



Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRIEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 2,53 PLN

17 WRZESIEŃ 2014

Ostatnie kwartały przynoszą systematyczną poprawę wyników Mostostalu Zabrze. Oczyszczona z salda pozostałej działalności operacyjnej EBITDA w 1H'14 wzrosła do 19,1 mln PLN (z 2,8 mln PLN w 1H'13). Wyniki były lepsze od naszych oczekiwań, co skłania nas do podniesienia założeń finansowych na 2014 rok. Pozytywnie postrzegamy rozwiązanie sprawy roszczeń dotyczących budynku Altus w Katowicach. Mostostal otrzyma w ramach ugody od BZ WBK 17,0 mln PLN (0,11 PLN/akcję), czego nie uwzględnialiśmy w naszej poprzedniej wycenie. Zakładamy, że środki te mogą zostać przeznaczone do podziału pomiędzy akcjonariuszy. Zarząd zapowiada także finalizację toczących się z deweloperem logistycznym rozmów dotyczących sprzedaży nieruchomości o wartości około 60 mln PLN (spółka posiada na Śląsku nieruchomości inwestycyjne o łącznej wartości bilansowej >100 mln PLN). Obecny portfel zleceń sięga poziomu 694 mln PLN (+2% r/r). Pokażniej wygląda obecnie wartość kontraktów możliwych do pozyskania, które spółka szacuje na 884 mln PLN (+22% r/r). Uważamy, że Mostostal oferuje dobrą ekspozycję na poprawę koniunktury w sektorze budowlanym, szczególnie w zakresie inwestycji przemysłowych i energetycznych a przewagą konkurencyjną jest wieloletnia współpraca z dużymi podmiotami międzynarodowymi (Hitachi, Fisia Babcock, Aker, Liebherr, BASF...). Biorąc pod uwagę uwzględnienie w modelu środków z ugody, podniesienie szacunków na 2014 roku oraz spadek stopy dyskontowej podnosimy naszą wycenę 1 akcji spółki z 2,23 PLN do 2,53 PLN i **podtrzymujemy zalecenie Akumuluj**.

Po 1H'14 spółka ma 373,3 mln PLN przychodów oraz 9,6 mln PLN zysku netto. Porównując r/r wyraźnie wzrosły przychody (+56% - z jednej strony efekt słabej zimy, ale bardziej - lepszego portfela zleceń) oraz rentowność brutto ze sprzedaży (9,2% vs 7,6%). W 2H'14 spodziewamy się nieco niższej marży (mniejsza kontrybucja dobrego kontraktu dla BASF), jednak nadal pozytywnie na dynamiki wyników powinien działać efekt niskiej bazy. Zarząd spółki zapowiada, że tegoroczne przychody przekroczą 800 mln PLN. W naszym modelu zakładamy wypracowanie 820 mln PLN sprzedaży, 8,9% marży brutto ze sprzedaży, ponad 46 mln PLN EBITDA i 20,0 mln PLN zysku netto. Wyniki te nie uwzględniają wpływu ugody z BZ WBK (17,0 mln PLN) na rezultaty (zarząd zakłada, że środki wpłyną do spółki w 4Q'14 i księgowo zostaną ujęte w pozostałych przychodach operacyjnych). Mnożniki rynkowe dla Mostostalu Zabrze liczone bezpośrednio z wyników są zgodne z grupą porównawczą (EV/EBITDA'14=7,3x, mediana porównywalnych spółek budowlanych =7,6x). Jednak zwracamy uwagę, że zbicie dużego pakietu nieruchomości może wyraźnie zmienić tą sytuację. Skorygowany (o wartość nieruchomości inwestycyjnych po dyskoncie) wskaźnik EV/EBITDA'14=5,6x. Oceniamy, że w obecnym kształcie i przy aktualnych możliwościach finansowych spółka ma potencjał do osiągnięcia około 1,0 mld PLN rocznego przerobu w szczycie koniunktury.

Z czynników ryzyka jakie dostrzegamy to ewentualne dalsze obsunięcia czasowe w zbyciu nieruchomości, ciągnąca się sprawa Stadionu Śląskiego (prawdopodobnie na rozstrzygnięcia przyjdzie poczekać kilka lat) oraz ujęte w bilansie należności, których dochodzenie spółce może zająć dłuższy okres czasu (GDDKiA, NCS oraz kontrakty w RPA). Wątpliwości na dłuższą metę może nieść naszym zdaniem współpraca z grupą Kopex (powiązania przez głównego akcjonariusza).

	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	732,7	648,7	575,1	820,5	889,0	949,7
EBITDA [mln PLN]	69,2	23,0	28,7	46,4	48,6	54,2
EBIT [mln PLN]	48,6	6,3	15,0	32,3	34,9	40,5
Zysk netto [mln PLN]	27,9	-11,4	7,3	20,0	23,2	27,7
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
P/E	12,0	-	46,2	16,8	14,5	12,1
EV/EBITDA	5,3	14,5	12,3	7,3	6,9	6,0
EV/EBIT	7,5	52,8	23,5	10,4	9,7	8,1

*wyniki nie uwzględniają ugody dotyczącej roszczeń wobec Reliz (+17,0 mln PLN na poziomie EBITDA), kwota pomniejsza natomiast zadłużenie netto na koniec 2014 roku

Wycena DCF [PLN]	2,02
Wycena porównawcza [PLN]	1,97
Nieruchomości inwestycyjne [PLN]	0,53
Wycena końcowa [PLN]	2,53
Potencjał do wzrostu / spadku	12,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	2,25
Kapitalizacja [mln PLN]	335,5
Ilość akcji [mln szt.]	149,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,27
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,71
Stopa zwrotu za 3 mc	16,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	12,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	22,3%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	30,2%
ING PTE	15,1%
Government of Norway	5,6%
Pozostali	49,1%

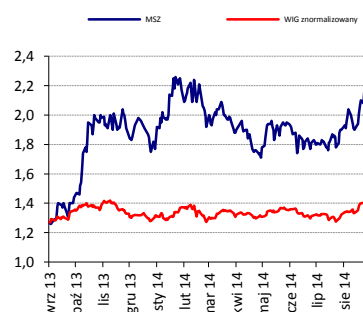
Krzysztof Pado

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	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYCENA NIERUCHOMOŚCI INWESTYCYJNYCH.....	7
PORTFEL ZLECEŃ.....	8
WYNIKI ZA 2Q'14 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Mostostal Zabrze 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 1,97 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 2,02 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 2,53 PLN i uwzględnia wycenę nieruchomości inwestycyjnych spółki (na poziomie 82,2 mln PLN, czyli 0,53 PLN/akcję).

