07 |
| 2016-03-03 | Orlik | Budowa Farmy Wiatrowej Iława III | 15 | 2016-07 |
| 2016-03-03 | Gmina Legnica | Budowa Zbiorczej Drogi Południowej w Legnicy – Etap II | 25 | 2017-10 |
| 2016-01-28 | Zdrojowa Invest | Roboty budowlane dla części hotelowej kompleksu Baltic Park Molo | 26 | 2017-02 |

Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel zamówień [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Backlog spółki po 1Q'18 wynosił 1,96 mld PLN (-3% r/r). Portfel od 2Q'17, kiedy wyniósł rekordowe 2,2 mld PLN, systematycznie spada w ujęciu q/q - w 2017 roku spółka spowolniła z pozyskiwaniem nowych zleceń, głównie w obawie przed wzrostem kosztów.

Zwracamy uwagę na zmianę mixu obecnego portfela na przestrzeni ostatnich 2 lat. Jeszcze na początku 2015 roku 22% (>300 mln PLN) stanowiły kontrakty z segmentu inżynieryjno-drogowego. Pozyskano wtedy znaczną ilość kontraktów w zakresie budowy farm wiatrowych (boom na farmy był „jednoroczny” - zmianą przepisów o OZE). Obecnie zdecydowana większość portfela to zlecenia z segmentu kubaturowego, głównie z Polski (74% portfela). Teoretycznie portfel ma krótsze duration niż w przypadku spółek infrastrukturalnych,

Spółka nadal realizuje jednak znaczny portfel kontraktów pozyskanych w 2016 roku czy w 1H'17. Największy kontrakt to budowa Galerii Młociny w Warszawie (wartość 535 mln PLN), pozyskany był w 2/3Q'16. Na początku 2017 roku projekt od poprzedniego inwestora przejęło Echo, co skutkowało także zmianami projektowymi i przesunięciem w czasie prac budowlanych.

Od 2H'17 na nowych kontraktach spółki budowlane wyraźnie podwyższyły już ceny. Na starych podejmowane są głównie działania optymalizujące, które mają minimalizować presję ze strony podwykonawców, wynagrodzeń i materiałów. Jednak jak pokazują przykłady innych spółek budowlanych (m.in. notowanych na GPW) nie są to procesy łatwe.

Struktura czasowa pozyskania kontraktów [mln PLN]*

| kontrakty | zawarte w: | | | | | |
|------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1H'16 | 2H'16 | 1H'17 | 2H'17 | 1H'18 | 2H'18 |
| finalizowane w: | | | | | | |
| 2Q'18 | 0,0 | 180,5 | 55,1 | 38,9 | 0,0 | 0,0 |
| 3Q'18 | 52,8 | 187,8 | 262,9 | 66,5 | 0,0 | 0,0 |
| 4Q'18 | 534,6 | 76,9 | 92,3 | 32,3 | 0,0 | 0,0 |
| 2019 | 37,8 | 144,9 | 131,2 | 401,7 | 333,1 | 33,9 |
| 2020 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 208,0 | 43,0 |

Źródło: BDM S.A., spółka, *dotyczy kontraktów wg raportów bieżących (w przypadku aneksów kontrakt przyporządkowany do umowy głównej, nie wliczono kontraktów warunkowych)

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'18 I KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników na 2Q'2018

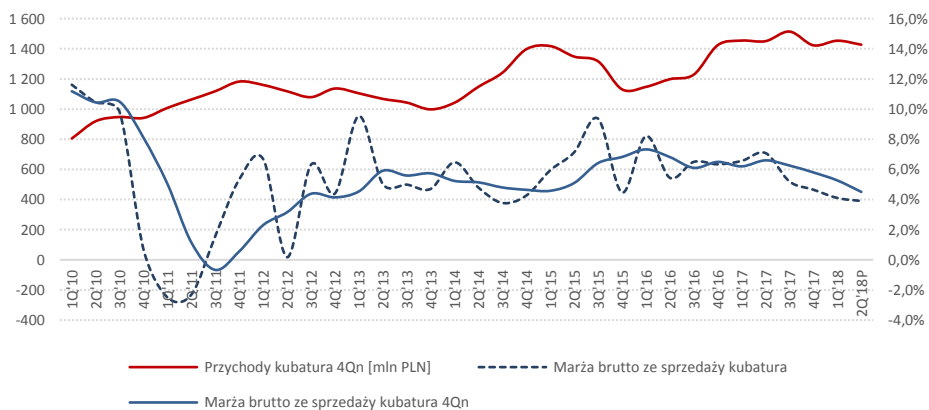
| | 2Q'17 | 2Q'18P | zmiana r/r | 1H'17 | 1H'18P | zmiana r/r | 2017 | 2018P | zmiana r/r | 2019P | zmiana r/r | 2020P | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|--------|------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 432,2 | 443,7 | 2,6% | 776,3 | 876,0 | 12,8% | 1 805,5 | 1 852,1 | 2,6% | 1 890,6 | 2,1% | 1 912,5 | 1,2% |
| Wynik brutto na sprzedaży | 35,6 | 26,4 | -25,7% | 60,5 | 51,0 | -15,6% | 131,6 | 107,6 | -18,3% | 113,7 | 5,7% | 129,1 | 13,6% |
| Zysk na sprzedaży | 11,0 | 2,2 | -80,2% | 12,4 | 3,8 | -69,1% | 40,1 | 13,8 | -65,5% | 18,8 | 36,1% | 31,9 | 69,2% |
| EBITDA | 14,2 | 5,8 | -59,1% | 20,2 | 13,5 | -32,8% | 48,9 | 26,3 | -46,1% | 31,3 | 19,0% | 44,4 | 41,6% |
| EBIT | 10,9 | 2,2 | -80,1% | 14,8 | 7,1 | -52,1% | 37,7 | 13,8 | -63,3% | 18,8 | 36,1% | 31,9 | 69,2% |
| Zysk brutto | 9,0 | 0,7 | -92,6% | 9,4 | 7,7 | -17,5% | 30,4 | 11,9 | -61,0% | 12,8 | 7,8% | 26,4 | 106,6% |
| Zysk netto | 6,8 | 0,4 | -94,6% | 7,1 | 4,8 | -32,3% | 22,6 | 7,1 | -68,6% | 7,7 | 9,5% | 18,8 | 142,1% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 8,2% | 6,0% | | 7,8% | 5,8% | | 7,3% | 5,8% | | 6,0% | | 6,8% | |
| Marża EBITDA | 3,3% | 1,3% | | 2,6% | 1,5% | | 2,7% | 1,4% | | 1,7% | | 2,3% | |
| Marża EBIT | 2,5% | 0,5% | | 1,9% | 0,8% | | 2,1% | 0,7% | | 1,0% | | 1,7% | |
| Marża zysku netto | 1,6% | 0,1% | | 0,9% | 0,6% | | 1,2% | 0,4% | | 0,4% | | 1,0% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szereg giełdowych spółek z branży budowlanej w bardziej lub w mniej dotkliwym stopniu wykazało w ostatnich miesiącach problemy z rentownością backlogu lub presją gotówkową. Obawiamy się, że w trudnym otoczeniu rynkowym Erbudowi będzie ciężko powtórzyć w najbliższych okresach wyniki z 2017 roku, nawet pomimo przejęcia w 1Q'18 niemieckiej spółki IVT.

