



Dom Maklerski BDM S.A.

INSTAL KRAKÓW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(INITIAL COVERAGE)

WYCENA 22,9 PLN

05 SIERPNIA 2014

Uważamy, że obecna wycena rynkowa Instalu Kraków (117 mln PLN) jest atrakcyjna zarówno licząc metodą dochodową, jak i porównując mnożniki rynkowe do konkurencji czy uwzględniając aktywa netto spółki. Instal konserwatywnie podchodził na przestrzeni ostatnich lat do rynku budowlanego, co pozwoliło uniknąć ujemnych marż jak i zachować gotówkę (umiejętnie pomnażaną w segmencie deweloperskim). Wypadnięcie z rynku części graczy, dobra pozycja bilansowa, inwestycje w branży energetycznej oraz zbliżająca się perspektywa nowych środków z UE stwarzają okazję do zbudowania dobrego portfela zleceń. W 2013 roku spółka pozyskała duże kontrakty w formule generalnego wykonawstwa z branży energetycznej (dla EDF oraz Enei) o wartości 339 mln PLN netto (roczne przychody segmentu budowlanego na rynku polskim nie przekraczały dotychczas 200 mln PLN/rok). Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji Kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 22,9 PLN, co daje blisko 43% potencjał wzrostu. Uważamy, że nasze założenia przyjęte w modelu są konserwatywne i dają sporą przestrzeń do ich korekt w górę w sytuacji, gdy spółka będzie uzupełniać portfel zleceń i rozpoczynać nowe projekty deweloperskie. Według naszych obecnych ostrożnych estymacji Instal handlowany jest na poziomie $P/E'14=7,5x$ oraz $EV/EBITDA'14=4,1x$, dużo poniżej innych podmiotów budowlanych czy deweloperskich.

Strategia spółki opiera się przede wszystkim na realizacji kontraktów budowlanych w zakresie ochrony środowiska (gospodarka wodno-ściekowa i odpadowa), modernizacji instalacji przemysłowych i technologicznych oraz pracach dla sektora energetycznego. Drugą nogą jest segment deweloperski (w ostatnich latach główne źródło EBITDA), w ramach którego realizowane są inwestycje mieszkaniowe na rynku krakowskim. Spółka prowadzi także działalność podwykonawczą w Niemczech oraz w zakresie produkcji i dostaw specjalistycznych systemów klimatyzacyjnych i wentylacyjnych (spółka zależna Frapol).

Wynik za 2013 rok (netto: 13,4 mln PLN) był najlepszy od 2006 roku ze względu na konieczność utworzenia rezerwy na 5,4 mln PLN (niekorzystny wyrok sądu dotyczący kontraktu z 2006 roku). W modelu zakładamy wzrost skonsolidowanego zysku netto do 15-16 mln PLN w latach 2014-15. Są to założenia konserwatywne, dla których dostrzegamy potencjał do korekty w górę w zależności od rentowności dużych zleceń energetycznych oraz startu nowych projektów deweloperskich (w modelu przyjmujemy wyraźny spadek rentowności w tym obszarze ze względu na presję cenową jako wywiera w Krakowie Budimex).

Zwracamy uwagę, że mimo bardzo dobrej pozycji gotówkowej spółka nie przeznaczająca dużych środków na dywidendy (w latach 2013-14 roku wyniosła ona po 0,20 PLN/akcję). W spółce od 2006 roku funkcjonuje program menedżerski, według którego zarząd ma prawo do premii w wysokości 10% zysku netto, jeżeli wyniesie on w danym roku co najmniej 2,5 mln PLN, co ujmujemy w wynikach.

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	402,6	430,7	415,5	481,8	498,8	457,3
EBITDA [mln PLN]	28,4	25,7	21,9	22,1	23,7	22,0
EBIT [mln PLN]	26,0	23,3	19,3	19,3	20,2	18,0
Zysk netto [mln PLN]	21,1	18,8	13,4	15,5	15,8	14,4
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	5,5	6,2	8,7	7,5	7,4	8,1
EV/EBITDA	2,9	3,4	2,4	4,1	3,7	3,2
EV/EBIT	3,2	3,8	2,8	4,7	4,3	3,9

Wycena DCF [PLN]	22,4
Wycena porównawcza [PLN]	24,0
Wycena końcowa [PLN]	22,9
Potencjał do wzrostu / spadku	42,9%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	16,0
Kapitalizacja [mln PLN]	116,6
Ilość akcji [mln szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	21,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	15,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-17,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-30,1%
Struktura akcjonariatu*:	
Juszczak Piotr	26,8%
Legg Mason TFI	12,2%
Szybiński Jan	5,9%
Pozostali	55,1%

*wg liczby głosów na WZA

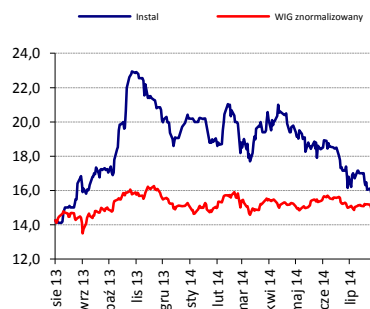
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	8
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE	9
DZIAŁALNOŚĆ BUDOWLANA	13
FRAPOL	14
SEGMENT DEWELOPERSKI	15
PROGNOZY WYNIKÓW	17
DANE FINANSOWE	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Instal Kraków opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 24,0 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 22,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 22,9 PLN.

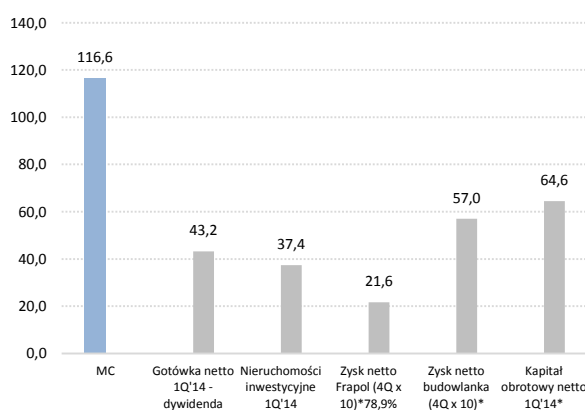
Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	22,4
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	24,0
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		22,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

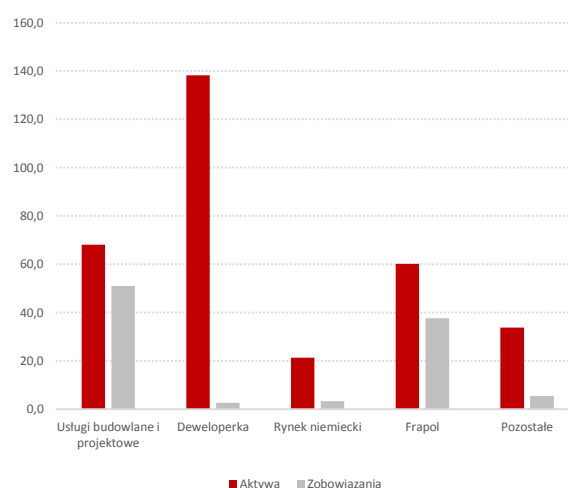
Uważamy Instal Kraków za bardzo ciekawą propozycję z obszaru budownictwa i deweloperki mieszkaniowej. Wypadnięcie z rynku części graczy, dobra pozycja bilansowa (spora nadwyżka gotówki netto, aktywa w postaci działek budowlanych w Krakowie), inwestycje w branży energetycznej oraz zbliżająca się perspektywa nowych środków z UE stwarzają okazję do zbudowania dobrego portfela zleceń. W 2H'13 spółka pozyskała nowe kontrakty w formule generalnego wykonawstwa z branży energetycznej (dla EDF oraz Enei) o wartości 339 mln PLN netto. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji Kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 22,9 PLN, co daje 43% potencjał wzrostu. Według naszych prognoz Instal handlowany jest na poziomie $P/E'14=7,5x$ oraz $EV/EBITDA'14=4,1x$. Pozyskanie kolejnych dużych zleceń oraz nowe projekty w segmencie deweloperskim skłoniłyby nas do weryfikacji w górę naszych założeń, które uważamy za bardzo konserwatywne. Według wyceny bilansowej i uproszczonej metody wskaźnikowej (dla powtarzalnej działalności budowlanej oraz produkcyjnej) obecny majątek znacznie przewyższa kapitalizację rynkową spółki.

Kapitalizacja vs uproszczona wycena majątku spółki [mln PLN]



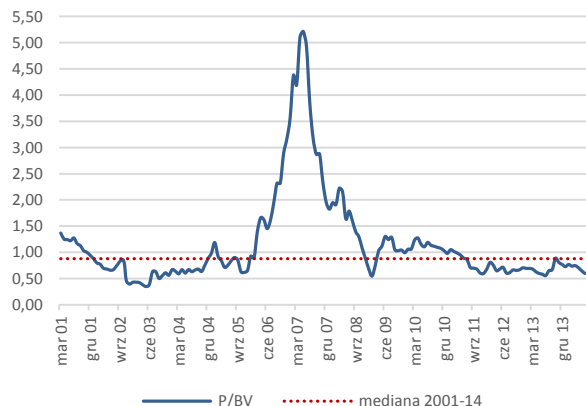
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka MC- bieżąca kapitalizacja, budowlanka=Polska+Niemcy (wynik skorygowany o 5,4 mln PLN rezerwy na karę), gotówka netto uwzględnia inne inwestycje krótkoterminowe (lokaty>3M), uproszczoną wycenę segmentu budowlanego i Frapolu przyjęto przy wskaźniku $P/E=10x$, * znaczną część kapitału obrotowego stanowią aktywa deweloperskie

Struktura aktywów po 1Q'14 [mln PLN]



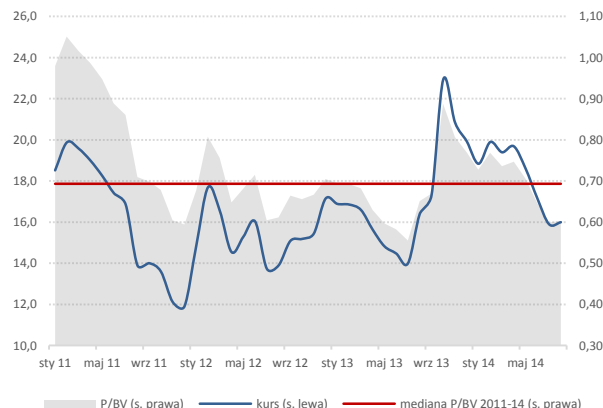
Źródło: BDM S.A., spółka, różnica = kapitał własny

Historyczny wskaźnik P/BV



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczny wskaźnik P/BV i kurs Instal