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	2,02
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	1,97
Wartość nieruchomości inwestycyjnych* [PLN]		0,53
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		2,53

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wycena bilansowa pomniejszona o dyskonto z jakim handlowane są na GPW spółki deweloperskie operujące biznes na nieruchomościach komercyjnych w stosunku do ich wartości księgowej

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%, poprzednio 4,5%). 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 roku spółka wypracuje nieco ponad 800 mln PLN przychodów (+40% r/r) i poprawi marżę brutto ze sprzedaży o 0,9 pkt proc. Przełożyć się to powinno na wzrost rentowności EBIT do blisko 4%. Zakładamy, że w kolejnych latach sprzedaż Mostostalu będzie rosła w oparciu o dotychczasowe główne obszary działalności spółki (zlecenia dla przemysłu i energetyki). Liczymy, że spółka, na bazie posiadanego potencjału kadrowego i przerobowego, jest w stanie pozyskać np. pakiety zleceń podwykonawczych przy dużych kontraktach energetycznych (część konkurencji wykruszyła się w ostatnich latach, aż trzy duże inwestycje realizowane są jednocześnie). Na lata 2018-2020 zakładamy wyhamowanie a następnie spadek rynku budowlanego w związku z wygasaniem budżetu UE na lata 2014-20 (spółka ma ograniczoną ekspozycję na kontrakty infrastrukturalne, jednak podaż takich zleceń na rynku ma wpływ na konkurencję w innych obszarach rynku).
- W modelu przyjmujemy, że marża operacyjna spółki przy dobrej koniunkturze w latach 2016-17 przekroczy 4,0%. W dobrych latach 2006-09 Mostostal generował nawet 4-6% marży operacyjnej (po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej). Zwracamy uwagę, że w ostatnich kwartałach spółka „odchudziła” strukturę grupy, co powinno przekładać się na trzymanie w ryzach kosztów SG&A.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- W przypadku kapitału obrotowego zakładamy niewielką poprawę cyklu konwersji gotówki vs 2013 rok. Zaangażowanie dodatkowych środków wynika ze wzrostu skali przychodów.
- Dług (gotówka) netto przyjęto na poziomie z końca 2013 roku. Osobno ujęto wpływ środków z ugody dotyczącej budynku Altus (spółka Reliz).
- 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 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 17.09.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 301,0 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 2,02 PLN. Zwracamy uwagę, że poniższa wycena metodą DCF nie uwzględnia wartości nieruchomości inwestycyjnych – zostały one osobno ujęte w końcowej wycenie spółki.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	820,5	889,0	949,7	980,3	973,1	914,7	888,3	905,2	922,3	939,8
EBIT [mln PLN]	32,3*	34,9	40,5	41,8	36,5	32,4	31,1	35,6	36,3	37,0
Stopa podatkowa	24,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,8	6,6	7,7	7,9	6,9	6,2	5,9	6,8	6,9	7,0
NOPLAT [mln PLN]	24,5	28,3	32,8	33,9	29,6	26,3	25,2	28,9	29,4	30,0
Amortyzacja [mln PLN]	14,1	13,7	13,7	13,8	13,8	13,8	13,7	13,7	13,6	13,5
CAPEX [mln PLN]	-12,3	-13,8	-14,7	-14,2	-14,6	-14,2	-14,0	-13,8	-13,7	-13,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-26,5	-8,0	-7,0	-3,6	0,8	6,8	3,1	-2,0	-2,0	-2,0
FCF [mln PLN]	-0,3	20,2	24,8	29,8	29,6	32,7	28,0	26,7	27,3	27,9
DFCF [mln PLN]	-0,3	18,2	20,5	22,7	20,6	20,9	16,4	14,4	13,5	12,6
Suma DFCF [mln PLN]	159,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	352,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	160,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	319,5									
Dług netto 2013 [mln PLN]*	17,9									
Rozliczenie ugody dot. Reliz [mln PLN]	17,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	17,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	301,0									
Ilość akcji [mln szt.]	149,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,02									
<i>*dług netto skorygowany o krótkoterminowe aktywa finansowe (lokaty, TFI),</i>										
<i>**bez uwzględniania zakładanego wyniku na ugodzie dotyczącej roszczeń wobec Reliz (+17,0 mln PLN)</i>										
Przychody zmiana r/r	42,7%	8,4%	6,8%	3,2%	-0,7%	-6,0%	-2,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	115,0%	8,0%	16,2%	3,2%	-12,6%	-11,2%	-4,1%	14,6%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-	-	22,5%	20,4%	-0,9%	10,4%	-14,2%	-4,5%	2,1%	2,0%
Marża EBITDA	5,7%	5,5%	5,7%	5,7%	5,2%	5,1%	5,0%	5,4%	5,4%	5,4%
Marża EBIT	3,9%	3,9%	4,3%	4,3%	3,8%	3,5%	3,5%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża NOPLAT	3,0%	3,2%	3,5%	3,5%	3,0%	2,9%	2,8%	3,2%	3,2%	3,2%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	87,4%	100,4%	107,3%	103,3%	106,0%	102,9%	101,8%	101,2%	100,9%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	3,2%	0,9%	0,7%	0,4%	-0,1%	-0,7%	-0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	10,8%	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

	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	91,8%	92,5%	93,8%	95,9%	97,3%	98,7%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	8,2%	7,5%	6,2%	4,1%	2,7%	1,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	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	1,91	2,01	2,14	2,30	2,52	2,80	3,22	3,88	5,06
	0,8	1,81	1,90	2,01	2,15	2,33	2,56	2,90	3,39	4,23
	0,9	1,72	1,80	1,89	2,01	2,16	2,36	2,63	3,02	3,63
	1,0	1,63	1,70	1,79	1,89	2,02	2,18	2,40	2,71	3,18
	1,1	1,56	1,62	1,69	1,78	1,89	2,03	2,21	2,46	2,83
	1,2	1,48	1,54	1,61	1,68	1,78	1,90	2,05	2,26	2,54
	1,3	1,42	1,47	1,53	1,59	1,68	1,78	1,91	2,08	2,31

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%	2,02	2,14	2,29	2,48	2,74	3,09	3,63	4,53	6,32
	4%	1,81	1,90	2,01	2,15	2,33	2,56	2,90	3,39	4,23
	5%	1,63	1,70	1,79	1,89	2,02	2,18	2,40	2,71	3,18
	6%	1,48	1,54	1,61	1,68	1,78	1,90	2,05	2,26	2,54
	7%	1,36	1,40	1,45	1,51	1,59	1,68	1,79	1,93	2,12
	8%	1,25	1,28	1,33	1,37	1,43	1,50	1,58	1,68	1,82
	9%	1,15	1,18	1,22	1,25	1,30	1,35	1,41	1,49	1,59