Spodziewamy się, że niekorzystne trendy w rezultatach (szczególnie w segmencie kubaturowym, którego rentowność systematycznie spada w ostatnich okresach) mogą się uwidocznić w kolejnych kwartałach 2018 roku. Spółka realizuje jeszcze szereg kontraktów pozyskanych w 2016 roku, których finalne rozliczenie przypada na 2-4Q'18. Także w 2019 roku finalizowane będą jeszcze kontrakty z 2016 i 1H'17.

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym kwartalnie i narastająco za 4Q



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2Q'18 spodziewamy się zbliżonych r/r przychodów i wyraźnie słabszej rentowności. Pod presją znajdują się szczególnie kontrakty w kubaturze. Ostatnie kwartały to systematyczny spadek rentowności w tym obszarze (ostatni raz r/r marża rosła właśnie w 2Q'17), obawiamy się, że trend będzie kontynuowany, tym bardziej, że spółka ma w portfelu jeszcze sporo kontraktów z 2016 roku i 1H'17, które nie zostały sfinalizowane.

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

| | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16* | 2016 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 2017 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2018P |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Przychody ze sprzedaży | 341,9 | 446,3 | 425,4 | 576,2 | 1 789,8 | 344,1 | 432,2 | 505,9 | 523,3 | 1 805,5 | 432,4 | 443,7 | 478,9 | 497,2 | 1 852,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 27,7 | 28,4 | 29,8 | 43,6 | 129,5 | 24,9 | 35,6 | 31,6 | 39,6 | 131,6 | 24,6 | 26,4 | 26,9 | 29,6 | 107,6 |
| Zysk na sprzedaży | 6,8 | 7,3 | 9,6 | 20,2 | 43,9 | 1,5 | 11,0 | 9,6 | 18,1 | 40,1 | 1,7 | 2,2 | 3,9 | 6,1 | 13,8 |
| EBITDA | 14,9 | 26,6 | 11,2 | 4,1 | 56,7 | 5,9 | 14,2 | 12,5 | 16,2 | 48,9 | 7,7 | 5,8 | 6,6 | 6,3 | 26,3 |
| EBIT | 12,1 | 23,4 | 8,8 | 1,5 | 45,8 | 3,9 | 10,9 | 10,2 | 12,7 | 37,7 | 4,9 | 2,2 | 3,9 | 2,9 | 13,8 |
| Zysk (strata) brutto | 10,7 | 24,6 | 5,2 | 2,8 | 43,2 | 0,3 | 9,0 | 10,0 | 11,0 | 30,4 | 7,1 | 0,7 | 2,4 | 1,7 | 11,9 |
| Zysk (strata) netto | 6,9 | 14,3 | 4,2 | 10,6 | 36,0 | 0,3 | 6,8 | 7,8 | 7,6 | 22,6 | 4,5 | 0,4 | 1,7 | 0,6 | 7,1 |
| Marża brutto ze sprzedaży | 8,1% | 6,4% | 7,0% | 7,6% | 7,2% | 7,2% | 8,2% | 6,2% | 7,6% | 7,3% | 5,7% | 6,0% | 5,6% | 6,0% | 5,8% |
| Marża EBITDA | 4,3% | 6,0% | 2,6% | 0,7% | 3,2% | 1,7% | 3,3% | 2,5% | 3,1% | 2,7% | 1,8% | 1,3% | 1,4% | 1,3% | 1,4% |
| Marża EBIT | 3,5% | 5,2% | 2,1% | 0,3% | 2,6% | 1,1% | 2,5% | 2,0% | 2,4% | 2,1% | 1,1% | 0,5% | 0,8% | 0,6% | 0,7% |
| Marża zysku netto | 2,0% | 3,2% | 1,0% | 1,8% | 2,0% | 0,1% | 1,6% | 1,5% | 1,5% | 1,2% | 1,0% | 0,1% | 0,3% | 0,1% | 0,4% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, *w 4Q'16 spółka przekięgowała część wyniku wykazanego wcześniej w pozostałej działalności operacyjnej do zysku brutto ze sprzedaży