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 2014/15 roku przychody spółki znacząco wzrosną za sprawą realizacji umów pozyskanych z branży energetycznej zakontraktowanych w 2H'13. Po tym okresie konserwatywnie zakładamy spadek sprzedaży, aczkolwiek pozyskanie przez spółkę kolejnych znaczących umów w latach 2014-15 skłoniłoby nas do zweryfikowania prognoz w górę (spółka wcześniej nie realizowała umów o jednostkowej wartości >50 mln PLN netto).
- W segmencie deweloperskim zakładamy spadek sprzedaży w 2014 do około 40-45 mln PLN (prowadzone obecnie inwestycje zaczęły kontrybuować do wyników w 2H'14). W kolejnych latach estymujemy utrzymanie podobnej skali działalności (spółka posiada spory zasób gruntów). Rynek krakowski jest dość atrakcyjny ze względu na relatywnie dobry rynek pracy. Jednocześnie ostatnie agresywne działania cenowe Budimexu (projekty na Czyżynach) mogą przełożyć się na presję na marżę. W modelu uwzględniamy zakup gruntów na poziomie niezbędnym do obsługi bieżących inwestycji.
- W przypadku Frapolu przyjmujemy wzrost na poziomie organicznym i utrzymanie bieżącej rentowności (dodatkowy potencjał dostrzegamy w nowej inwestycji prowadzonej w SSE Niepołomice – założono wyższy CAPEX w 2014/15 roku – potencjalnie może ona także uwolnić grunty z dotychczasowej lokalizacji w Krakowie).
- Poziom skonsolidowanej marży EBITDA w okresie 2014-23 estymujemy na poziomie około 4,5-5,0%. Na poziomie marży na sprzedaży w segmencie budowlanym zakładamy 2,0% na rynku polskim oraz 4,2% na rynku niemieckim. W przypadku segmentu deweloperskiego przyjmujemy dalszą erozję marży i jej spadek w kierunku średnich rynkowych (w latach 2009-13 marża segmentu spadła z 33% do 26%, podczas gdy średnia ważona dla deweloperów mieszkaniowych z GPW to 14% za ten okres).
- W przypadku kapitału obrotowego uwzględniamy przyrost zapotrzebowania w latach 2014-15 ze względu na wzrost portfela zamówień i konieczność obsługi dużych zleceń dla branży energetycznej. Spodziewamy się jednak, że na koniec każdego roku szczegółowej prognozy spółki będzie w stanie utrzymać dodatnią pozycję gotówkową netto. Dla segment deweloperskiego zakładamy utrzymanie wskaźnika '(produkcja w toku + wyroby gotowe) / (przychód z roku n+1)' na poziomie około 1,0x (poziom z poprzednich trzech lat).
- Dług (gotówka) netto uwzględnia pozycję „inne krótkoterminowe aktywa finansowe” (lokaty >3M)
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 0,0%;
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 5.08.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 162,9 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 22,4 PLN.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	481,8	498,8	457,3	459,8	450,3	434,8	432,4	434,8	437,2	439,8
EBIT [mln PLN]	19,3	20,2	18,0	17,5	17,4	17,0	16,9	17,0	17,0	17,1
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,7	3,8	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3
NOPLAT [mln PLN]	15,6	16,4	14,6	14,2	14,1	13,7	13,7	13,7	13,8	13,9
Amortyzacja [mln PLN]	2,8	3,5	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
CAPEX [mln PLN]	-7,7	-12,2	-4,1	-4,1	-4,3	-4,1	-4,1	-4,0	-3,9	-3,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-48,6	-3,0	4,6	-0,4	1,1	2,1	0,4	-0,4	-0,4	-0,4
FCF [mln PLN]	-37,9	4,6	19,0	13,6	14,8	15,6	13,9	13,2	13,4	13,4
DFCF [mln PLN]	-36,6	4,1	15,5	10,1	10,1	9,8	8,0	7,0	6,5	6,0
Suma DFCF [mln PLN]	40,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	149,6		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	66,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	107,2									
Dług netto 2013 [mln PLN]	-63,1									
Dywidenda 2014 [mln PLN]	1,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]	6,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	162,9									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	22,4									
Przychody zmiana r/r	15,9%	3,5%	-8,3%	0,6%	-2,1%	-3,4%	-0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT zmiana r/r	-0,2%	4,9%	-10,9%	-2,7%	-1,0%	-2,3%	-0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
FCF zmiana r/r	-	-	312,7%	-28,6%	8,8%	5,6%	-10,9%	-4,8%	1,0%	0,5%
Marża EBITDA	4,6%	4,7%	4,8%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża EBIT	4,0%	4,1%	3,9%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża NOPLAT	3,2%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
CAPEX / Przychody	1,6%	2,5%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	275,2%	352,5%	103,3%	105,4%	109,5%	105,7%	104,2%	102,7%	100,7%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	10,1%	0,6%	-1,0%	0,1%	-0,2%	-0,5%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	73,3%	17,6%	11,0%	16,2%	11,5%	13,5%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
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	97,4%	98,1%	98,7%	99,0%	99,5%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	2,6%	1,9%	1,3%	1,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	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								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	22,6	23,6	24,9	26,4	28,5	31,3	35,4	41,8	53,3
	0,8	21,6	22,5	23,6	24,9	26,6	29,0	32,2	37,0	45,1
	0,9	20,7	21,5	22,4	23,6	25,0	26,9	29,5	33,3	39,2
	1,0	19,9	20,5	21,4	22,4	23,6	25,2	27,3	30,3	34,8
	1,1	19,1	19,7	20,4	21,3	22,4	23,7	25,5	27,9	31,4
	1,2	18,4	18,9	19,6	20,3	21,2	22,4	23,9	25,9	28,6
	1,3	17,8	18,2	18,8	19,4	20,3	21,2	22,5	24,1	26,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	23,7	24,9	26,3	28,2	30,7	34,2	39,4	48,2	65,6
	4%	21,6	22,5	23,6	24,9	26,6	29,0	32,2	37,0	45,1
	5%	19,9	20,5	21,4	22,4	23,6	25,2	27,3	30,3	34,8
	6%	18,4	18,9	19,6	20,3	21,2	22,4	23,9	25,9	28,6
	7%	17,2	17,6	18,1	18,7	19,4	20,2	21,3	22,7	24,5
	8%	16,1	16,4	16,8	17,3	17,8	18,5	19,3	20,2	21,5
	9%	15,1	15,4	15,7	16,1	16,5	17,0	17,6	18,4	19,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	32,1	30,7	29,4	28,2	27,1	26,1	25,2	24,4	23,6
	4%	29,0	27,5	26,1	24,9	23,8	22,8	21,9	21,1	20,3
	5%	26,4	24,9	23,6	22,4	21,3	20,3	19,4	18,7	17,9
	6%	24,4	22,8	21,5	20,3	19,3	18,4	17,5	16,8	16,1
	7%	22,6	21,1	19,8	18,7	17,7	16,8	16,0	15,3	14,6
	8%	21,1	19,6	18,4	17,3	16,3	15,5	14,7	14,1	13,5
	9%	19,8	18,4	17,1	16,1	15,2	14,4	13,7	13,1	12,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

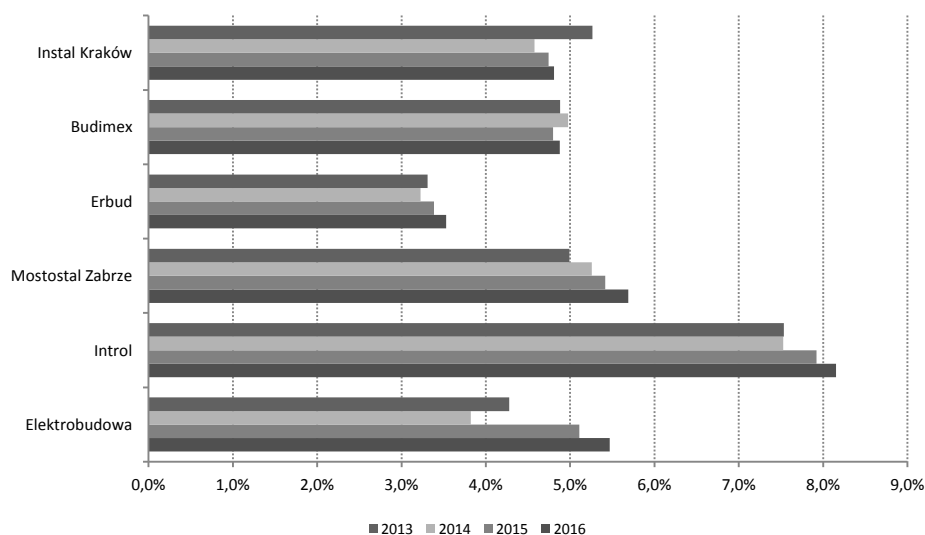
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim w segmencie ogólnobudowlanym, energetycznym i deweloperskim. Dla 2014 roku przyjęliśmy wagę 20% a dla kolejnych lat po 40%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 175,1 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 24,0 PLN.** Ze względu na ograniczoną porównywalność profilu wyników Instal Kraków (wysoka kontrybucja segmentu deweloperskiego do wyniku EBIT) do innych spółek z branży, wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	201P	2016P	2014P	2015P	2016P
Budimex	18,4	16,7	14,3	7,2	4,9	4,4
Erbud	14,5	11,5	9,5	6,5	5,6	4,9
Mostostal Zabrze	15,6	12,4	10,2	7,2	6,3	5,4
Intrtol	10,4	9,6	8,9	6,9	6,4	5,8
Elektrobudowa	18,7	10,7	8,8	9,3	6,4	5,4
Mediana	15,6	11,5	9,5	7,2	6,3	5,4
Instal	7,5	7,4	8,1	4,1	3,7	3,2
Premia/dyskonto dla Instal Kraków	-51,8%	-36,1%	-14,4%	-43,2%	-41,5%	-40,7%
Wycena wg wskaźnika	33,2	25,1	18,7	25,5	24,5	22,6
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		24,1			23,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	24,0					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne, wg cen z 5.08.2014

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

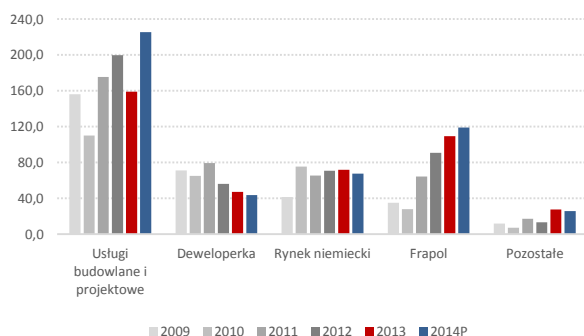
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Sprzedaż i marże w segmencie usług budowlanych.** Za około 35-45% przychodów spółki odpowiada segment usług budowlanych świadczonych na rynku polskim (za kolejne około 15-20% odpowiada rynek niemiecki). W przypadku silniejszej dekonjunktury w sektorze usługowym (głównie zamówienia z branży ochrony środowiska, energetyki, przemysłu) osiągnięte wyniki spółki mogą być niższe od naszych założeń i przekładać się na niższą wycenę. Spółka działając na rynku budowlanym jest narażona na konieczność zawiązywania rezerw i tworzenia odpisów, co może negatywnie wpłynąć na wyniki. W ostatnich kwartałach spółka pozyskała w formule generalnego wykonawstwa zlecenia o wartości wyraźnie wyższej, niż dotychczasowa przeciętna. Z jednej strony pozwala to na wypracowanie rekordowego portfela zleceń, z drugiej wiąże się z ponadprzeciętnym ryzykiem: m.in. zaangażowanie kapitału obrotowego, dobór i współpraca z podwykonawcami, kwestie formalno-prawne realizacji zleceń. Zwracamy uwagę, że w trudnej sytuacji na rynku budowlanych (upadłość, zatory płatnicze) banki konserwatywnie podchodzą do finansowania podmiotów z branży. Przewagę konkurencyjną spółki w takiej sytuacji stanowi dobra pozycja gotówkowa.
- **Sprzedaż i marże w segmencie deweloperskim.** Sprzedaż mieszkań w ostatnich latach generowała około 50-80 mln PLN przychodów rocznie. W ostatnich latach segment doświadczył wyraźnej erozji marż, jednak rentowność nadal utrzymuje się na ponadprzeciętnym poziomie zarówno w stosunku do innych obszarów działalności spółki, jak i w stosunku do podobnych podmiotów notowanych na GPW. Spółka działa jedynie na rynku krakowskim. Aktywne działania ze strony innych deweloperów mogą prowadzić do dużej podaży mieszkań lub/i pozyskiwania klientów znacznymi obniżkami cen, co może mieć negatywne przełożenia na wyniki działalności Instal.
- **Wahania kursów walutowych.** Wyniki spółki mogą podlegać wpływom zmian kursów walut ze względu na realizację sprzedaży (m.in. eksport produktów, świadczenie usług na rynku niemieckim) lub zakupów w walutach obcych.