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%	3,24	3,05	2,89	2,74	2,60	2,48	2,36	2,26	2,16
	4%	2,83	2,64	2,48	2,33	2,19	2,07	1,97	1,87	1,78
	5%	2,52	2,33	2,16	2,02	1,89	1,78	1,68	1,59	1,50
	6%	2,26	2,07	1,92	1,78	1,66	1,55	1,46	1,37	1,30
	7%	2,05	1,87	1,72	1,59	1,47	1,37	1,29	1,21	1,14
	8%	1,87	1,70	1,55	1,43	1,32	1,23	1,15	1,07	1,01
	9%	1,72	1,55	1,42	1,30	1,20	1,11	1,03	0,96	0,90

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

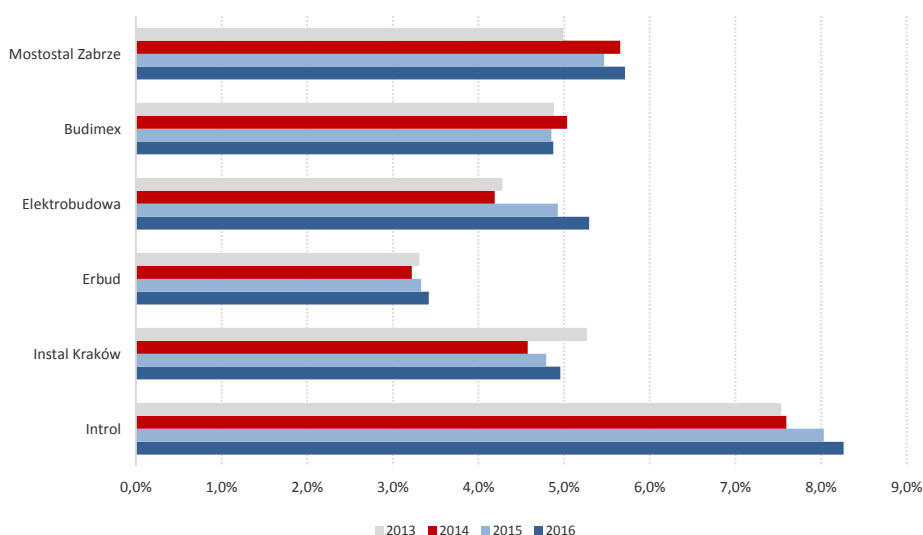
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla 2014 roku przyjęliśmy wagę 20%, dla kolejnych po 40%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 293,5 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 1,97 PLN.** Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty rynku). Zwracamy uwagę, że poniższa wycena porównawcza nie uwzględnia wartości nieruchomości inwestycyjnych – zostały one osobno ujęte w końcowej wycenie spółki. Wycena uwzględnia, pomniejszając zadłużenie netto, zakładany wpływ środków (17,0 mln PLN w 4Q'14) dotyczących ugody w sprawie Reliz (budynek Altus w Katowicach), natomiast nie uwzględnia tego na poziomie EBITDA i netto.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Budimex	20,0	19,0	15,8	8,6	6,3	5,1
Elektrobudowa	15,9	11,0	8,9	7,6	5,9	5,1
Erbud	15,3	13,2	11,1	7,1	6,3	5,6
Instal Kraków	7,3	7,3	7,9	4,0	3,6	3,1
Introl	12,0	11,2	10,3	8,0	7,4	6,7
Mediana	15,3	11,2	10,3	7,6	6,3	5,1
Mostostal Zabrze	16,8	14,5	12,1	7,3	6,9	6,0
Premia/dyskonto dla MS Zabrze	9,4%	29,2%	17,2%	-4,6%	9,9%	17,4%
Wycena wg wskaźnika	2,06	1,74	1,92	2,36	2,05	1,92
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1,88			2,06	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		1,97				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg, wg cen z 16.09.2014

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Budimex'13 – wynik oczyszczony z one-off'ów

WYCENA NIERUCHOMOŚCI INWESTYCYJNYCH

Po 2Q'14 wartość nieruchomości inwestycyjnych (zabudowane lub niezabudowane działki na Śląsku) ujętych w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym Mostostalu Zabrze wynosiła 105 mln PLN (z czego ok. 61 mln PLN to wartość gruntów). Pakiet wart księgowo około 55-62 mln PLN podlega obecnie negocjacji z deweloperem logistycznym (zarząd kilkakrotnie w ostatnich miesiącach sygnalizował możliwość szybkiego zakończenia sprawy, przy pozytywnym toku wydarzeń wpływy z transakcji pojawiłyby się w spółce w 2015 roku). Największa działka to grunt w Bytomiu przy węźle autostrady A1 o powierzchni 247,7 tys mkw (wyceniony na 24,1 mln PLN netto przy przeniesieniu jej z PRInz do MSZ; grunt stanowi około połowy powierzchni wystawionych na sprzedaż działek).

Wyceny dokonaliśmy w oparciu o bieżące wskaźnik P/BV z jakim handlowane są na GPW spółki deweloperskie zajmujące się nieruchomościami komercyjnymi. **Takie podejście wskazuje na rynkową wartość nieruchomości na poziomie 79,8 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję daje to 0,53 PLN.**

Wycena nieruchomości inwestycyjnych Mostostalu Zabrze

	P/BV	kurs	MC	BV
PHN	0,58	23,40	1 072	1 848
GTC	0,76	5,55	1 918	2 524
MLP Group	0,90	26,50	480	535
Echo	0,81	6,23	2 571	3 176
Rank Progress	0,43	4,80	178	411
Mediana	0,76			
			[mln PLN]	/akcję [PLN]
Wartość bilansowa nieruchomości			105,0	0,70
Wartość nieruchomości po dyskoncie			79,8	0,53

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., wg cen z 16.09.2014

UGODA Z BZ WBK DOTYCZĄCA BIUROWCA ALTUS (SPÓŁKA RELIZ)

W lipcu Mostostal zawarł z BZ WBK (następcą prawnym Kredyt Banku) ugodę dotyczącą wierzytelności zgłoszonych do masy upadłości Reliz sp. z o.o. (spółka ta była właścicielem biurowca Altus w Katowicach, który około 15 lat temu budował Mostostal). Obecnie trwa postępowanie likwidacyjne podmiotu (bank był zabezpieczony hipotekami, natomiast Mostostal chciał zaspokojenia wierzytelności wynikającej ze skargi pauliańskiej). Ostateczni zabrzańska spółka otrzyma od banku 17,0 mln PLN (0,114 PLN/akcję) w zamian za zrzeczenie się swoich roszczeń. Spodziewamy się (na bazie wypowiedzi zarządu), że środki powinny wpłynąć do spółki do końca roku (kwota 17,0 mln PLN księgowo powiększy pozostałe przychody operacyjne). Biorąc pod uwagę posiadane przez spółkę do rozliczenia straty podatkowe zakładamy, że kwota nie powinna być pomniejszona o podatek.