Zakładamy, że także 3Q i 4Q'18 nie dają miejsca na poprawę wyników r/r, co sprawi, że wynik netto w 2018 wg naszych kalkulacji może być istotnie niższy niż w 2017 roku. Dodatkowo pod presją jest nadal pozycja gotówkowa (spółka w kubaturze opiera się na podwykonawcach), po 1Q'18 była ona o 74 mln PLN gorsza r/r (do czego przyczyniło się także przejście IVT), co może oznaczać, że trudno będzie na koniec 2018 roku o uzyskanie gotówki netto z lat ubiegłych.

Obawiamy się, że prognozy rynkowe uwzględnione w konsensusie są zbyt wymagające. Według Bloomberg jest to na poziomie zysku netto 29-31 mln PLN na 2018 rok i 26-29 mln PLN na 2019 rok, podczas gdy w 1Q'18 spółka miałaby stratę netto, gdyby wyłączyć one-offy, co nie stanowi dobrego prognozy na kolejne kwartały.

Spodziewamy się, że w 2018 roku spółka wypracuje przychody na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych (ok. 1,8-1,9 mld PLN). W kolejnych latach przyjmujemy konserwatywnie, że poziom 2,0 mld PLN rocznie nie będzie przekroczony. W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki może spaść poniżej 1% w latach 2018-19. W kolejnych latach zakładamy odbicie, jednak nie przyjmujemy poziomu >2%. W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnym okresie 2010-17 od -1% do niespełna 3% marży. Przy dobrym rynku po stronie podaży kontraktów i pozytywnym rozwoju spółki w obszarze energetyczno-przemysłowym rozczarowuje wynikami nasze założenie mogą być zbyt konserwatywne. Jednak zwracamy też uwagę na ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych i wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia), który może okazać się powyżej naszych założeń. Długoterminowym celem spółki jest wypracowywanie 3% marży EBIT.

Jednorazowym czynnikiem, który mógłby w przyszłości ją poprawić, potencjalnie może być korzystne rozstrzygnięcie spornej sprawy o opcje walutowe z Bankiem Millennium – po skutecznej apelacji sprawa znów ma trafić do Sądu Okręgowego. Sprawa może potrwać jednak jeszcze dłuższy okres czasu.

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

| | 2017P poprzednio | 2017 raport | zmiana | 2018P poprzednio | 2018P aktualnie | zmiana | 2019P poprzednio | 2019P aktualnie | zmiana |
|---------------------|---------------------|----------------|--------|---------------------|--------------------|--------|---------------------|--------------------|--------|
| Przychody | 1 805,7 | 1 805,5 | 0,0% | 1 872,2 | 1 852,1 | -1,1% | 1 924,4 | 1 890,6 | -1,8% |
| EBITDA | 50,7 | 48,9 | -3,5% | 52,5 | 26,3 | -49,8% | 52,8 | 31,3 | -40,6% |
| EBIT | 40,2 | 37,7 | -6,2% | 42,1 | 13,8 | -67,1% | 41,6 | 18,8 | -54,7% |
| Zysk (strata) netto | 25,1 | 22,6 | -10,1% | 28,1 | 7,1 | -74,8% | 29,0 | 7,7 | -73,3% |
| Marża EBITDA | 2,8% | 2,7% | | 2,8% | 1,4% | | 2,7% | 1,7% | |
| Marża EBIT | 2,2% | 2,1% | | 2,2% | 0,7% | | 2,2% | 1,0% | |
| Marża zysku netto | 1,4% | 1,2% | | 1,5% | 0,4% | | 1,5% | 0,4% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 6/09/2017

Wyniki i prognozy wg segmentów [mln PLN]

| | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016 | 2017 | 2018P |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Przychody | 341,9 | 446,3 | 425,4 | 576,2 | 344,1 | 432,3 | 505,9 | 523,3 | 437,9 | 443,7 | 478,9 | 491,6 | 1 789,8 | 1 805,5 | 1 852,1 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 27,7 | 28,4 | 29,8 | 43,6 | 24,9 | 35,6 | 31,6 | 39,6 | 24,6 | 26,4 | 26,9 | 29,6 | 129,5 | 131,6 | 107,6 |
| rentowność | 8,1% | 6,4% | 7,0% | 7,6% | 7,2% | 8,2% | 6,2% | 7,6% | 5,6% | 6,0% | 5,6% | 6,0% | 7,2% | 7,3% | 5,8% |
| SG&A | 20,9 | 21,1 | 20,2 | 23,3 | 23,4 | 24,6 | 22,0 | 21,5 | 23,0 | 24,3 | 23,0 | 23,5 | 85,6 | 91,5 | 93,7 |
| Saldo PPO/PKO | 5,3 | 16,0 | -0,8 | -18,7 | 2,5 | -0,1 | 0,6 | -5,4 | 3,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,9 | -2,4 | 3,2 |
| EBIT | 12,1 | 23,4 | 8,8 | 1,5 | 3,9 | 10,9 | 10,2 | 12,7 | 4,9 | 2,2 | 3,9 | 6,1 | 45,8 | 37,7 | 17,1 |
| rentowność | 3,5% | 5,2% | 2,1% | 0,3% | 1,1% | 2,5% | 2,0% | 2,4% | 1,1% | 0,5% | 0,8% | 1,2% | 2,6% | 2,1% | 0,9% |
| Kubatura | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016 | 2017 | 2018P |
| Przychody | 262,8 | 355,7 | 334,1 | 471,7 | 293,0 | 352,0 | 397,8 | 380,3 | 323,7 | 325,6 | 348,1 | 361,3 | 1 424,3 | 1 423,1 | 1 358,6 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 21,6 | 19,3 | 21,7 | 29,9 | 19,2 | 24,9 | 20,7 | 17,7 | 13,3 | 12,7 | 13,9 | 14,5 | 92,5 | 82,5 | 54,4 |
| rentowność | 8,2% | 5,4% | 6,5% | 6,3% | 6,6% | 7,1% | 5,2% | 4,7% | 4,1% | 3,9% | 4,0% | 4,0% | 6,5% | 5,8% | 4,0% |
| EBIT | 13,8 | 19,2 | 7,5 | -3,8 | 8,1 | 6,6 | 5,9 | 5,0 | 3,9 | -3,1 | -1,6 | -0,1 | 36,7 | 25,6 | -0,8 |
| rentowność | 5,3% | 5,4% | 2,2% | -0,8% | 2,8% | 1,9% | 1,5% | 1,3% | 1,2% | -0,9% | -0,5% | 0,0% | 2,6% | 1,8% | -0,1% |
| Deweloperka | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016 | 2017 | 2018P |
| Przychody | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Zysk brutto ze sprzed. | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| rentowność | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBIT | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| rentowność | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inżynierjno-drogowe | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016 | 2017 | 2018P |
| Przychody | 32,4 | 34,5 | 31,3 | 43,6 | 12,6 | 16,0 | 44,5 | 83,7 | 49,8 | 43,9 | 47,6 | 58,6 | 141,8 | 156,8 | 199,9 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 4,3 | 3,2 | 3,3 | 4,5 | 2,4 | 4,0 | 4,1 | 14,6 | 5,1 | 4,8 | 3,8 | 5,9 | 15,3 | 25,1 | 19,6 |
| rentowność | 13,3% | 9,2% | 10,5% | 10,3% | 18,8% | 24,9% | 9,3% | 17,5% | 10,2% | 11,0% | 8,0% | 10,0% | 10,8% | 16,0% | 9,8% |
| EBIT | 1,4 | 3,2 | 1,0 | 0,8 | -1,0 | 1,8 | 2,2 | 10,7 | 2,1 | 2,8 | 1,3 | 3,4 | 6,5 | 13,7 | 9,6 |
| rentowność | 4,4% | 9,3% | 3,2% | 1,9% | -7,8% | 11,6% | 4,9% | 12,8% | 4,3% | 6,4% | 2,8% | 5,7% | 4,6% | 8,8% | 4,8% |
| Energetyka | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016 | 2017 | 2018P |
| Przychody | 46,7 | 56,1 | 60,0 | 52,3 | 38,5 | 64,2 | 63,5 | 59,2 | 63,5 | 74,1 | 83,1 | 71,7 | 215,1 | 225,5 | 292,5 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 1,8 | 5,9 | 4,8 | 8,9 | 3,3 | 6,6 | 6,7 | 7,3 | 6,0 | 8,9 | 9,1 | 9,3 | 21,4 | 23,9 | 33,3 |
| rentowność | 3,8% | 10,5% | 8,1% | 16,9% | 8,5% | 10,3% | 10,6% | 12,3% | 9,4% | 12,0% | 11,0% | 13,0% | 9,9% | 10,6% | 11,4% |
| EBIT | -3,0 | 0,9 | 0,3 | 4,1 | -1,9 | 0,8 | 2,2 | 1,5 | -0,3 | 2,4 | 4,1 | 2,8 | 2,3 | 2,6 | 9,1 |
| rentowność | -6,5% | 1,6% | 0,6% | 7,9% | -4,9% | 1,2% | 3,5% | 2,6% | -0,5% | 3,2% | 5,0% | 3,9% | 1,1% | 1,2% | 3,1% |
| Pozostałe | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016 | 2017 | 2018P |
| Przychody | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 8,7 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 1,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 8,7 | 0,1 | 1,1 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,3 |
| EBIT | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,4 | -1,3 | 1,7 | -0,1 | -4,6 | -0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | -4,3 | -0,8 |
| backlog | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18P | 3Q'18P | 4Q'18P | 2016 | 2017 | 2018P |
| | 1 300 | 1 100 | 2 020 | 2 001 | 2 031 | 2 195 | 2 119 | 2 044 | 1 964 | 1 964 | 1 964 | 1 964 | 2 001 | 2 044 | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura prognozowanych wyników spółki w podziale na segmenty [mln PLN]