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

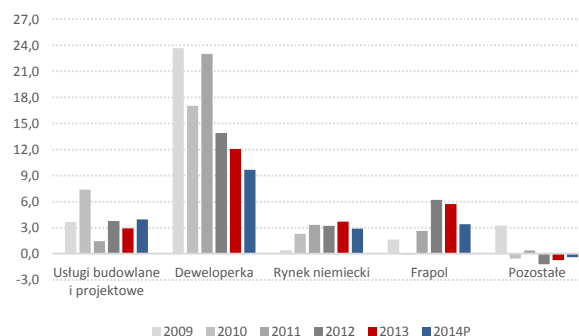
Instal Kraków obecny jest na GPW od 1999 roku (historia spółki sięga lat 50. XX wieku). Strategia spółki opiera się przede wszystkim na realizacji kontraktów budowlanych w zakresie ochrony środowiska (gospodarka wodno-ściekowa i odpadowa), modernizacji sektora energetycznego w różnych dziedzinach ochrony środowiska, instalacji przemysłowych i technologicznych. Spółka prowadzi także działalność w segmencie deweloperskim oraz w zakresie produkcji i dostaw specjalistycznych systemów klimatyzacyjnych i wentylacyjnych (spółka zależna Frapol). Główną konkurencję w podstawowym obszarze stanowią takie podmioty jak Hochtief, Strabag, Skanska, IDS-Bud, Pol-Aqua, Polimex, Budimex, Inżynieria Rzeszów, Mostostal Zabrze, Ginzler, Wassertechnik, Aldesa, Cadagua.

Przychodów ze sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



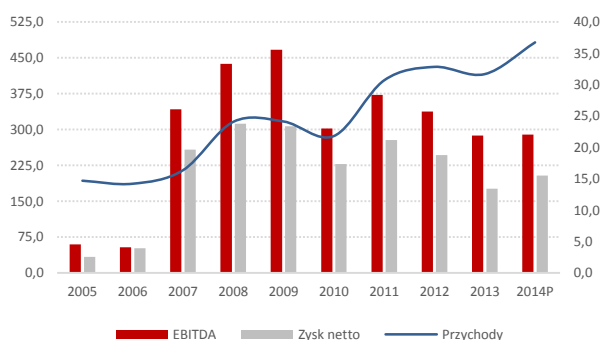
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk na sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



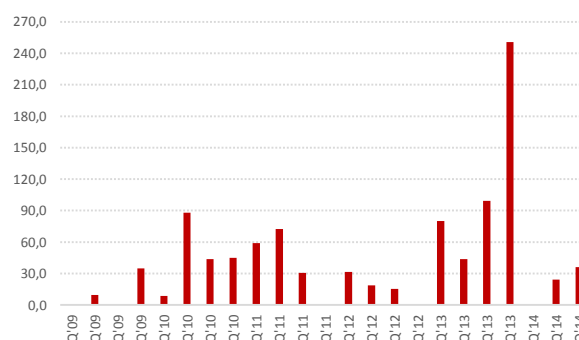
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody, EBITDA, zysk netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Suma podpisanych znaczących umów w kwartale [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Licząc po liczbie głosów na WZA głównym akcjonariuszem spółki jest Piotr Juszczyk (prezes zarządu spółki od 1992 roku, a wcześniej związany z nią od lat 70.). W lipcu prezes nabył w ramach umów cywilno-prawnych 55,9 tys akcji imiennych w cenach 17,15-19,00 PLN.

Skład zarządu spółki jest obecnie 4-osobowy. W Instalu od 2006 roku funkcjonuje program menedżerski, który zapewnia zarządowi premię w wysokości 10% zysku netto, jeżeli wyniesie on w danym roku co najmniej 2,5 mln PLN.

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Juszczyk Piotr	633 699	8,7%	3 123 299	26,8%
Legg Mason TFI	1 425 446	19,6%	1 425 446	12,2%
Szybiński Jan	152 723	2,1%	689 523	5,9%
Pozostali	5 073 632	69,6%	6 430 432	55,11%
Razem	7 285 500	100,0%	11 668 700	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W skład grupy kapitałowej wchodzi:

- **Instal Kraków** - jednostka dominująca; specjalizuje się w wykonywaniu oraz montażu instalacji w obiektach przemysłowych, komunalnych i ochrony zdrowia. Na rynku niemieckim spółka posiada samodzielny oddział w Moers. W 2006 roku Instal Kraków rozpoczął także działalność w branży deweloperskiej (własne projekty w Krakowie: Osiedla Śliczna, Osiedle Nowy Przewóz, inwestycja przy Al. Jana Pawła II).
- **Frapol** - podmiot zależny (78,89% udziałów). Zajmuje się projektowaniem, produkcją i montażem elementów dla potrzeb techniki wentylacyjnej i klimatyzacyjnej oraz instalacji towarzyszących a także pracami remontowymi, rozruchowymi i serwisowymi. Spółka prowadzi także prace budowlane w zakresie generalnego wykonawstwa.
- **BTH Instalacje** - podmiot współzależny (50% udziałów Instal Kraków, 50% udziałów Frapol). Prowadzi prace remontowe i inwestycyjne w zakresie branży instalacyjnej.
- **Biprowumet** - podmiot stowarzyszony (32,9% udziałów). Biuro projektowo-inżynierskie.

Grupa posiada pięć segmentów sprawozdawczych:

- **Produkcja podstawowa** - usługi budowlano-montażowe oraz projektowanie w zakresie technologii i instalacji dla uzdatniania wody przemysłowej i komunalnej, dla oczyszczania ścieków oraz kanalizacji, instalacji przemysłowych dla sektora energetycznego, instalacji dla ciepłownictwa i ogrzewnictwa, instalacji oczyszczania spalin, instalacji gazowych, wentylacji, klimatyzacji, elektrycznych, automatyki i aparatury kontrolno-pomiarowej, produkcji i montażu konstrukcji stalowych, hal, estakad, kominów, robót izolacyjnych i antykorozyjnych, produkcji przemysłowej urządzeń oraz elementów wyposażenia instalacji, obiektów kubaturowych wraz z ich wyposażeniem.
- **Działalność deweloperska** - sprzedaż mieszkań w ramach własnych projektów deweloperskich oraz wynajem posiadanych nieruchomości.
- **Rynek niemiecki** - samodzielny oddział w Moers, który świadczy usługi w zakresie montażu instalacji technologicznych, montaż i remonty urządzeń w elektrowniach i zakładach przemysłowych oraz prace spawalnicze.
- **Frapol** - działalność polegająca na projektowaniu, produkcji, montażu oraz serwisowaniu urządzeń i elementów z zakresu systemów wentylacji i klimatyzacji.
- **Pozostałe** - produkcja przemysłowa (wykonawstwo wymiennikowni, kotłowni tradycyjnych i kontenerowych, stacji uzdatniania wody, instalacji wentylacyjnych, klimatyzacyjnych, odpylających, hydroforowni i przepompowni, instalacji odsiarczania spalin, wszystkich instalacji technologicznych i sanitarnych, konstrukcji stalowych, elementów instalacji, zabezpieczeń antykorozyjnych oraz izolacji termicznych), usługi produkcyjne realizowane poprzez Zakład Sprzętu i Transportu, Zakład Utrzymania Ruchu oraz Głównego Spawalnika, działalność handlowa (sprzedaż hurtowa materiałów instalacyjnych takich jak rury stalowe wszystkich średnic i gatunków, kolan stalowych, izolacji termicznych i armatury instalacyjnej).

Głównym źródłem przychodów spółki jest działalność budowlana na rynku polskim (jako GW) i niemieckim (jako podwykonawca w robotach montażowych i remontowych). Spółka obecnie realizuje głównie kontrakty z zakresu instalacji ochrony środowiska (oczyszczalnie ścieków, instalacje odazotowania i odsiarczania spalin). Marża na sprzedaży na rynku polskim w ostatnich latach waha się w okolicach 1-2%, natomiast na rynku niemieckim jest to 4-5%. W 2H'13 Instal Kraków pozyskał trzy duże kontrakty związane z instalacjami dla energetyki o łącznej wartości dla spółki 339 mln PLN netto. Dynamiczny wzrost na przestrzeni ostatnich lat odnotował Frapol (systemy klimatyzacyjne i wentylacyjne), który w skali roku notuje obecnie zysk na sprzedaży niewiele niższy niż działalność budowlana łącznie na rynku polskim i niemieckim.

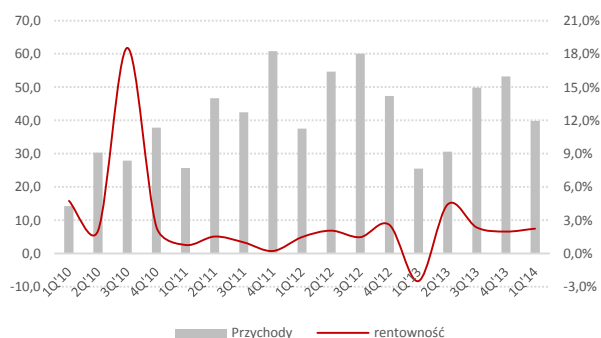
Główną kontrybucję do wyników (>50% udziału w zysku na sprzedaży) wnosili w ostatnich kilku latach segment deweloperski (mieszkania w Krakowie). Obecnie spółka realizuje dwa budynki w inwestycji w Nowy Przewóz (termin ukończenia: 3Q/koniec 4Q'14, lokalizacja: Podgórze). Zwracamy uwagę, że rynek krakowski w okresie 2011-2012 uległ mocnemu nasyceniu inwestycjami, co zaowocowało spadkiem cen ale także stopniowym ograniczeniem podaży w 2013 roku. Obecnie na rynku pojawiła się agresywna cenowo oferta Budimexu, który chcąc upłynnić posiadany bank ziemi, zaoferował część mieszkań nawet w cenie 4,0 tys PLN/mkw na Czyżynach (mieszkania Instal oferowane są w cenie ok. 5,5-6,0 tys PLN/mkw).