PORTFEL ZLECEŃ

Kontrakty podpisane od początku 2014 roku o wartości >10 mln PLN

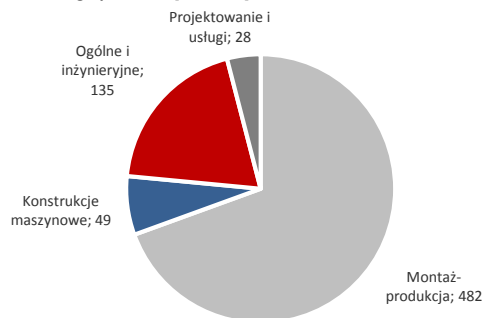
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Wykonawca	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]	Termin zakończenia
2014-08-28	Donges SteelTec	MSZ	Wykonawstwo konstrukcji stalowej mostu Talbrücke Heidingsfeld	11	2016-12
2014-07-17	UŚ	GPBP	Budowa budynku Wydziału Radia i Telewizji UŚ	22	2016-01
2014-07-10	Alstom	MSZ RP	Dostawa i montaż 2 sztuk absorberów dla EC Rybnik	12	2015-03
2014-05-06	Selgros	GPBP	Budowa Centrum Handlowego SELGROS w Lublinie	17	2014-09
2014-04-25	Fisia Babcock	MSZ	Montaż konstrukcji kotła, części ciśnieniowej kotła, urządzeń towarzyszących oraz orurowania zewnętrznego dla spalarni śmieci w Tampere	15	2015-05
2014-04-24	Strabag	MSZ RP	Konstrukcja stalowa wraz z izolacjami dla instalacji katalitycznego odazotowania spalin (SCR) dla kotłów OP-650k w Rybniku	27	2015-01
2014-04-01	Posco	MSZ	Montaż z elementów 2 kotłów w ramach inwestycji: "Budowa Zakładu Termicznego Przekształcania Odpadów" w Krakowie	14	2015-03
2014-02-18	Fisia Babcock	MSZ	Montaż konstrukcji kotła, części ciśnieniowej kotła oraz urządzeń towarzyszących dla spalarni śmieci w miejscowości Linköping	15	2015-03
2014-02-17	Kopex Ex-Coal	Biprohut	Wykonanie projektu części powierzchniowej nowej kopalni węgla kamiennego w obszarze "Oświęcim Polanka 1".	17	2018-09
2014-02-07	Góraźdże Cement	GPBP	Modernizacja silosów cementu nr 2 i nr 8 w Cementowni Góraźdże	11	2014-12
2014-01-29	Babcock & Wilcox	MSZ RP	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych dla spalarni śmieci w Kopenhadze	30	2015-12
2014-01-16	Aker	MSZ RP	Umowy na dostawę konstrukcji stalowej wieży wiertniczej dla projektu Cobalt	18	2014-08

Źródło: BDM S.A., spółka

Spółka skupiając się na budownictwie dla przemysłu, energetyki i obiektach kubaturowych ma dość ograniczoną bezpośrednią ekspozycję na środki unijne. Uważamy jednak, że konkurencja w wyżej wymienionych obszarach może zelżeć, gdy pojawią się na rynku pieniądze z nowych kontraktów infrastrukturalnych. Dodatkowo spółka posiada szerokie kompetencje, które może wykorzystać przy podwykonawstwie na dużych kontraktach energetycznych (Kozienic, Opole, Jaworzno). Trudne ostatnie kilka lat mocno poturbowało część konkurentów (grupy Polimex, Mostostal W-wa, PBG...).

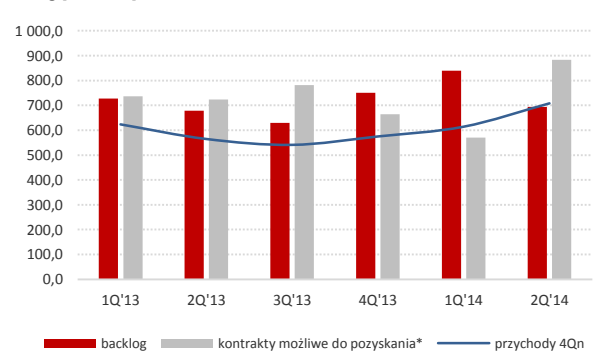
Obecnie portfel spółki wynosi 694 mln PLN (+2% r/r), z czego 69% przypada na segment montażowo-produkcyjny a 19% na segment budownictwa ogólnego. Ostatni kwartał przyniósł spadek backlogu w stosunku do poprzedniego kwartału, natomiast znacznie wzrosła wartość tzw. kontraktów możliwych do pozyskania. Podobną tendencję obserwowano w ubiegłym roku (w 2-3Q'13) – uważamy, że na rynku jest sporo kontraktów, które są w zasięgu Mostostalu a spadek backlogu jest sezonowy (zwykle finalizowanie umów następuje pod koniec roku). Spółka realizuje zwykle zlecenia o wartości 5-50 mln PLN. Zdarzają się też większe pojedyncze zlecenia (np. pozyskany w 4Q'13 kontrakt w KWK Budryk o wartości 154 mln PLN). Często spółka realizuje także po kilka zleceń dotyczących jednej inwestycji, które w sumie układają się w 100-200 mln wartości (np. zlecenia dla BASF, KGHM czy Posco).

Struktura backlogu po 2Q'14 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Backlog [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, *szacunki spółki ważone prawdopodobieństwem

WYNIKI ZA 2Q'14 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2Q'14 BDM	Odchyl.	1H'13	1H'14	zmiana r/r
Przychody	120,9	215,1	77,9%	192,8	11,6%	239,7	373,3	55,7%
Wynik brutto na sprzedaży	7,8	19,2	147,5%	16,6	16,0%	18,1	34,3	89,1%
EBITDA	5,8	12,8	122,4%	9,5	34,8%	10,9	23,8	117,0%
EBIT	2,4	9,2	287,5%	6,1	50,6%	4,3	16,8	295,6%
Zysk brutto	3,2	8,2	155,4%	4,8	70,9%	6,2	14,6	136,6%
Zysk netto	2,6	5,5	110,6%	3,6	52,4%	3,5	9,6	173,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	6,4%	8,9%		8,6%		7,6%	9,2%	
Marża EBITDA	4,8%	5,9%		4,9%		4,6%	6,4%	
Marża EBIT	2,0%	4,3%		3,2%		1,8%	4,5%	
Marża zysku netto	2,2%	2,6%		1,9%		1,5%	2,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