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 1 223,6 | 1 692,1 | 1 763,3 | 1 789,8 | 1 805,5 | 1 852,1 | 1 890,6 | 1 912,5 | 1 928,0 | 1 924,1 | 1 909,3 | 1 909,7 | 1 936,1 | 1 956,7 | 1 977,5 |
| zmiana r/r | -11,6% | 38,3% | 4,2% | 1,5% | 0,9% | 2,6% | 2,1% | 1,2% | 0,8% | -0,2% | -0,8% | 0,0% | 1,4% | 1,1% | 1,1% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 90,9 | 99,2 | 121,7 | 129,5 | 131,6 | 107,6 | 113,7 | 129,1 | 133,5 | 133,2 | 128,2 | 124,8 | 126,4 | 127,8 | 129,2 |
| rentowność | 7,4% | 5,9% | 6,9% | 7,2% | 7,3% | 5,8% | 6,0% | 6,8% | 6,9% | 6,9% | 6,7% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% |
| EBITDA | 40,4 | 52,0 | 62,1 | 56,7 | 48,9 | 26,3 | 31,3 | 44,4 | 47,5 | 46,4 | 41,9 | 38,3 | 38,7 | 39,1 | 39,5 |
| rentowność | 3,3% | 3,1% | 3,5% | 3,2% | 2,7% | 1,4% | 1,7% | 2,3% | 2,5% | 2,4% | 2,2% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| EBITDA skoryg. | 40,6 | 46,6 | 54,2 | 54,8 | 51,3 | 26,3 | 31,3 | 44,4 | 47,5 | 46,4 | 41,9 | 38,3 | 38,7 | 39,1 | 39,5 |
| rentowność | 3,3% | 2,8% | 3,1% | 3,1% | 2,8% | 1,4% | 1,7% | 2,3% | 2,5% | 2,4% | 2,2% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| EBIT | 32,7 | 43,1 | 51,5 | 45,8 | 37,7 | 13,8 | 18,8 | 31,9 | 35,2 | 34,7 | 30,3 | 26,8 | 27,1 | 27,5 | 27,9 |
| rentowność | 2,7% | 2,5% | 2,9% | 2,6% | 2,1% | 0,7% | 1,0% | 1,7% | 1,8% | 1,8% | 1,6% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Zysk brutto | 25,1 | 36,1 | 44,8 | 43,2 | 30,4 | 11,9 | 12,8 | 26,4 | 30,4 | 30,5 | 26,8 | 23,8 | 24,7 | 25,5 | 26,2 |
| rentowność | 2,1% | 2,1% | 2,5% | 2,4% | 1,7% | 0,6% | 0,7% | 1,4% | 1,6% | 1,6% | 1,4% | 1,2% | 1,3% | 1,3% | 1,3% |
| Zysk netto | 17,2 | 26,4 | 27,8 | 36,0 | 22,6 | 7,1 | 7,7 | 18,8 | 22,0 | 22,1 | 19,1 | 16,7 | 17,4 | 18,0 | 18,6 |
| rentowność | 1,4% | 1,6% | 1,6% | 2,0% | 1,2% | 0,4% | 0,4% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,0% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% |
| Budownictwo kubaturowe | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
| Przychody | 998,1 | 1 397,5 | 1 131,0 | 1 424,3 | 1 423,1 | 1 358,6 | 1 385,8 | 1 399,7 | 1 413,7 | 1 413,7 | 1 413,7 | 1 413,7 | 1 434,3 | 1 448,2 | 1 462,3 |
| zmiana r/r | -12,2% | 40,0% | -19,1% | 25,9% | -0,1% | -4,5% | 2,0% | 1,0% | 1,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,5% | 1,0% | 1,0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 57,3 | 64,9 | 77,1 | 92,5 | 82,5 | 54,4 | 58,9 | 73,5 | 77,8 | 77,8 | 74,2 | 70,7 | 71,7 | 72,4 | 73,1 |
| rentowność | 5,7% | 4,6% | 6,8% | 6,5% | 5,8% | 4,0% | 4,3% | 5,3% | 5,5% | 5,5% | 5,3% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| EBIT | 21,0 | 25,3 | 32,7 | 36,7 | 25,6 | -4,0 | -1,2 | 11,9 | 15,6 | 15,6 | 12,0 | 8,5 | 8,6 | 8,7 | 8,8 |
| rentowność | 2,1% | 1,8% | 2,9% | 2,6% | 1,8% | -0,3% | -0,1% | 0,9% | 1,1% | 1,1% | 0,9% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| Deweloperka | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
| Przychody | 48,5 | 45,4 | 47,9 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| zmiana r/r | -24,2% | -6,3% | 5,3% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 9,6 | 4,8 | 6,7 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| rentowność | 19,8% | 10,5% | 13,9% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBIT | 5,4 | 8,4 | 10,0 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| rentowność | 11,1% | 18,5% | 20,9% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Sprzedaż notarialna [szt] | 184 | 168 | 176 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inżynierijno-drogowe | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
| Przychody | 96,2 | 160,2 | 330,7 | 141,8 | 156,8 | 199,9 | 207,5 | 212,9 | 214,0 | 207,0 | 189,2 | 186,6 | 189,3 | 192,8 | 196,4 |
| zmiana r/r | -32,5% | 66,5% | 106,5% | -57,1% | 10,6% | 27,5% | 3,8% | 2,6% | 0,5% | -3,3% | -8,6% | -1,4% | 1,5% | 1,9% | 1,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 11,0 | 16,0 | 21,0 | 15,3 | 25,1 | 19,6 | 20,7 | 21,3 | 21,4 | 20,7 | 18,9 | 18,7 | 18,9 | 19,3 | 19,6 |
| rentowność | 11,5% | 10,0% | 6,4% | 10,8% | 16,0% | 9,8% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| EBIT | 4,6 | 5,7 | 9,8 | 6,5 | 13,7 | 9,6 | 10,6 | 10,9 | 10,8 | 10,4 | 9,5 | 9,4 | 9,5 | 9,7 | 9,8 |
| rentowność | 4,8% | 3,6% | 3,0% | 4,6% | 8,8% | 4,8% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Energetyka | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
| Przychody | 79,7 | 88,9 | 253,7 | 215,1 | 225,5 | 292,5 | 296,2 | 298,8 | 299,3 | 302,3 | 305,3 | 308,3 | 311,4 | 314,5 | 317,7 |
| zmiana r/r | 93,1% | 11,6% | 185,4% | -15,2% | 4,8% | 29,7% | 1,3% | 0,9% | 0,2% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 12,9 | 13,6 | 16,9 | 21,4 | 23,9 | 33,3 | 33,7 | 34,0 | 34,1 | 34,4 | 34,8 | 35,1 | 35,5 | 35,8 | 36,2 |
| rentowność | 16,2% | 15,3% | 6,7% | 9,9% | 10,6% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% |
| EBIT | 1,8 | 3,7 | -1,0 | 2,3 | 2,6 | 9,1 | 9,2 | 8,8 | 8,5 | 8,4 | 8,5 | 8,6 | 8,7 | 8,8 | 8,9 |
| rentowność | 2,2% | 4,1% | -0,4% | 1,1% | 1,2% | 3,1% | 3,1% | 2,9% | 2,9% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% |
| Pozostałe | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
| Przychody | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 8,7 | 0,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EBIT | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | -4,3 | -0,8 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