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	2010	2011	2012	2013	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14
Przychody	286,2	402,6	430,7	415,5	65,3	81,8	89,7	165,8	91,6	94,3	120,3	124,5	79,1	90,3	117,5	128,6	93,6
Zysk brutto ze sprzedaży	43,1	49,8	48,6	48,8	6,4	8,4	7,4	27,6	10,5	10,0	9,5	18,6	8,8	12,1	13,1	14,7	7,9
rentowność	15,1%	12,4%	11,3%	11,7%	9,8%	10,3%	8,2%	16,7%	11,5%	10,6%	7,9%	14,9%	11,1%	13,4%	11,2%	11,4%	8,4%
Zysk na sprzedaży	26,1	30,8	25,9	23,7	2,9	2,6	2,7	22,6	5,7	3,0	4,6	12,6	3,6	4,3	7,5	8,4	2,6
rentowność	9,1%	7,7%	6,0%	5,7%	4,4%	3,2%	3,0%	13,6%	6,2%	3,2%	3,8%	10,2%	4,5%	4,8%	6,4%	6,5%	2,8%
EBIT	20,5	26,0	23,3	19,3	3,2	2,6	3,0	17,2	4,8	2,9	4,6	11,0	4,4	4,8	6,6	3,6	3,6
rentowność	7,2%	6,5%	5,4%	4,6%	4,9%	3,2%	3,4%	10,3%	5,3%	3,1%	3,8%	8,8%	5,5%	5,3%	5,6%	2,8%	3,9%
EBITDA	23,0	28,4	25,7	21,9	3,7	3,2	3,6	17,9	5,3	3,5	5,2	11,7	4,9	5,3	7,2	4,4	4,3
rentowność	8,0%	7,0%	6,0%	5,3%	5,7%	3,9%	4,0%	10,8%	5,8%	3,7%	4,3%	9,4%	6,2%	5,9%	6,1%	3,4%	4,5%
Usługi budowlane i projektowe	2010	2011	2012	2013	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14
Przychody	110,3	175,6	199,6	159,1	25,7	46,7	42,4	60,8	37,6	54,7	60,1	47,3	25,5	30,6	49,9	53,2	39,8
Zysk na sprzedaży	7,4	1,5	3,8	2,9	0,2	0,7	0,4	0,1	0,6	1,1	0,9	1,2	-0,6	1,4	1,2	1,1	0,9
rentowność	6,7%	0,8%	1,9%	1,8%	0,8%	1,5%	1,0%	0,2%	1,5%	2,1%	1,5%	2,6%	-2,5%	4,4%	2,3%	2,0%	2,2%
Deweloperka	2010	2011	2012	2013	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14
Przychody	65,1	79,6	56,2	47,3	8,4	4,7	6,9	59,6	12,8	4,5	9,6	29,2	9,1	7,2	14,1	16,9	10,5
Zysk na sprzedaży	17,0	23,0	13,9	12,1	1,6	0,6	0,4	20,5	3,0	0,4	1,2	9,3	2,1	0,9	3,9	5,2	2,4
rentowność	26,2%	28,9%	24,7%	25,5%	18,9%	12,5%	5,4%	34,3%	23,5%	8,3%	12,6%	31,8%	22,9%	12,0%	27,8%	30,9%	22,6%
Rynek niemiecki	2010	2011	2012	2013	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14
Przychody	75,4	65,4	70,8	72,0	15,5	14,3	16,0	19,6	15,4	15,8	19,2	20,4	18,3	17,6	18,0	18,1	12,3
Zysk na sprzedaży	2,3	3,3	3,2	3,7	1,0	0,9	0,7	0,8	1,1	0,8	0,8	0,5	1,4	0,7	0,8	0,8	0,7
rentowność	3,0%	5,1%	4,5%	5,2%	6,5%	6,0%	4,5%	3,9%	7,1%	5,1%	3,9%	2,6%	7,6%	4,1%	4,4%	4,4%	5,3%
Frapol	2010	2011	2012	2013	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14
Przychody	28,0	64,6	90,7	109,4	11,2	13,3	20,9	19,2	20,1	16,4	25,6	28,6	21,3	29,0	26,4	32,7	28,0
Zysk na sprzedaży	-0,1	2,6	6,2	5,7	0,2	0,5	1,0	0,9	0,9	0,8	1,7	2,8	1,1	1,7	1,3	1,7	0,2
rentowność	-0,3%	4,1%	6,8%	5,2%	2,1%	3,8%	4,7%	4,7%	4,5%	5,0%	6,6%	9,8%	5,0%	5,7%	4,9%	5,2%	0,8%
Pozostałe	2010	2011	2012	2013	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14
Przychody	7,4	17,4	13,2	27,7	4,4	2,8	3,6	6,5	5,8	2,8	5,8	-1,1	4,9	6,0	9,1	7,7	3,0
Zysk na sprzedaży	-0,5	0,4	-1,2	-0,7	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	0,1	-1,2	-0,4	-0,3	0,3	-0,4	-1,5
rentowność	-7,3%	2,2%	-9,1%	-2,6%	-3,3%	-1,5%	7,0%	4,9%	1,6%	-5,5%	1,2%	112,3%	-7,5%	-4,9%	3,5%	-4,7%	-51,5%

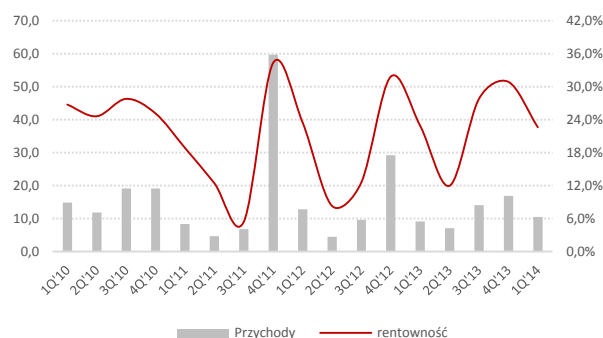
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Działalność podstawowa [mln PLN]



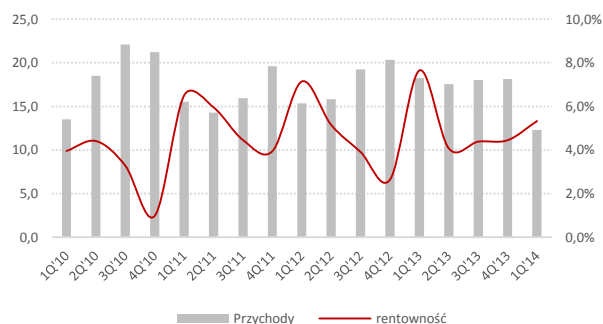
Źródło: BDM S.A., spółka

Deweloperka [mln PLN]

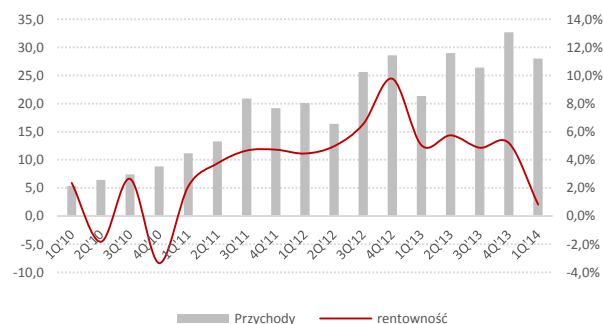


Źródło: BDM S.A., spółka

Rynek niemiecki [mln PLN]



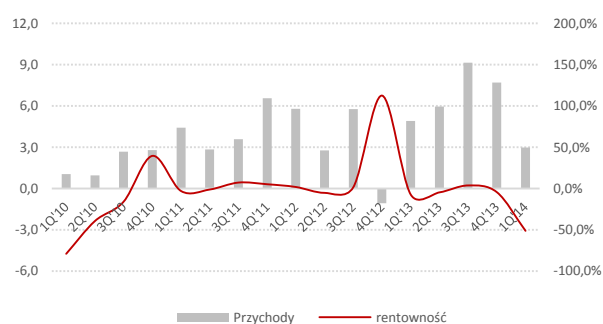
Frapol [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

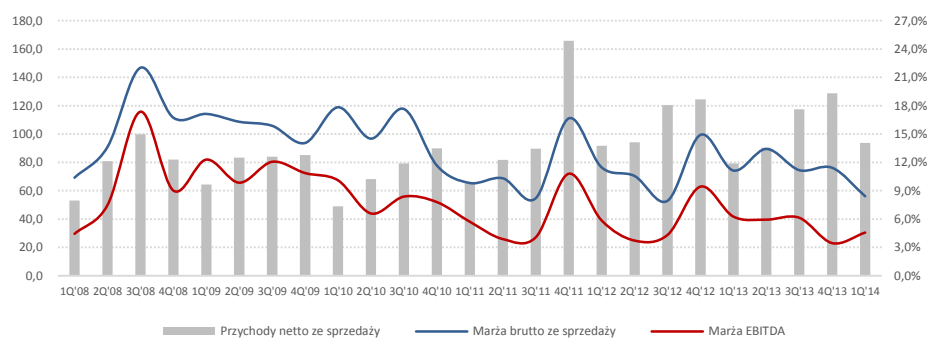
Źródło: BDM S.A., spółka

Pozostałe [mln PLN]



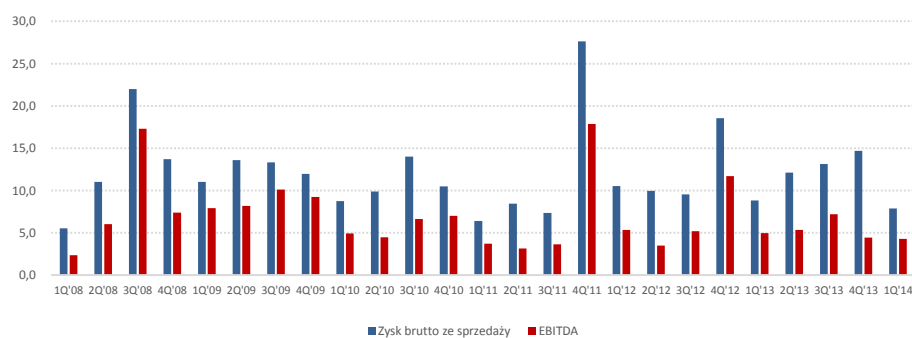
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] oraz rentowność



Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk brutto ze sprzedaży oraz EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