Wyniki spółki	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody	171,6	187,2	186,4	143,6	179,9	174,4	150,8	118,8	119,7	150,7	184,7	158,2	215,1	732,7	648,7	573,9
Zysk brutto ze sprzedaży	20,9	16,7	16,0	12,6	15,5	14,9	7,7	10,4	8,1	12,5	15,1	15,1	19,2	71,4	50,7	46,1
rentowność	12,2%	8,9%	8,6%	8,8%	8,6%	8,6%	5,1%	8,7%	6,8%	8,3%	8,2%	9,5%	8,9%	9,7%	7,8%	8,0%
EBIT	11,8	21,5	-3,8	11,9	3,8	6,7	-17,2	1,9	2,8	6,3	4,5	7,7	9,2	48,6	5,3	15,4
rentowność	6,9%	11,5%	-2,0%	8,3%	2,1%	3,9%	-11,4%	1,6%	2,3%	4,2%	2,4%	4,8%	4,3%	6,6%	0,8%	2,7%
EBIT skoryg	3,5	6,5	18,5	10,7	11,6	15,8	12,5	16,3	10,7	-1,3	13,0	5,0	8,0	37,3	50,6	38,6
rentowność	2,0%	3,5%	9,9%	7,5%	6,5%	9,1%	8,3%	13,7%	9,0%	-0,9%	7,0%	3,2%	3,7%	5,1%	7,8%	6,7%
EBITDA	17,9	26,1	1,4	16,1	9,7	9,9	-13,8	5,2	6,2	9,6	8,1	11,0	12,8	69,2	21,9	29,0
rentowność	10,4%	13,9%	0,8%	11,2%	5,4%	5,7%	-9,2%	4,4%	5,1%	6,4%	4,4%	6,9%	5,9%	9,4%	3,4%	5,1%
Montaż-produkcja*	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody	148,1	134,1	157,7	111,7	126,7	152,6	123,2	95,0	90,8	111,7	138,5	100,6	145,0	577,4	514,1	436,0
EBIT	5,9	5,3	-4,6	2,7	0,8	7,4	-17,8	2,3	0,0	1,3	4,0	6,8	6,5	14,5	-6,9	7,5
rentowność	4,0%	3,9%	-2,9%	2,5%	0,6%	4,8%	-14,5%	2,4%	0,0%	1,1%	2,9%	6,7%	4,5%	2,5%	-1,3%	1,7%
Konstrukcje przemysłowe*	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24,1	21,4	-	-	-
EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,9	0,6	-	-	-
rentowność	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,7%	3,0%	-	-	-
Ogólne i inżynieryjne	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody	15,4	43,4	40,4	24,6	43,1	32,2	25,2	18,3	27,0	36,7	44,0	30,9	45,1	143,1	125,1	126,0
EBIT	5,0	15,3	-0,7	8,1	3,1	-1,4	-0,8	-1,7	2,1	-0,2	2,4	0,4	1,3	30,3	9,0	2,7
rentowność	32,8%	35,3%	-1,7%	33,0%	7,2%	-4,2%	-3,3%	-9,0%	7,9%	-0,6%	5,5%	1,3%	2,8%	21,1%	7,2%	2,1%
Inne	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody	8,1	9,7	-11,6	7,4	10,1	-10,4	2,4	5,5	1,8	2,3	2,2	2,6	3,5	12,2	9,4	11,8
EBIT	1,0	1,1	-0,3	0,8	1,0	0,5	1,9	0,7	0,6	0,7	-2,4	0,7	0,6	2,5	4,1	-0,4
rentowność	12,9%	11,0%	2,8%	10,4%	9,7%	-4,5%	80,2%	13,1%	33,0%	29,2%	-113,1%	25,4%	17,4%	20,2%	43,8%	-3,6%
Wyłączenia	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,2	-0,2	1,9	0,3	-1,0	0,2	-0,5	0,5	0,0	4,6	0,5	-1,1	0,1	1,4	-1,0	5,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *zmiana prezentacji segmentów od 1Q'14

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

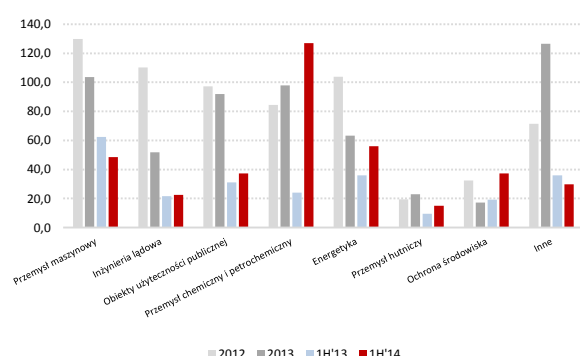


EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



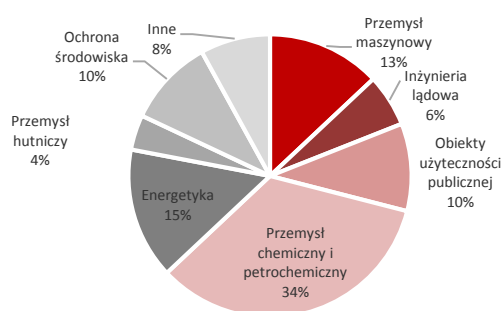
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura branżowa przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

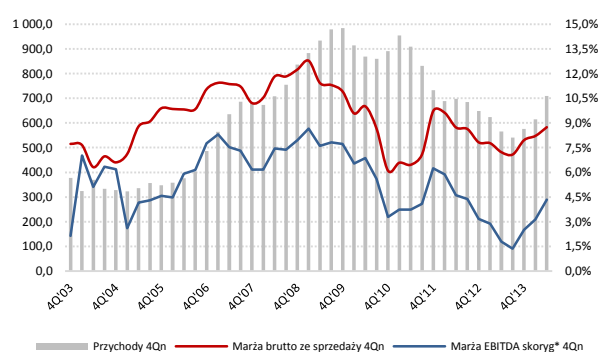
Struktura branżowa przychodów w 1H'14 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

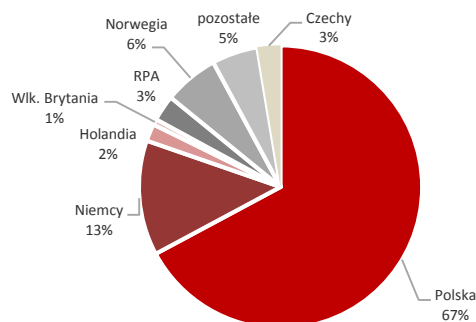
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody, marża brutto i EBITDA (4Q narastająco) [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, *EBITDA skorygowana o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Struktura geograficzna przychodów w 1H'14 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

2Q'2014...