DANE FINANSOWE

| Bilans [mln PLN] | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa trwałe | 103,5 | 121,1 | 119,7 | 117,6 | 115,9 | 114,5 | 113,9 | 114,0 | 114,0 | 114,2 | 114,3 | 114,4 |
| Wartości niematerialne i prawne | 24,9 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 | 23,0 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 46,1 | 49,3 | 47,9 | 45,8 | 44,0 | 42,7 | 42,1 | 42,1 | 42,2 | 42,3 | 42,5 | 42,5 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 32,5 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 | 48,8 |
| Aktywa obrotowe | 843,8 | 821,6 | 807,5 | 812,6 | 822,6 | 822,6 | 814,3 | 799,4 | 788,4 | 789,7 | 790,5 | 796,2 |
| Zapasy | 2,8 | 11,6 | 11,9 | 12,1 | 12,3 | 12,4 | 12,3 | 12,2 | 12,2 | 12,4 | 12,5 | 12,7 |
| Należności krótkoterminowe | 554,7 | 603,3 | 674,4 | 688,4 | 696,4 | 702,0 | 700,6 | 695,2 | 695,4 | 705,0 | 712,5 | 720,0 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 280,1 | 201,3 | 115,8 | 106,7 | 108,6 | 102,8 | 96,0 | 86,7 | 75,4 | 66,9 | 60,2 | 58,1 |
| - środki pieniężne | 257,3 | 190,2 | 104,7 | 95,5 | 97,5 | 91,7 | 84,9 | 75,5 | 64,3 | 55,8 | 49,0 | 47,0 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 6,3 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| Aktywa razem | 947,3 | 942,7 | 927,2 | 930,2 | 938,5 | 937,1 | 928,2 | 913,4 | 902,5 | 903,8 | 904,8 | 910,6 |
| Kapitał (fundusz) własny | 251,7 | 275,9 | 268,8 | 273,0 | 287,9 | 295,8 | 301,4 | 304,0 | 306,4 | 311,2 | 316,2 | 321,3 |
| Kapitał mniejszości | 9,1 | 10,0 | 10,5 | 11,2 | 11,8 | 12,4 | 13,0 | 13,5 | 14,1 | 14,6 | 15,1 | 15,7 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 686,5 | 656,8 | 647,8 | 646,0 | 638,8 | 628,9 | 613,8 | 595,9 | 582,0 | 578,0 | 573,4 | 573,6 |
| Rezerwy na zobowiązania | 44,6 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 | 42,5 |
| Zobowiązania długoterminowe | 74,0 | 71,4 | 61,4 | 49,4 | 36,4 | 22,4 | 8,4 | 8,4 | 8,4 | 8,4 | 8,4 | 8,4 |
| - w tym zobowiązania oprocentowane | 66,4 | 63,0 | 53,0 | 41,0 | 28,0 | 14,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 567,9 | 542,9 | 543,9 | 554,1 | 559,9 | 564,0 | 562,9 | 545,0 | 531,1 | 527,1 | 522,5 | 522,7 |
| - w tym zobowiązania oprocentowane | 50,6 | 54,4 | 54,4 | 54,4 | 54,4 | 54,4 | 54,4 | 40,4 | 26,4 | 15,4 | 5,4 | 0,0 |
| Pasywa razem | 947,3 | 942,7 | 927,2 | 930,2 | 938,5 | 937,1 | 928,2 | 913,4 | 902,5 | 903,8 | 904,8 | 910,6 |

| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody netto ze sprzedaży | 1 790 | 1 805 | 1 852 | 1 891 | 1 913 | 1 928 | 1 924 | 1 909 | 1 910 | 1 936 | 1 957 | 1 977 |
| Koszty produktów, tow. i materiałów | 1 660 | 1 674 | 1 745 | 1 777 | 1 783 | 1 794 | 1 791 | 1 781 | 1 785 | 1 810 | 1 829 | 1 848 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 129,5 | 131,6 | 107,6 | 113,7 | 129,1 | 133,5 | 133,2 | 128,2 | 124,8 | 126,4 | 127,8 | 129,2 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 85,6 | 91,5 | 93,7 | 94,8 | 97,2 | 98,3 | 98,5 | 97,9 | 98,0 | 99,3 | 100,3 | 101,4 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | 43,9 | 40,1 | 13,8 | 18,8 | 31,9 | 35,2 | 34,7 | 30,3 | 26,8 | 27,1 | 27,5 | 27,9 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 1,9 | -2,3 | 3,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe zyski pozaoperacyjne | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 56,7 | 48,9 | 26,3 | 31,3 | 44,4 | 47,5 | 46,4 | 41,9 | 38,3 | 38,7 | 39,1 | 39,5 |
| EBIT | 45,8 | 37,7 | 13,8 | 18,8 | 31,9 | 35,2 | 34,7 | 30,3 | 26,8 | 27,1 | 27,5 | 27,9 |
| Saldo działalności finansowej | -2,6 | -7,3 | -2,0 | -6,1 | -5,5 | -4,8 | -4,2 | -3,6 | -3,0 | -2,5 | -2,0 | -1,7 |
| Pozostałe zyski | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk (strata) brutto | 43,2 | 30,4 | 11,9 | 12,8 | 26,4 | 30,4 | 30,5 | 26,8 | 23,8 | 24,7 | 25,5 | 26,2 |
| Zysk (strata) netto mniejszości | -0,7 | 1,4 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Zysk (strata) netto* | 36,0 | 22,6 | 7,1 | 7,7 | 18,8 | 22,0 | 22,1 | 19,1 | 16,7 | 17,4 | 18,0 | 18,6 |

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

| CF [mln PLN] | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 74,6 | -43,9 | -26,9 | 20,0 | 32,2 | 35,3 | 36,2 | 33,6 | 28,9 | 26,4 | 27,2 | 27,5 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 24,5 | 4,6 | -28,9 | -8,6 | -8,9 | -9,2 | -9,5 | -10,0 | -10,1 | -10,3 | -10,4 | -10,5 |
| Przepływy z działalności finansowej | -63,9 | -27,8 | -29,7 | -20,6 | -21,3 | -31,8 | -33,6 | -32,9 | -30,0 | -24,6 | -23,6 | -19,0 |
| Przepływy pieniężne netto | 35,1 | -67,1 | -85,5 | -9,2 | 2,0 | -5,8 | -6,8 | -9,4 | -11,2 | -8,5 | -6,8 | -2,1 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 222,1 | 257,3 | 190,2 | 104,7 | 95,5 | 97,5 | 91,7 | 84,9 | 75,5 | 64,3 | 55,8 | 49,0 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 257,3 | 190,2 | 104,7 | 95,5 | 97,5 | 91,7 | 84,9 | 75,5 | 64,3 | 55,8 | 49,0 | 47,0 |