DZIAŁALNOŚĆ BUDOWLANA

Portfel zleceń oraz zrealizowane kontrakty

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2014-07-30	Elektrobudowa	Wykonanie robót technologicznych przy budowie nowego bloku EC tychy	19	2015-07
2014-07-03	Budimex	Wykonanie instalacji wentylacji/klimatyzacji w nowym budynku Wyd. Chemii UJ	17	2015-06
2014-04-25	Wings Properties	Wykonanie budynku OVO we Wrocławiu	24	2016-04
2013-10-23	EDF	Projekt i budowa instalacji odzotowania spalin w Krakowie	175	2017-10
2013-10-23	EDF	Projekt i budowa instalacji odzotowania spalin we Wrocławiu	76	2015-12
2013-08-30	Enea	Budowa kanałów spalin i wentylatorów wspomagających w ramach budowy IOS	88	2015-06
2013-08-06	MPWIK Kraków	Budowa stacji odbioru osadów z czyszczenia kanalizacji (Płaszów)	11	2014-06
2013-04-26	PIM Czechowice	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Czechowicach-Dziedzicach	44	2014-07
2013-03-21	RPWIK	Przebudowa oczyszczalni ścieków Radocha II w Sosnowcu – Etap III	29	2015-03
2013-03-19	ŁZK w Łańcutcie	Rozbudowy i przebudowa oczyszczalni ścieków w miejscowości Wola Dalsza	31	2014-09
2013-03-01	Mostostal W-wa	Wykonanie robót budowlano – montażowych w zakresie instalacji wentylacji w Hali Czyżyny	20	2013-09
2012-10-18	MZWIK Nowy Targ	Modernizacja gospodarki wodnej i ściekowej w Nowym Targu	15	2014-12
2012-04-27	PWIK Gliwice	Modernizacja Stacji Uzdatniania Wody Łabędy	19	2014-02
2012-03-28	PR Wieliczka	Budowa Zespołu Szkół Zawodowych i Zespołu Szkół im. Brata Alojzego Kosiby w Wieliczce – Etap II	17	2012-09
2012-02-06	MPWIK Żywiec	Instalacja suszenia osadów	15	2013-09
2011-09-08	Tauron	Układ gospodarki olejowej w ramach odbudowy mocy wytwórczych w ZEC Bielsko-Biała EC1	10	2013-03
2011-07-01	ZIM Mikołów	Budowa kanalizacji sanitarnej i deszczowej oraz przebudowa sieci wodociągowej	21	2012-12
2011-05-23	Tauron	Układ odpowiadania zewnętrznego i sorbentu (ZEC Bielsko-Biała EC-1)	22	2013-08
2011-05-09	PWIK Dąbr. Gór.	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni ścieków	35	2013-08
2011-04-08	PGNIG	Przebudowa budynku B dla potrzeb Gazowni Krakowskiej	15	2012-10
2011-01-25	KIW-K	Modernizacja oczyszczalni ścieków "Podlesie"	29	2012-09
2011-01-05	SWS Nowy Sącz	Modernizacja i rozbudowa SUW miasto Stary Sącz	30	2011-12
2010-12-30	EDF	Modernizacja wewnętrznego członu ciepłowniczego - regulacyjność w Elektrociepł. Kraków	10	2011-12
2010-11-17	PGK	Budowa oczyszczalni ścieków w Przysowicach	10	2012-12
2010-11-15	WIK Krzeszowice	Modernizacja Centralnej Oczyszczalni Ścieków w Krzeszowicach	25	2012-09
2010-09-30	MPWIK	Beztlenowa stabilizacja osadów z wykorzystaniem biogazu na terenie MOŚ w Zduńskiej Woli	14	2013-06
2010-08-11	Aquanet	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni ścieków w Borówcu	30	2013-01
2010-06-22	Gmina Myślenice	Budowa oczyszczalni ścieków	12	2011-06
2010-06-10	Gmina Bolków	Modernizacja istniejącej oczyszczalni ścieków w miejscowości Wolbromek	10	2011-10
2010-05-11	EDF	Budowa instalacji akumulatora ciepła w Elektrociepłowni Kraków	31	2011-12
2010-04-22	WIK	Rozbudowa oczyszczalni ścieków w Strzegomiu	16	2012-06
2010-04-12	YIT Germany	Montaż instalacji wewnętrznych w obiekcie Airrail Center Frankfurt am Main	20	2011-03
2010-03-30	g. Wilamowice	Modernizacja i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Piszczowicach	8	2011-09
2009-12-16	EDF	Budowa instalacji transportu, magazynowania i przeróbki biomasy na terenie EK - III etap	16	2010-12
2009-10-26	g. Czernichów	Budowa oczyszczalni ścieków w Wołowicach - etap I	8	2010-12
2009-10-08	Średzka Woda	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Środzie Śląskiej	11	2011-09
2009-05-20	g. Radłów	Rozbudowa i przebudowa istniejącej oczyszczalni ścieków w miejscowości Radłów	10	2010-10

Źródło: BDM S.A., spółka

W ostatnich latach spółka świadczyła przede wszystkim usługi budowlano-montażowe oraz projektowanie w zakresie technologii i instalacji dla uzdatniania wody przemysłowej i komunalnej, dla oczyszczania ścieków oraz kanalizacji. Kontrakty te finansowane są przede wszystkim ze środków unijnych. Duży program inwestycyjny w ostatnich latach w tym obszarze może przełożyć się na relatywnie mniejszą liczbę zleceń w kolejnej perspektywie budżetowej, aczkolwiek można spodziewać się wzrostu liczby prac remontowych i modernizacyjnych.

Spółka specjalizuje się także w instalacjach przemysłowych dla sektora energetycznego, instalacji dla ciepłownictwa i ogrzewnictwa czy instalacjach oczyszczania spalin. W tym obszarze w 2H'13 pozyskano 3 duże zlecenia (2 dla EDF, 1 dla Enei) o łącznej wartości 339 mln PLN netto (wartość dla spółki, partnerem w konsorcjum przy kontraktach dla EDF jest Fortum).

Poza tym spółka wykonuje instalacje gazowe, wentylacyjne, klimatyzacyjne, elektryczne, automatyki i aparatury kontrolno-pomiarowej, w zakresie produkcji i montażu konstrukcji stalowych, hal, estakad, kominów, robót izolacyjnych i antykorozyjnych, produkcji przemysłowej urządzeń oraz elementów wyposażenia instalacji, obiektów kubaturowych wraz z ich wyposażeniem.

Na rynku niemieckim Instal posiada samodzielny oddział w Moers, który świadczy usługi w zakresie montażu instalacji technologicznych, montaż i remonty urządzeń w elektrowniach i zakładach przemysłowych oraz

prace spawalnicze. Na rynku eksportowym w 2012 roku zatrudnionych było 425 osób (przy 988 pracownikach w całej grupie).

Marża na sprzedaży w segmencie budowlanym nie jest imponująca (na rynku polskim w ostatnich latach waha się w okolicach 1-2%, natomiast na rynku niemieckim wynosi 4-5%). Spółka jednak konserwatywnie podchodzi do pozyskiwania zleceń i nie notuje strat w tym obszarze w ujęciu rocznym. W 4Q'13 konieczne było utworzenie 5,4 mln PLN rezerwy w saldzie pozostałej działalności operacyjnej, która wynika z niekorzystnego wyroku sądowego dotyczącego umowy z 2006 roku. W prognozie na kolejne lata na poziomie marży na sprzedaży w segmencie budowlanym zakładamy 2% na rynku polskim oraz 4% na rynku niemieckim.

Działalność budowlana na rynku polskim [mln PLN]

	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2009	2010	2011	2012	2013
Przychody	72,4	114,9	175,6	37,6	92,2	152,3	199,6	25,5	56,1	105,9	159,1	39,8	156,3	110,3	175,6	199,6	159,1
Zysk na sprzedaży	0,7	0,4	0,1	0,6	1,1	0,9	1,2	-0,6	1,4	1,2	1,1	0,9	3,7	7,4	1,5	3,8	2,9
rentowność	1,0%	0,4%	0,1%	1,5%	1,2%	0,6%	0,6%	-2,5%	2,4%	1,1%	0,7%	2,2%	2,3%	6,7%	0,8%	1,9%	1,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Działalność budowlana na rynku niemieckim [mln PLN]

	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2009	2010	2011	2012	2013
Przychody	14,3	16,0	19,6	15,4	15,8	19,2	20,4	18,3	17,6	18,0	18,1	12,3	41,6	75,4	65,4	70,8	72,0
Zysk na sprzedaży	0,9	0,7	0,8	1,1	0,8	0,8	0,5	1,4	0,7	0,8	0,8	0,7	0,4	2,3	3,3	3,2	3,7
rentowność	6,0%	4,5%	3,9%	7,1%	5,1%	3,9%	2,6%	7,6%	4,1%	4,4%	4,4%	5,3%	1,0%	3,0%	5,1%	4,5%	5,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

FRAPOL

Frapol - wyniki segmentu [mln PLN]

	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2009	2010	2011	2012	2013
Przychody	13,3	20,9	19,2	20,1	16,4	25,6	28,6	21,3	29,0	26,4	32,7	28,0	35,2	28,0	64,6	90,7	109,4
Zysk na sprzedaży	0,5	1,0	0,9	0,9	0,8	1,7	2,8	1,1	1,7	1,3	1,7	0,2	1,6	-0,1	2,6	6,2	5,7
rentowność	3,8%	4,7%	4,7%	4,5%	5,0%	6,6%	9,8%	5,0%	5,7%	4,9%	5,2%	0,8%	4,6%	-0,3%	4,1%	6,8%	5,2%
EBITDA skoryg.	0,7	1,2	1,1	1,1	1,0	1,9	3,0	1,3	1,9	1,5	2,0	0,5	2,1	0,4	3,3	7,0	6,7
rentowność	5,0%	5,5%	5,7%	5,5%	6,2%	7,4%	10,5%	6,1%	6,6%	5,8%	6,0%	1,8%	6,0%	1,5%	5,2%	7,7%	6,1%
Zysk netto	0,3	0,6	0,2	0,5	0,3	0,8	1,0	0,6	1,0	0,8	0,7	0,3	1,2	0,1	1,2	2,5	3,0
rentowność	3,8%	4,7%	4,7%	4,5%	5,0%	6,6%	9,8%	5,0%	5,7%	4,9%	5,2%	0,8%	4,6%	-0,3%	4,1%	6,8%	5,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, EBITDA skoryg.=po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej

Frapol (podmiot zależny, 78,9% udziałów) zajmuje się projektowaniem, produkcją i montażem elementów dla potrzeb techniki wentylacyjnej i klimatyzacyjnej oraz instalacji towarzyszących a także pracami remontowymi, rozruchowymi i serwisowymi. Spółka prowadzi także prace budowlanych w zakresie generalnego wykonawstwa. Oferta Frapolu jest komplementarna do oferty Instalu Kraków, co daje możliwość wykonywania prac instalacyjno-budowlanych począwszy od fazy projektu, która obejmuje także projektowanie instalacji wentylacji i klimatyzacji, do fazy, w której następuje oddanie do użytku gotowego obiektu. W ostatnich latach spółka zrealizowała szereg kontraktów na obiektach kubaturowych i przemysłowych zarówno w formule podwykonawstwa oraz generalnego wykonawstwa. Pozwoliło to odnotować znaczący wzrost wyników w okresie 2011-13 vs 2009-10.

Oferta produkcyjna obejmuje m.in.: centrale wentylacyjne (produkcja, montaż i uruchomienie urządzeń oraz serwis), centrale w wykonaniu specjalnym (centrale basenowe, centrale Cleanroom, szafy klimatyzacyjne Framedic dla pomieszczeń o najwyższych wymogach), centrale podwieszane, centrale rekuperacyjne, aparaty grzewczo-wentylacyjne z nagrzewnicą wodną wraz z osprzętem, regulatory VAV oraz CAV, system przewodów oddymiających, przeciwpożarowe kłapy odcinające i wiele innych urządzeń i akcesoriów głównie do układów wentylacyjnych.

SEGMENT DEWELOPERSKI

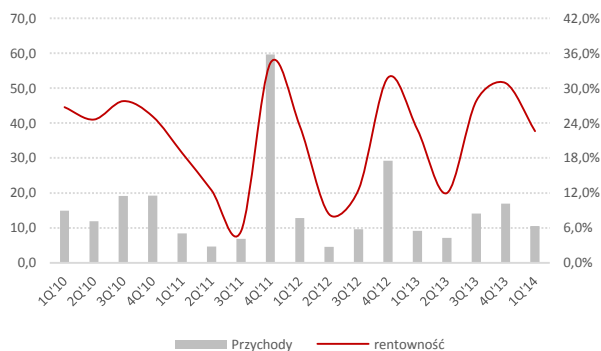
Główną kontrybucję do wyników (>50% udziału w zysku na sprzedaży) wnosili w ostatnich kilku latach segment deweloperski (mieszkania w Krakowie). Obecnie spółka realizuje dwa budynki w inwestycji w Nowy Przewóz (termin ukończenia: 2H'14, lokalizacja: Podgórze). Planowane jest także rozpoczęcie nowej inwestycji w Krakowie przy ul. Sołtyśowskiej (Czyżyny). Rynek krakowski w okresie 2011-2012 uległ mocnemu nasyceniu inwestycjami, co zaowocowało spadkiem cen ale także stopniowym ograniczeniem podaży w 2013 roku. Obecnie, po dołku na przełomie 2013/14, oferta znów zaczyna rosnąć.