Wyniki za 2Q'14 były sporo lepsze niż analogicznym okresie roku ubiegłego (spółka miała słaby backlog i ograniczony dostęp do gwarancji bankowych). Przychody wzrosły o 78% r/r i były najwyższe w tym okresie od 2010 roku. Wyraźnie poprawiła się marża brutto ze sprzedaży (z 6,4% do 8,9%), aczkolwiek była nieco niższa niż w 1Q'14 (9,5%). Wyraźniej poprawę widać na poziomie wyniku na sprzedaży, który ze straty -3,1 mln PLN zamienił się w zysk 8,0 mln PLN. Dodatnie saldo z działalności operacyjnej (+1,1 mln PLN, zdecydowanie mniej niż w 2Q'13), przełożyło się na 9,2 mln PLN EBIT. Lepiej od naszych oczekiwań wypadł podstawowy obszar montażowo-produkcyjny, słabiej natomiast konstrukcje maszynowe (spadek przychodów o 24% r/r, w 3Q'14 dokonano zmian w zarządzie). Zysk netto wyniósł 5,5 mln PLN (spółka zaksięgowała dość wysoką stopę podatkową: 27,2%). Słabiej niż na początku roku wypadły przepływy z działalności operacyjnej (-16,8 mln PLN) – spodziewamy się, że sezonowy szczyt zapotrzebowania na gotówkę przypadnie w 3Q'14, po czym spływ należności w końcu roku pozwoli na ograniczenie długu. Dług netto na koniec 2Q'14 wyniósł 23,4 mln PLN, a po korekcie o krótkoterminowe aktywa finansowe

(lokaty, TFI) jest to 16,4 mln PLN (wobec 3,5 mln PLN po 2Q'13, ale zwracamy uwagę na skalę wzrostu przychodów).

Audytor w raporcie za 1H'14 (podobnie jak w raporcie rocznym) zwraca spółce uwagę na ujęcie 8,8 mln PLN należności przeterminowanych oraz skierowanych na drogę postępowania sądowego i arbitrażu (dotyczy to głównie prac podwykonawczych, gdzie inwestorem były GDDKiA oraz NCS). Zdaniem spółki ich odzyskanie jest wysoce prawdopodobne.

Zwracamy także uwagę, że w maju'14 spółka wypowiedziała dwie umowy zawarte z DBT Technologies na wykonanie montażu filtrów workowych spalin w elektrowniach opalanych węglem kamiennym w Kusile i Medupi (RPA) o wartości ok. 96 mln PLN (opisywaliśmy to zdarzenie szerzej w osobnym komentarzu 30 maja 2014). Decyzję o wypowiedzeniu powyższych umów podjęto w związku z faktem, iż zamawiający nie wypełniał swoich podstawowych zobowiązań wynikających z zawartych kontraktów (m.in. nieudostępnianie placów budów poszczególnych lokalizacji filtrów oraz znaczne przeciąganie procedur rozliczeniowych wykonanych robót). Wymienione projekty mają znaczne opóźnienie (pierwszy blok w Medupi miał działać w 4Q'13) i przekroczyć swoje pierwotne budżety. Problemy dotyczą m.in. zarządzania projektem, jakości kotłów (za które odpowiada Hitachi), systemu kontroli (Alstom) i strajków pracowników. Samo Hitachi zrzuciło winę m.in. na jakość lokalnych podwykonawców (DBT Technologies, spółka zależna amerykańskiego koncernu SPX Corporation, odpowiada m.in. za dostawę elementów ciśnieniowych kotłów i filtry). Ze sprawozdań finansowych Mostostalu wynika, że sprzedaż zrealizowana w RPA w 2013 roku wyniosła ok. 16 mln PLN a w 1H'14 ok. 11 mln PLN. W sumie więc około 26 mln PLN (czyli max. 0,17 PLN/akcję). Nie znamy salda rozliczeń należności z zleceniodawcą. Nie jesteśmy w stanie określić czy spółka będzie zmuszona zawiązać w przyszłości rezerwy. Z informacji prasowych wynika, że główne problemy związane z kontraktami rozgrywają się na linii inwestor (Eskom) – główni wykonawcy (Hitachi, Alstom) a opóźnienia na niższych poziomach są ich pochodną (na tej podstawie zarząd spółki ocenia, że jej rozliczenia są bezpieczne).

...i kolejne okresy

W wypowiedziach po wynikach 2Q'14 zarząd spółki podtrzymał plan wypracowania ponad 800 mln PLN w 2014 roku (poziom 900 mln PLN został uznany wcześniej za bardzo ambitny). Biorąc pod uwagę dotychczasowe przychody i backlog nieznacznie podnosimy naszą prognozę z 804,2 na 820,5 mln PLN. Oznaczać to może, że spółce uda się ulokować z przychodami pomiędzy 2010 (891,3 mln PLN) a 2011 rokiem (732,7 mln PLN). Marża brutto w 1H'14 wyniosła 9,2% a w 2Q'14: 8,9% i właśnie ten poziom ma być wyznacznikiem na 2H'14. W modelu przyjmujemy poziom 8,6% (niższa kontrybucja kontraktu dla BASF może naszym zdaniem lekko obniżyć rentowność). Na początku roku zapowiadano, że można oczekiwać poprawy o 0,5-2,0 pkt proc wobec 8,0% w 2013 roku (obecnie szacujemy, że spółka osiągnie 8,9%, wcześniej przyjmowaliśmy 8,8%).

Koszty SG&A w 3 i 4Q'14 zakładamy na poziomie nieco powyżej 11,0 mln PLN kwartalnie. Szczyt zapotrzebowania na zadłużenie powinien przypaść na 3Q (konieczność finansowania nowych kontraktów) – nie spodziewamy się jednak by miało ono przekroczyć 30 mln PLN netto. W 4Q'14 spodziewamy się obniżenia długu, dodatkowo wzmocnionego przez wpływ środków z ugody z BZ WBK (zarząd spodzieje się, że nastąpi to w 4Q'14). Księgowo powinno to podbić wynik EBITDA i netto o 17 mln PLN poprzez pozostałe przychody operacyjne (nie ujmujemy tego jednak w prognozach rachunku zysków i strat ze względu na jednorazowy charakter).

Prognozy na kolejne lata zostawiliśmy bez większych zmian (wzrost zysku netto wynika głównie z obniżenia kosztów finansowych – spadek WIBOR od maja). Zakładamy, że w kolejnych latach sprzedaż Mostostalu będzie rostać głównie w oparciu o dotychczasowe główne obszary działalności budowlanej spółki (zlecenia dla przemysłu i energetyki). Liczymy, że spółka, na bazie posiadanego potencjału kadrowego i przerobowego, jest w stanie pozyskać np. pakiety zleceń podwykonawczych przy dużych kontraktach energetycznych (część konkurencji wykruszyła się w ostatnich latach, a trzy duże inwestycje realizowane są jednocześnie + prawdopodobnie dojdzie jeszcze Turów). Na lata 2018-20 zakładamy wyhamowanie a następnie spadek rynku budowlanego w związku z wygasaniem budżetu UE na lata 2014-20 (spółka ma ograniczoną ekspozycję na kontrakty infrastrukturalne, jednak podaż takich zleceń na rynku ma wpływ na konkurencję w innych obszarach rynku).