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|-------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r | 0,9% | 2,6% | 2,1% | 1,2% | 0,8% | -0,2% | -0,8% | 0,0% | 1,4% | 1,1% | 1,1% |
| EBITDA zmiana r/r | -13,8% | -46,1% | 19,0% | 41,6% | 7,0% | -2,2% | -9,7% | -8,6% | 1,0% | 1,0% | 1,1% |
| EBIT zmiana r/r | -17,7% | -63,3% | 36,1% | 69,2% | 10,4% | -1,5% | -12,5% | -11,8% | 1,3% | 1,3% | 1,4% |
| Zysk netto zmiana r/r | -37,3% | -68,6% | 9,5% | 142,1% | 17,1% | 0,5% | -13,3% | -12,5% | 4,1% | 3,6% | 3,0% |
| Marża brutto na sprzedaży | 7,3% | 5,8% | 6,0% | 6,8% | 6,9% | 6,9% | 6,7% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% |
| Marża EBITDA | 2,7% | 1,4% | 1,7% | 2,3% | 2,5% | 2,4% | 2,2% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Marża EBIT | 2,1% | 0,7% | 1,0% | 1,7% | 1,8% | 1,8% | 1,6% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Marża brutto | 1,7% | 0,6% | 0,7% | 1,4% | 1,6% | 1,6% | 1,4% | 1,2% | 1,3% | 1,3% | 1,3% |
| Marża netto | 1,2% | 0,4% | 0,4% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,0% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% |
| COGS / przychody | 92,7% | 94,2% | 94,0% | 93,2% | 93,1% | 93,1% | 93,3% | 93,5% | 93,5% | 93,5% | 93,5% |
| SG&A / przychody | 5,1% | 5,1% | 5,0% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% |
| SG&A / COGS | 5,5% | 5,4% | 5,3% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| ROE | 8,2% | 2,6% | 2,8% | 6,5% | 7,4% | 7,3% | 6,3% | 5,5% | 5,6% | 5,7% | 5,8% |
| ROA | 2,4% | 0,8% | 0,8% | 2,0% | 2,3% | 2,4% | 2,1% | 1,9% | 1,9% | 2,0% | 2,0% |
| Dług | 117,4 | 107,4 | 95,4 | 82,4 | 68,4 | 54,4 | 40,4 | 26,4 | 15,4 | 5,4 | 0,0 |
| D / (D+E) | 12,5% | 11,6% | 10,3% | 8,8% | 7,3% | 5,9% | 4,4% | 2,9% | 1,7% | 0,6% | 0,0% |
| D / E | 14,2% | 13,1% | 11,4% | 9,6% | 7,9% | 6,2% | 4,6% | 3,0% | 1,7% | 0,6% | 0,0% |
| Odsetki / EBIT | -19,4% | -14,4% | -32,2% | -17,2% | -13,7% | -12,1% | -11,8% | -11,1% | -9,0% | -7,3% | -6,0% |
| Dług / kapitał własny | 42,6% | 40,0% | 34,9% | 28,6% | 23,1% | 18,0% | 13,3% | 8,6% | 4,9% | 1,7% | 0,0% |
| Dług netto | -72,8 | 2,7 | -0,1 | -15,1 | -23,3 | -30,5 | -35,2 | -37,9 | -40,4 | -43,7 | -47,0 |
| Dług netto / kapitał własny | -26,4% | 1,0% | 0,0% | -5,2% | -7,9% | -10,1% | -11,6% | -12,4% | -13,0% | -13,8% | -14,6% |
| Dług netto / EBITDA | -1,5 | 0,1 | 0,0 | -0,3 | -0,5 | -0,7 | -0,8 | -1,0 | -1,0 | -1,1 | -1,2 |
| Dług netto / EBIT | -1,9 | 0,2 | 0,0 | -0,5 | -0,7 | -0,9 | -1,2 | -1,4 | -1,5 | -1,6 | -1,7 |
| EV | 118,1 | 193,6 | 190,8 | 175,8 | 167,6 | 160,4 | 155,7 | 152,9 | 150,5 | 147,2 | 143,9 |
| Dług / EV | 99,4% | 55,5% | 50,0% | 46,9% | 40,8% | 33,9% | 25,9% | 17,2% | 10,2% | 3,6% | 0,0% |
| CAPEX / Przychody | 0,2% | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| CAPEX / Amortyzacja | 37,5% | 79,2% | 83,2% | 85,7% | 89,3% | 94,7% | 100,5% | 100,7% | 101,1% | 100,9% | 100,8% |
| Amortyzacja / Przychody | 0,6% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| Zmiana KO / Przychody | 5,1% | 3,8% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,0% | -0,1% | 0,0% | 0,2% | 0,1% | 0,1% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 585,8% | 151,8% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% |
| Wskaźniki rynkowe | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| MC/S* | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| P/E* | 8,5 | 27,0 | 24,6 | 10,2 | 8,7 | 8,6 | 10,0 | 11,4 | 11,0 | 10,6 | 10,3 |
| P/BV* | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/CE* | 5,7 | 9,8 | 9,4 | 6,1 | 5,6 | 5,6 | 6,2 | 6,7 | 6,6 | 6,4 | 6,3 |
| EV/EBITDA* | 2,4 | 7,3 | 6,1 | 4,0 | 3,5 | 3,5 | 3,7 | 4,0 | 3,9 | 3,8 | 3,6 |
| EV/EBIT* | 3,1 | 14,0 | 10,1 | 5,5 | 4,8 | 4,6 | 5,1 | 5,7 | 5,5 | 5,4 | 5,2 |
| EV/S* | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| BVPS | 21,5 | 21,0 | 21,3 | 22,5 | 23,1 | 23,5 | 23,7 | 23,9 | 24,3 | 24,7 | 25,1 |
| EPS | 1,8 | 0,6 | 0,6 | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,5 |
| CEPS | 2,6 | 1,5 | 1,6 | 2,4 | 2,7 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,4 |
| DPS | 1,17 | 1,10 | 0,28 | 0,30 | 1,10 | 1,29 | 1,29 | 1,12 | 0,98 | 1,02 | 1,06 |
| Payout ratio | 41,7% | 62,5% | 50,0% | 50,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 14,9 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data publikacji | godzina publikacji | kurs | WIG |
|-----------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|-----------------|--------------------|------|--------|
| Redukuj | 13,5 | Kupuj | 32,0 | 26.07.2018 | 08:50 CEST | 14,9 | 58 630 |
| Kupuj | 32,0 | Akumuluj | 35,0 | 6.09.2017 | 10:50 CEST | 26,5 | 65 115 |
| Akumuluj | 35,0 | Akumuluj | 32,3 (w tym DPS=1,17 PLN) | 3.03.2017 | 13:50 CEST | 30,9 | 59 304 |
| Akumuluj | 32,3 (w tym DPS=1,17 PLN) | Akumuluj | 37,7 | 3.01.2017 | 11:09 CEST | 29,0 | 52 313 |
| Akumuluj | 37,7 | Akumuluj | 28,4 | 1.06.2015 | | 33,7 | 55 641 |
| Akumuluj | 28,4 | - | - | 27.05.2014 | | 25,2 | 52 515 |

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg 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.

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).

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'18*: | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: | | | |
|--|---|-----|--------|------|
| | liczba | % | liczba | % |
| Kupuj | 1 | 20% | 1 | 100% |
| Akumuluj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Trzymaj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Redukuj | 4 | 80% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 0 | 0% |

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem 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.

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. Stopy zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 26.07.2018 roku (08:50 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.07.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 26.07.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieje inna istotna 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.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.