Wyniki segmentu deweloperskiego [mln PLN]

	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2009	2010	2011	2012	2013
Przychody	13,1	19,9	79,6	12,8	17,3	27,0	56,2	9,1	16,3	30,4	47,3	10,5	71,3	65,1	79,6	56,2	47,3
Zysk na sprzedaży	0,6	0,4	20,5	3,0	0,4	1,2	9,3	2,1	0,9	3,9	5,2	2,4	23,7	17,0	23,0	13,9	12,1
rentowność	4,4%	1,9%	25,7%	23,5%	2,2%	4,5%	16,5%	22,9%	5,3%	12,9%	11,0%	22,6%	33,2%	26,2%	28,9%	24,7%	25,5%

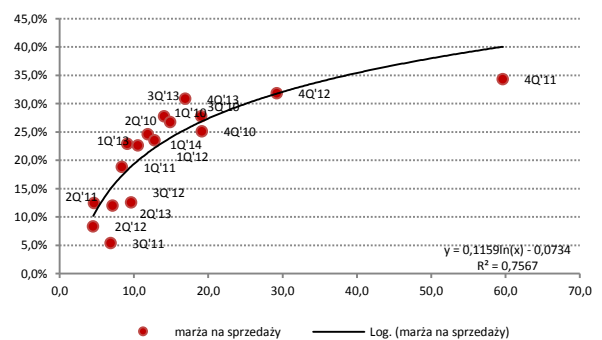
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i zysk na sprzedaży segmentu deweloperskiego [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

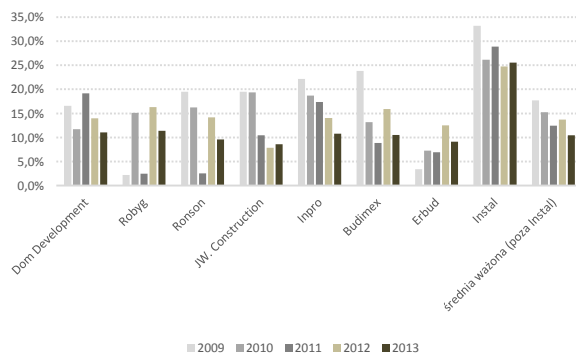
Rozkład marży na sprzedaży w zależności od poziomu sprzedaży [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

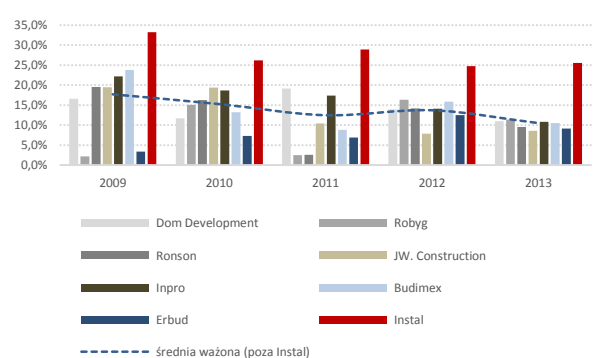
Działalność deweloperska spółki jest wysoce rentowna na tle branży (11-16 pkt proc. wyższa niż średnia ważona dla 7 czołowych spółek z GPW), w czym zasługa naszym zdaniem korzystnie zakupywanych dotychczas gruntów (z dostępnych informacji, NBP i Colliers, wynika, że relacja pomiędzy przeciętnymi cenami gruntu a cenami mieszkań na rynku pierwotnym w Krakowie nie odbiega od innych miast). W długim terminie przyjmujemy, że rentowność segmentu będzie zmierzać do przeciętnej marży dla całej branży (dla spółek z GPW jest to 14% za okres 2009-13).

Rentowność na sprzedaży wybranych deweloperów mieszkaniowych



Źródło: BDM S.A., spółki

Rentowność na sprzedaży wybranych deweloperów mieszkaniowych

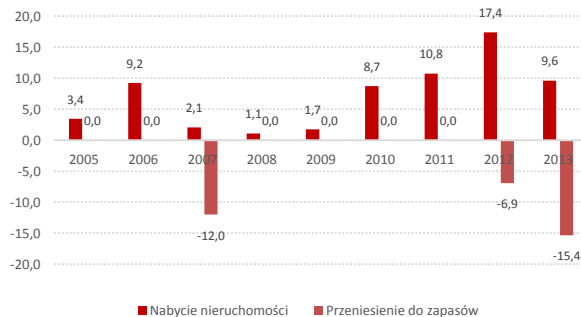


Źródło: BDM S.A., spółki

Obecny bank ziemi spółki (wartość nieruchomości inwestycyjnych to 37,4 mln PLN po 1Q'14 plus 15,4 mln PLN przeniesione do zapasów w 4Q'13) został zbudowany głównie w latach 2010-2012 (a więc już po załamaniu się rynku po hossie 2004-07 – w tym okresie średnie ceny mkw gruntu pod mieszkania na Podgórzu wzrosły z 300 PLN do 1200 PLN, by później szybko załamać się o co najmniej połowę).

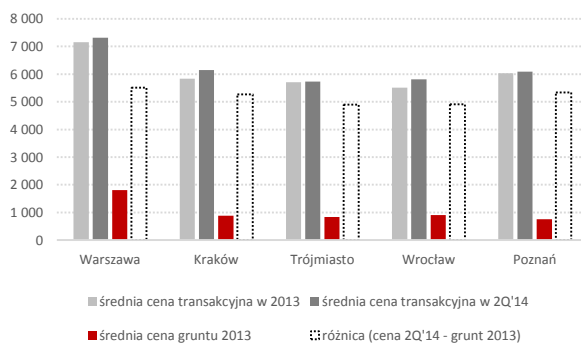
Krakowski pierwotny rynek mieszkań na przełomie 2012/13 roku wszedł pod sporą presję cenową. Wynikało to m.in. z nadpodaży projektów, które pojawiły się jednocześnie na rynku (>10 tys mieszkań w ofercie deweloperów, co w szczytowym momencie oznaczało ponad 2-letni okres sprzedaży). Na przestrzeni 2013 roku oferta została wyraźnie ścięta (przede wszystkim w dwóch najpopularniejszych dzielnicach) a jednocześnie wzrósł popyt. Na krakowskim rynku nieruchomości z giełdowych deweloperów w segmencie mieszkaniowym działają Echo (spółka ma w okresie 2014-19 do uruchomienia projekty o wartości 373 mln PLN) oraz Budimex (spółka ma bank ziemi na około 3 000 mieszkań na Czyżynach, który zaczyna właśnie upływać). Biorąc pod uwagę rynek pracy, Kraków, poza Warszawą, jest m.in. największym centrum lokalizacji najemców z sektora BPO/SSC w Polsce. Pozwala to na utrzymywanie dodatniego salda migracji wewnętrznej ludności (w podobnej skali jak Wrocław, w przeciwieństwie do np. Poznania czy Katowic, gdzie od wielu lat jest ono ujemne).

Zakupy nieruchomości inwestycyjnych przez Instal Kraków [mln PLN]



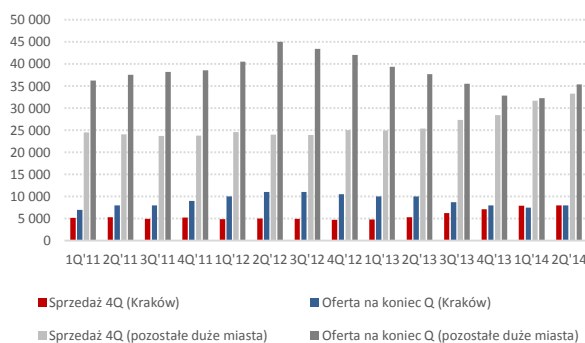
Źródło: BDM S.A., spółka

Stosunek ceny mieszkania na rynku pierwotnym do ceny gruntu [PLN/PUM]



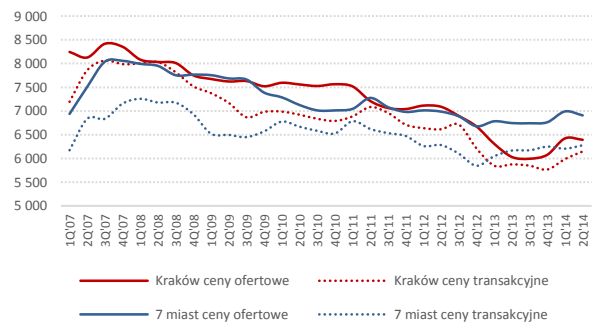
Źródło: BDM S.A., NBP (ceny transakcyjne), Colliers (ceny gruntów)

Mieszkania w ofercie oraz sprzedaż (4Q narastająco) na rynku pierwotnym



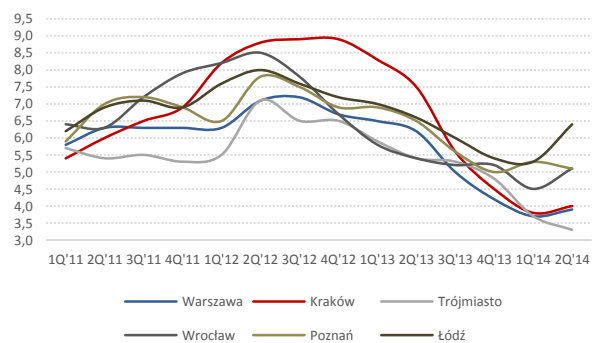
Źródło: BDM S.A., REAS, pozostałe duże miasta: W-wa, Wrocław, Poznań, Łódź, Trójmiasto

Cena transakcyjna vs ofertowa na rynku pierwotnym [PLN/mkw]



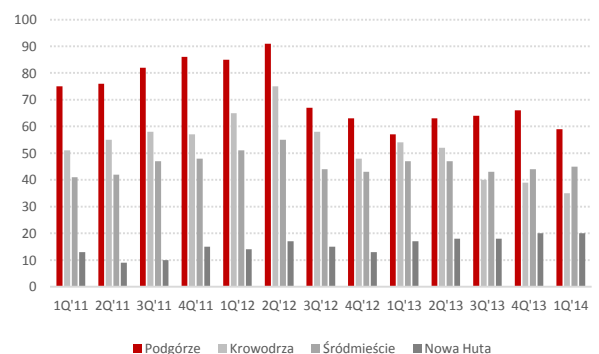
Źródło: BDM S.A., NBP, 7miast: Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław

Mieszkania w ofercie/kwartalna sprzedaż na rynku pierwotnym



Źródło: BDM S.A., REAS

Liczba prowadzonych inwestycji deweloperskich w Krakowie



Źródło: BDM S.A., MRN.pl

PROGNOZY WYNIKÓW

Wyniki skonsolidowane za 1Q'2014 [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	79,1	93,6	18,3%	430,7	415,5	-3,5%
Wynik brutto na sprzedaży	8,8	7,9	-10,6%	48,6	48,8	0,4%
EBITDA	4,9	4,3	-13,8%	25,7	21,9	-14,9%
EBIT	4,4	3,6	-17,1%	23,3	19,3	-17,3%
Zysk brutto	4,8	4,2	-13,1%	24,3	19,4	-20,0%
Zysk netto	3,7	3,4	-9,1%	18,8	13,4	-28,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,1%	8,4%		11,3%	11,7%	
Marża EBITDA	6,2%	4,5%		6,0%	5,3%	
Marża EBIT	5,5%	3,9%		5,4%	4,6%	
Marża zysku netto	4,7%	3,6%		4,4%	3,2%	

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

1Q'2014...