W modelu przyjmujemy, że marża operacyjna spółki przy dobrej koniunkturze w latach 2016-17 przekroczy 4,0%. W dobrych latach 2006-09 Mostostal generował nawet 4-6% marży operacyjnej (po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej). Zwracamy uwagę, że w ostatnich latach spółka „odchudziła” strukturę grupy, co powinno przekładać się na trzymanie w ryzach kosztów SG&A.

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'14	3Q'14	4Q'14	2014
Przychody ze sprzedaży	143,6	179,9	174,4	150,8	648,7	118,8	120,9	150,7	184,7	575,1	158,2	215,1	223,1	224,0	820,5
Zysk brutto ze sprzedaży	12,6	15,5	14,9	7,7	50,7	10,4	7,8	12,5	15,1	45,7	15,1	19,2	19,2	19,2	72,7
Zysk na sprzedaży	0,9	2,3	3,8	-3,2	3,9	-0,8	-3,1	1,1	3,6	0,7	4,1	8,0	8,0	7,7	27,8
EBITDA	16,1	9,7	9,9	-12,8	23,0	5,2	5,8	9,6	8,1	28,7	11,0	12,8	11,5	11,1	46,4
EBIT	11,9	3,8	6,7	-16,2	6,3	1,9	2,4	6,3	4,5	15,0	7,7	9,2	8,0	7,5	32,3
Zysk (strata) brutto	9,6	1,0	3,8	-19,6	-5,2	3,0	3,2	3,8	-0,7	9,3	6,4	8,2	6,9	6,5	28,0
Zysk (strata) netto	3,8	1,7	0,3	-17,2	-11,4	0,9	2,6	1,3	2,4	7,3	4,1	5,5	5,3	5,1	20,0
Marża brutto ze sprzedaży	8,8%	8,6%	8,6%	5,1%	7,8%	8,7%	6,4%	8,3%	8,2%	8,0%	9,5%	8,9%	8,6%	8,6%	8,9%
Marża EBITDA	11,2%	5,4%	5,7%	-8,5%	3,5%	4,4%	4,8%	6,4%	4,4%	5,0%	6,9%	5,9%	5,2%	5,0%	5,7%
Marża EBIT	8,3%	2,1%	3,9%	-10,7%	1,0%	1,6%	2,0%	4,2%	2,4%	2,6%	4,8%	4,3%	3,6%	3,4%	3,9%
Marża zysku netto	2,6%	0,9%	0,2%	-11,4%	-1,8%	0,8%	2,2%	0,9%	1,3%	1,3%	2,6%	2,6%	2,4%	2,3%	2,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji [mln PLN]

	2014	2014*	zmiana	2015	2015	zmiana	2016	2016	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	804,2	820,5	2,0%	888,9	889,0	0,0%	949,0	949,7	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	70,8	72,7	2,7%	80,4	80,4	0,1%	88,2	88,2	0,0%
EBITDA	42,2	46,4	9,8%	48,1	48,6	1,1%	54,0	54,2	0,5%
EBIT	28,6	32,3	13,0%	34,6	34,9	0,8%	40,3	40,5	0,5%
Zysk (strata) netto	17,9	20,0	12,1%	22,5	23,2	3,1%	27,2	27,7	1,9%
Marża brutto ze sprzedaży	8,8%	8,9%		9,0%	9,0%		9,3%	9,3%	
Marża EBITDA	5,3%	5,7%		5,4%	5,5%		5,7%	5,7%	
Marża EBIT	3,6%	3,9%		3,9%	3,9%		4,2%	4,3%	
Marża zysku netto	2,2%	2,4%		2,5%	2,6%		2,9%	2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *wyniki nie uwzględniają wpływu na rezultaty umowy z BZ WBK dot. Reliz

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Dynamika produkcji bud. r/r*	3,6%	3,3%	17,6%	-1,1%	-13,6%	5,9%	7,4%	11,1%	1,6%	-0,7%	-4,9%	-5,2%	0,4%	1,5%	2,0%
Przychody	984,0	891,3	732,6	648,7	575,1	820,5	889,0	949,7	980,3	973,1	914,7	888,3	905,2	922,3	939,8
zmiana r/r	17,5%	-9,4%	-17,8%	-11,4%	-11,3%	42,7%	8,4%	6,8%	3,2%	-0,7%	-6,0%	-2,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	107,3	54,3	71,4	50,7	45,7	72,7	80,4	88,2	91,1	86,4	80,2	77,5	82,9	84,5	86,1
rentowność	10,9%	6,1%	9,7%	7,8%	8,0%	8,9%	9,0%	9,3%	9,3%	8,9%	8,8%	8,7%	9,2%	9,2%	9,2%
EBITDA	75,6	35,9	69,2	23,0	28,7	63,4	48,6	54,2	55,6	50,3	46,2	44,8	49,3	49,9	50,5
rentowność	7,7%	4,0%	9,4%	3,5%	5,0%	7,7%	5,5%	5,7%	5,7%	5,2%	5,1%	5,0%	5,4%	5,4%	5,4%
EBIT	54,9	14,5	48,6	6,3	15,0	49,3	34,9	40,5	41,8	36,5	32,4	31,1	35,6	36,3	37,0
rentowność	5,6%	1,6%	6,6%	1,0%	2,6%	6,0%	3,9%	4,3%	4,3%	3,8%	3,5%	3,5%	3,9%	3,9%	3,9%
Zysk brutto	53,1	12,1	52,1	-5,2	9,3	45,0	30,2	36,0	37,8	33,1	29,6	28,7	33,4	34,2	35,0
rentowność	5,4%	1,4%	7,1%	-0,8%	1,6%	5,5%	3,4%	3,8%	3,9%	3,4%	3,2%	3,2%	3,7%	3,7%	3,7%
Zysk netto	38,2	6,7	27,9	-11,4	7,3	37,0	23,2	27,7	29,1	25,3	22,5	21,8	25,6	26,2	26,8
rentowność	3,9%	0,7%	3,8%	-1,8%	1,3%	4,5%	2,6%	2,9%	3,0%	2,6%	2,5%	2,5%	2,8%	2,8%	2,8%
Montaż-produkcja	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	603,8	493,7	577,4	514,1	437,3	551,3	604,0	649,1	670,6	664,0	614,4	594,7	605,6	616,7	628,0
EBIT	28,5	4,9	14,5	-6,9	7,1	23,6	24,2	27,6	28,5	23,2	20,0	19,3	22,7	23,1	23,5
rentowność	4,7%	1,0%	2,5%	-1,3%	1,6%	4,3%	4,0%	4,3%	4,3%	3,5%	3,3%	3,3%	3,8%	3,8%	3,8%
Konstrukcje przemysłowe	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	91,6	98,6	106,0	108,8	108,3	104,2	102,6	104,6	106,7	108,8
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	3,6	4,1	4,2	4,2	4,1	4,0	4,1	4,2	4,2
rentowność	-	-	-	-	-	3,4%	3,6%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Ogólne i inżynierskie	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	352,2	369,9	143,0	125,1	126,0	164,7	173,3	181,1	187,2	187,2	182,5	177,7	181,3	185,0	188,8
EBIT	17,7	8,8	30,3	9,0	2,7	4,1	4,8	6,3	6,6	6,6	5,9	5,3	6,3	6,5	6,6
rentowność	5,0%	2,4%	21,2%	7,2%	2,1%	2,5%	2,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,3%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Inne	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	28,0	27,7	12,2	9,4	11,8	12,8	13,2	13,5	13,7	13,5	13,3	13,3	13,6	13,9	14,2
EBIT	8,2	1,8	2,5	4,1	-0,4	19,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *prognoza DM BDM