Okres 1Q'14 nie przyniósł większych zaskoczeń w wynikach spółki. Skonsolidowane przychody wzrosły o 18% w stosunku do 1Q'13 (do czego przyczynił się głównie segment budowlany, ze względu na wzrost bieżącego portfela zleceń). Spadła natomiast skonsolidowana marża, co wynika z wyższej kontrybucji niskomargowej budowlanki i słabszej rentowności Frapolu. Wyraźnie ujemny był cash flow operacyjny (-17,0 mln PLN) ze względu na finansowanie dużych kontraktów budowlanych (utrzymania ujemnych przepływów spodziewamy się co najmniej do 3Q'14). Mimo to Instal posiadał nadal spore nadwyżki gotówki (spółka nie podaje dokładnych danych w bilansie, na podstawie przepływów, gotówkę netto na koniec 1Q'14 szacujemy na +43,2 mln PLN).

...i kolejne okresy

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	2012	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2013	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P	2014P
Przychody ze sprzedaży	91,6	94,3	120,3	124,5	430,7	79,1	90,3	117,5	128,6	415,5	93,6	108,3	135,2	144,6	481,8
usługi budowlane i projektowe	37,6	54,7	60,1	47,3	199,6	25,5	30,6	49,9	53,2	159,1	39,8	52,0	67,3	66,5	225,6
deweloperka	12,8	4,5	9,6	29,2	56,2	9,1	7,2	14,1	16,9	47,3	10,5	4,3	12,0	16,9	43,7
rynek niemiecki	15,4	15,8	19,2	20,4	70,8	18,3	17,6	18,0	18,1	72,0	12,3	17,0	19,1	19,2	67,7
Frapol	20,1	16,4	25,6	28,6	90,7	21,3	29,0	26,4	32,7	109,4	28,0	29,0	27,7	34,3	119,0
pozostałe	5,8	2,8	5,8	-1,1	13,2	4,9	6,0	9,1	7,7	27,7	3,0	6,0	9,1	7,7	25,8
EBITDA	5,3	3,5	5,2	11,7	25,7	4,9	5,3	7,2	4,4	21,9	4,3	4,1	6,4	7,3	22,1
EBIT	4,8	2,9	4,6	11,0	23,3	4,4	4,8	6,6	3,6	19,3	3,6	3,4	5,7	6,5	19,3
Zysk (strata) brutto	5,3	3,2	4,8	11,0	24,3	4,8	5,2	6,7	2,8	19,4	4,2	3,5	5,8	6,3	19,8
Zysk (strata) netto	4,2	2,3	3,6	8,7	18,8	3,7	4,0	4,7	1,0	13,4	3,4	2,7	4,6	4,8	15,5
Marża EBITDA	5,8%	3,7%	4,3%	9,4%	6,0%	6,2%	5,9%	6,1%	3,4%	5,3%	4,5%	3,8%	4,7%	5,1%	4,6%
Marża EBIT	5,3%	3,1%	3,8%	8,8%	5,4%	5,5%	5,3%	5,6%	2,8%	4,6%	3,9%	3,1%	4,2%	4,5%	4,0%
Marża zysku netto	4,6%	2,4%	3,0%	7,0%	4,4%	4,7%	4,4%	4,0%	0,8%	3,2%	3,6%	2,5%	3,4%	3,3%	3,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zwiększenie backlogu na przestrzeni 2013 roku powinno owocować w wynikach w najbliższych kwartałach (2012 był pod tym względem bardzo słaby, co w efekcie dało wyraźny spadek sprzedaży w segmencie budowlanym 2013 roku). Spółka historycznie konserwatywnie podchodzi do zdobywania zleceń – osiąga dodatnie marże operacje (nawet w słabych latach dla budownictwa), jednak nie są one ponadprzeciętnie wysokie (okres 2011-13 przyniósł 1-2% marży na sprzedaży). Pozyskanie przez spółkę kolejnych znaczących umów w latach 2014-15 skłoniłoby nas do zweryfikowania prognoz w górę (na razie przyjmujemy spadek przychodów w 2016 roku – w 2015 kończą się dwie duże umowy).

Zwracamy także uwagę, że spółka we wcześniejszych latach nie realizowała umów o jednostkowej wartości >50 mln PLN netto, dlatego na razie ostrożnie podchodzimy do prognozowanego poziomu marży na sprzedaży w segmencie budowlanym (max. 2,0%), aczkolwiek dostrzegamy potencjał, by na zleceniach z energetyki realizować wyższy poziom rentowności (>2-3% EBIT). Jednocześnie zwracamy uwagę, że realizacji dużych zleceń wiąże się ze wzrostem zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

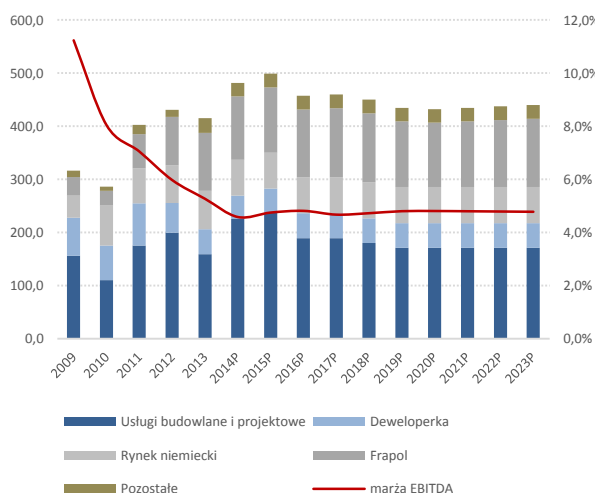
W dłuższym horyzoncie czasu uwzględniamy w prognozach kolejny dotek w produkcji budowlano-montażowej w latach 2018-20 (koniec budżetu unijnego na okres 2014-20, analogicznie do słabego dla branży okresu 2012-14). W przypadku Frapolu przyjmujemy wzrost na poziomie organicznym i utrzymanie bieżącej rentowności.

Główna część wyniku EBIT spółki realizowana jest w segmencie deweloperskim. Instal przekazywał w ostatnich latach rocznie mieszkania o wartości około 50-80 mln PLN. Wraz z postępującym spadkiem cen na krakowskim rynku marża na sprzedaży uległa stopniowej erozji. Obecnie spółka realizuje dwa budynki przy ul. Przewóz (ciąg dalszy poprzednich etapów), na które kontrakt z generalnym wykonawcą opiewał do czerwca (kontrakt na 16,0 mln PLN netto) i listopada (19,4 mln PLN netto) – pierwszych przekazania mieszkań klientom można spodziewać się w 3Q'14 i 4Q'14/1Q'15 (docelowo 106+187, z czego jednak duża część nadal znajduje się w ofercie – co oznacza, że sprzedaż rozłoży się na dłuższy okres czasu). W sprzedaży znajdują się także mieszkania w już ukończonych inwestycjach. Zakładamy spadek sprzedaży w 2014 do około 40-45 mln PLN (część sprzedaży przesunie się naszym zdaniem na 2015 rok). W kolejnych latach estymujemy powrót przychodów segmentu do >45 mln PLN rocznie. Oceniamy, że obecnie rynek krakowski jest dość atrakcyjny ze względu na ograniczenie podaży w 2013 roku oraz relatywnie atrakcyjny rynek pracy. Jednocześnie dostrzegamy, że w krótkim terminie presję cenową może wywołać swoją ofertą Budimex (w dłuższym terminie duże inwestycje planuje także Echo). W modelu uwzględniamy zakup gruntów na poziomie niezbędnym do obsługi bieżących inwestycji. Przyjmujemy w modelu dalszą erozję marży segmentu i jej spadek w kierunku średnich rynkowych (w latach 2009-13 marża segmentu spadła z 33% do 26%, podczas gdy średnia ważona dla deweloperów mieszkaniowych z GPW to 14% za ten okres).

W przypadku kapitału obrotowego uwzględniamy wzrost zapotrzebowania w roku 2014 ze względu na wzrost portfela zamówień i konieczność obsługi dużych zleceń dla branży energetycznej. Spodziewamy się jednak, że na koniec każdego roku szczegółowej prognozy spółki będzie w stanie utrzymać dodatnią pozycję gotówkową netto.

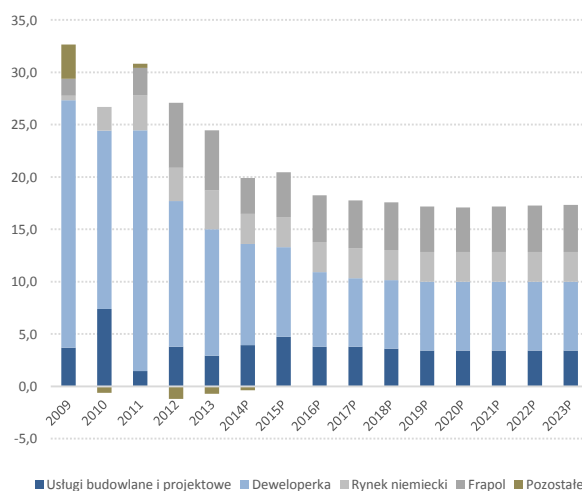
Podsumowując, w modelu zakładamy powrót do skonsolidowanego zysku netto do 15-16 mln PLN, a więc nieco poniżej dolnej granicy przedziału z poprzednich kilku lat (17-24 mln PLN w latach 2007-12). Uważamy, że to konserwatywne założenia. Pozyskanie przez spółkę w najbliższych kwartałach kolejnych dużych zleceń w budowlance skłoniłoby nas do zweryfikowania w górę prognoz szczególnie na lata 2015-16 (w 1H'15 kończy się kontrakt dla Enei a w 2H'15 dla Edf w Krakowie). Uważamy, że zlecenia w branży energetycznej powinny charakteryzować się wyższą rentownością niż dotychczasowe kontrakty spółki z obszaru ochrony środowiska (nisko wartościowo kontrakty, spora konkurencja), aczkolwiek z estymacją wyższych założeń w modelu wolimy się wstrzymać do etapu większego zaawansowania prac na nowych zleceniach. Konserwatywnie podchodzimy do segmentu deweloperskiego, uwzględniając dalszą erozję marż w kierunku średnich rynkowych. Rynek krakowski postrzegamy jako atrakcyjny, jednak mamy obawy o powstanie presji cenowej ze strony dużych deweloperów.

Struktura przychodów i marża EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura wyniku na sprzedaży [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

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

Wyniki spółki	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	316,6	286,2	402,6	430,7	415,5	481,8	498,8	457,3	459,8	450,3	434,8	432,4	434,8	437,2	439,8
zmiana r/r	0,2%	-9,6%	40,7%	7,0%	-3,5%	15,9%	3,5%	-8,3%	0,6%	-2,1%	-3,4%	-0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,9	43,1	49,8	48,6	48,8	47,4	49,4	44,8	44,4	43,7	42,4	42,2	42,4	42,6	42,8
rentowność	15,8%	15,1%	12,4%	11,3%	11,7%	9,8%	9,9%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%
Zysk na sprzedaży	32,7	26,1	30,8	25,9	23,7	19,5	20,5	18,2	17,8	17,6	17,2	17,1	17,2	17,3	17,3
rentowność	10,3%	9,1%	7,7%	6,0%	5,7%	4,0%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
EBIT	33,4	20,5	26,0	23,3	19,3	19,3	20,2	18,0	17,5	17,4	17,0	16,9	17,0	17,0	17,1
rentowność	10,6%	7,2%	6,5%	5,4%	4,6%	4,0%	4,1%	3,9%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
EBITDA	35,6	23,0	28,4	25,7	21,9	22,1	23,7	22,0	21,5	21,3	20,9	20,8	20,8	20,9	21,0
rentowność	11,2%	8,0%	7,0%	6,0%	5,3%	4,6%	4,7%	4,8%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Usługi budowlane i projektowe	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	156,3	110,3	175,6	199,6	159,1	225,6	236,9	189,5	189,5	180,0	171,0	171,0	171,0	171,0	171,0
zmiana r/r		-29,5%	59,3%	13,7%	-20,3%	41,8%	5,0%	-20,0%	0,0%	-5,0%	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	2,4	7,4	1,5	3,8	2,9	3,9	4,7	3,8	3,8	3,6	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
rentowność	1,5%	6,7%	0,8%	1,9%	1,8%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Deweloperka	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	71,3	65,1	79,6	56,2	47,3	43,7	45,9	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8
zmiana r/r		-8,7%	22,3%	-29,4%	-15,9%	-7,6%	5,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	23,7	17,0	23,0	13,9	12,1	9,7	8,6	7,1	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
rentowność	33,2%	26,2%	28,9%	24,7%	25,5%	22,1%	18,7%	15,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Rynek niemiecki	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	41,6	75,4	65,4	70,8	72,0	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7	67,7
zmiana r/r		81,2%	-13,3%	8,3%	1,6%	-6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	0,4	2,3	3,3	3,2	3,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
rentowność	1,0%	3,0%	5,1%	4,5%	5,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Frapol	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	35,2	28,0	64,6	90,7	109,4	119,0	122,6	127,5	130,0	130,0	123,5	121,1	123,5	125,9	128,5
zmiana r/r		-20,5%	130,6%	40,5%	20,5%	8,8%	3,0%	4,0%	2,0%	0,0%	-5,0%	-2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk na sprzedaży	1,6	-0,1	2,6	6,2	5,7	3,4	4,3	4,5	4,6	4,6	4,3	4,2	4,3	4,4	4,5
rentowność	4,6%	-0,3%	4,1%	6,8%	5,2%	2,9%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Pozostałe	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	12,1	7,4	17,4	13,2	27,7	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
zmiana r/r		-38,5%	133,3%	-23,8%	109,4%	-7,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	3,3	-0,5	0,4	-1,2	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rentowność	27,0%	-7,3%	2,2%	-9,1%	-2,6%	-1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	89,5	86,1	91,0	99,8	99,9	100,1	100,5	100,7	100,9	101,0	101,0	101,1
Wartości niematerialne i prawne	5,1	6,1	6,5	7,0	7,4	7,8	8,1	8,4	8,7	9,0	9,3	9,6
Rzeczowe aktywa trwałe	38,1	38,9	43,4	51,6	51,4	51,2	51,2	51,1	51,0	50,8	50,6	50,3
Nieruchomości inwestycyjne	37,7	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0
Pozostałe aktywa trwałe	8,6	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Aktywa obrotowe	197,9	243,7	266,9	274,9	276,3	287,6	295,5	298,0	301,5	306,5	307,9	309,2
Zapasy	69,9	74,2	78,9	80,1	80,0	80,1	80,0	79,5	79,4	79,5	79,7	79,8
Należności krótkoterminowe	87,1	93,7	151,3	156,7	143,6	144,4	141,5	136,6	135,8	136,6	137,4	138,1
Inwestycje krótkoterminowe	40,1	74,6	35,3	36,8	51,5	61,8	72,7	80,6	85,0	89,1	89,6	89,9
- środki pieniężne	15,0	52,5	18,2	19,7	34,4	44,7	55,6	63,5	67,9	72,0	72,5	72,8
- pozostałe aktywa finansowe	25,1	22,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Pozostałe aktywa obrotowe	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Aktywa razem	287,5	329,9	357,9	374,7	376,3	387,8	396,0	398,8	402,4	407,5	408,9	410,2
Kapitał (fundusz) własny	177,3	188,6	202,7	216,9	229,7	241,2	252,9	260,3	264,1	267,9	268,0	268,1
Kapitał mniejszości	4,4	5,0	5,5	6,2	6,9	7,6	8,3	9,0	9,6	10,3	11,0	11,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	105,8	136,3	149,7	151,6	139,7	139,0	134,8	129,6	128,8	129,3	129,9	130,5
Rezerwy na zobowiązania	14,0	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Zobowiązania długoterminowe	7,8	7,0	5,0	3,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	7,8	7,0	5,0	3,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	80,1	102,0	117,4	121,3	111,4	111,7	107,5	102,3	101,5	102,0	102,6	103,2
- w tym zobowiązania oprocentowane	4,0	4,5	4,4	4,3	4,1	3,8	1,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	287,5	329,9	357,9	374,7	376,3	387,8	396,0	398,8	402,4	407,5	408,9	410,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	430,7	415,5	481,8	498,8	457,3	459,8	450,3	434,8	432,4	434,8	437,2	439,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	382,1	366,8	434,3	449,4	412,5	415,4	406,6	392,4	390,2	392,4	394,6	396,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	48,6	48,8	47,4	49,4	44,8	44,4	43,7	42,4	42,2	42,4	42,6	42,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22,7	25,0	27,9	28,9	26,5	26,7	26,1	25,2	25,1	25,2	25,4	25,5
Zysk (strata) na sprzedaży	25,9	23,7	19,5	20,5	18,2	17,8	17,6	17,2	17,1	17,2	17,3	17,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,6	-4,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	25,7	21,9	22,1	23,7	22,0	21,5	21,3	20,9	20,8	20,8	20,9	21,0
EBIT	23,3	19,3	19,3	20,2	18,0	17,5	17,4	17,0	16,9	17,0	17,0	17,1
Saldo działalności finansowej	1,0	0,1	0,5	0,1	0,5	1,0	1,5	1,9	2,1	2,3	2,3	2,3
Zysk (strata) brutto	24,3	19,4	19,8	20,3	18,5	18,6	18,8	18,8	19,0	19,2	19,4	19,5
Zysk (strata) netto mniejszości	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Zysk (strata) netto*	18,8	13,4	15,5	15,8	14,4	14,4	14,6	14,6	14,8	14,9	15,0	15,1

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	13,2	48,7	-28,8	17,0	21,8	17,4	18,4	18,8	17,3	16,7	16,7	16,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-30,6	-7,7	-1,2	-11,3	-2,9	-2,6	-2,4	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4	-1,3
Przepływy z działalności finansowej	-3,9	-3,5	-4,3	-4,2	-4,2	-4,4	-5,1	-8,9	-11,2	-11,1	-14,9	-15,0
Przepływy pieniężne netto	-21,3	37,5	-34,3	1,5	14,6	10,4	10,9	7,9	4,4	4,1	0,4	0,4
Środki pieniężne na początek okresu	36,3	15,0	52,5	18,2	19,7	34,4	44,7	55,6	63,5	67,9	72,0	72,5
Środki pieniężne na koniec okresu	15,0	52,5	18,2	19,7	34,4	44,7	55,6	63,5	67,9	72,0	72,5	72,8

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-3,5%	15,9%	3,5%	-8,3%	0,6%	-2,1%	-3,4%	-0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBITDA zmiana r/r	-14,9%	0,8%	7,3%	-7,1%	-2,4%	-0,9%	-1,9%	-0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
EBIT zmiana r/r	-17,3%	-0,2%	4,9%	-10,9%	-2,7%	-1,0%	-2,3%	-0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zysk netto zmiana r/r	-28,5%	15,7%	2,0%	-9,3%	0,0%	1,5%	0,4%	1,0%	1,1%	0,7%	0,4%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	9,8%	9,9%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%
Marża EBITDA	5,3%	4,6%	4,7%	4,8%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża EBIT	4,6%	4,0%	4,1%	3,9%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża brutto	4,7%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,2%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża netto	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,2%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
COGS / przychody	88,3%	90,2%	90,1%	90,2%	90,3%	90,3%	90,3%	90,2%	90,3%	90,3%	90,3%
SG&A / przychody	6,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
SG&A / COGS	6,8%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
ROE	7,1%	7,7%	7,3%	6,3%	6,0%	5,8%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
ROA	4,1%	4,3%	4,2%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Dług	11,5	9,4	7,3	5,1	3,8	1,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	3,5%	2,6%	1,9%	1,3%	1,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	3,6%	2,7%	2,0%	1,4%	1,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	0,8%	2,8%	0,5%	2,9%	5,8%	8,4%	11,1%	12,6%	13,4%	13,7%	13,7%
Dług / kapitał własny	6,1%	4,6%	3,3%	2,2%	1,6%	0,7%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-63,1	-26,0	-29,6	-46,4	-58,0	-70,9	-80,4	-85,0	-89,1	-89,6	-89,9
Dług netto / kapitał własny	-33,5%	-12,8%	-13,6%	-20,2%	-24,1%	-28,0%	-30,9%	-32,2%	-33,3%	-33,4%	-33,6%
Dług netto / EBITDA	-2,9	-1,2	-1,2	-2,1	-2,7	-3,3	-3,9	-4,1	-4,3	-4,3	-4,3
Dług netto / EBIT	-3,3	-1,3	-1,5	-2,6	-3,3	-4,1	-4,7	-5,0	-5,3	-5,3	-5,3
EV	53,5	90,6	87,0	70,2	58,5	45,6	36,2	31,5	27,4	27,0	26,6
Dług / EV	21,4%	10,3%	8,3%	7,2%	6,5%	3,9%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,1%	1,6%	2,5%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	170,9%	275,2%	352,5%	103,3%	105,4%	109,5%	105,7%	104,2%	102,7%	100,7%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	-1,8%	10,1%	0,6%	-1,0%	0,1%	-0,2%	-0,5%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	48,7%	73,3%	17,6%	11,0%	16,2%	11,5%	13,5%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	8,7	7,5	7,4	8,1	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8	7,7	7,7
P/BV*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE*	7,3	6,4	6,0	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,1
EV/EBITDA*	2,4	4,1	3,7	3,2	2,7	2,1	1,7	1,5	1,3	1,3	1,3
EV/EBIT*	2,8	4,7	4,3	3,9	3,3	2,6	2,1	1,9	1,6	1,6	1,6
EV/S*	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	25,9	27,8	29,8	31,5	33,1	34,7	35,7	36,2	36,8	36,8	36,8
EPS	1,8	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
CEPS	2,2	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6
FCFPS	2,6	1,9	2,0	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	0,0	0,0
DPS	0,20	0,20	0,21	0,22	0,39	0,39	1,00	1,51	1,52	2,05	2,07
Payout ratio	7,8%	10,9%	10,0%	10,0%	20,0%	20,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 16,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

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	kurs	WIG
Kupuj	22,9	-	-	5.08.2014	16,0	50 807

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	1	17%
Akumuluj	3	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	2	33%
Sprzedaj	0	0%

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;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

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

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

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).

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 05.08.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 08.08.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek 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 nieprawidłowe. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM 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, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.

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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.