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	234,0	242,3	240,6	240,6	241,6	242,1	242,9	243,3	243,6	243,7	243,8	243,9
Wartości niematerialne i prawne	2,2	2,6	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6
Rzeczowe aktywa trwałe	121,4	115,8	114,5	114,5	115,4	115,7	116,5	116,9	117,1	117,3	117,4	117,4
Pozostałe aktywa trwałe	110,3	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9
Aktywa obrotowe	269,1	292,2	403,9	427,7	454,4	465,4	464,5	442,7	434,5	447,8	461,1	474,6
Zapasy	39,9	36,4	51,9	56,3	60,1	62,0	61,6	57,9	56,2	57,3	58,4	59,5
Należności krótkoterminowe	169,4	191,1	266,4	288,6	308,3	318,2	315,9	297,0	288,4	293,9	299,4	305,1
Inwestycje krótkoterminowe	46,1	30,0	51,0	48,1	51,3	50,5	52,3	53,1	55,3	62,0	68,6	75,4
- środki pieniężne	40,5	21,8	42,7	39,8	43,0	42,2	44,1	44,8	47,0	53,7	60,3	67,1
- inne krótkoterm. aktywa finansowe	5,6	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Pozostałe aktywa obrotowe	13,6	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
Aktywa razem	503,1	534,6	644,5	668,3	696,0	707,5	707,4	686,0	678,1	691,6	704,9	718,6
Kapitał (fundusz) własny	228,8	250,6	287,6	293,8	309,9	325,1	335,9	339,4	344,4	353,6	360,6	367,7
Kapitał mniejszości	21,8	20,2	21,4	22,7	24,2	25,7	27,3	28,7	30,1	31,6	33,1	34,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	252,5	263,7	335,5	351,8	361,9	356,6	344,3	317,8	303,6	306,4	311,2	316,1
Rezerwy na zobowiązania	51,1	37,3	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8
Zobowiązania długoterminowe	8,3	20,9	20,9	18,9	12,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	8,1	20,9	20,9	18,9	12,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	182,0	189,2	263,3	281,7	297,8	305,4	293,1	266,6	252,4	255,2	260,0	264,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	36,4	27,1	32,1	31,1	30,1	29,1	18,7	8,7	2,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	503,1	534,6	644,5	668,3	696,0	707,5	707,4	686,0	678,1	691,6	704,9	718,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	648,7	575,1	820,5	889,0	949,7	980,3	973,1	914,7	888,3	905,2	922,3	939,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	598,0	529,4	747,7	808,6	861,4	889,2	886,7	834,5	810,8	822,3	837,8	853,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,7	45,7	72,7	80,4	88,2	91,1	86,4	80,2	77,5	82,9	84,5	86,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	46,8	45,0	44,9	45,1	47,2	48,8	49,4	47,3	46,0	46,8	47,7	48,6
Zysk (strata) na sprzedaży	3,9	0,7	27,8	35,3	41,0	42,3	37,0	32,9	31,5	36,1	36,8	37,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2,4	14,3	4,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
EBITDA	23,0	28,7	46,4	48,6	54,2	55,6	50,3	46,2	44,8	49,3	49,9	50,5
EBIT	6,3	15,0	32,3	34,9	40,5	41,8	36,5	32,4	31,1	35,6	36,3	37,0
Saldo działalności finansowej	-11,5	-5,7	-4,3	-4,7	-4,5	-4,0	-3,4	-2,9	-2,4	-2,2	-2,1	-2,0
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	-5,2	9,3	28,0	30,2	36,0	37,8	33,1	29,6	28,7	33,4	34,2	35,0
Zysk (strata) netto mniejszości	1,2	0,4	1,2	1,3	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6
Zysk (strata) netto*	-11,4	7,3	20,0	23,2	27,7	29,1	25,3	22,5	21,8	25,6	26,2	26,8

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	12,6	-26,8	30,1	33,0	38,3	42,4	42,1	44,1	39,5	38,5	38,9	39,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,9	2,5	-11,9	-13,4	-14,3	-13,8	-14,2	-13,7	-13,5	-13,3	-13,1	-12,9
Przepływy z działalności finansowej	-7,1	6,1	2,6	-22,4	-20,8	-29,4	-26,0	-29,6	-23,9	-18,4	-19,2	-19,6
Przepływy pieniężne netto	-2,4	-18,2	20,8	-2,9	3,2	-0,8	1,9	0,8	2,1	6,7	6,6	6,8
Środki pieniężne na początek okresu	42,6	40,1	21,9	42,7	39,8	43,0	42,2	44,1	44,8	47,0	53,7	60,3
Środki pieniężne na koniec okresu	40,1	21,9	42,7	39,8	43,0	42,2	44,1	44,8	47,0	53,7	60,3	67,1

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-11,3%	42,7%	8,4%	6,8%	3,2%	-0,7%	-6,0%	-2,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	25,0%	120,8%	-23,3%	11,6%	2,4%	-9,5%	-8,1%	-3,0%	10,0%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	137,4%	228,1%	-29,3%	16,2%	3,2%	-12,6%	-11,2%	-4,1%	14,6%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	-163,4%	175,9%	15,7%	19,5%	5,0%	-13,1%	-11,0%	-2,9%	17,1%	2,4%	2,2%
Marża brutto na sprzedaży	8,0%	8,9%	9,0%	9,3%	9,3%	8,9%	8,8%	8,7%	9,2%	9,2%	9,2%
Marża EBITDA	5,0%	5,7%	5,5%	5,7%	5,7%	5,2%	5,1%	5,0%	5,4%	5,4%	5,4%
Marża EBIT	2,6%	3,9%	3,9%	4,3%	4,3%	3,8%	3,5%	3,5%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża brutto	1,6%	3,4%	3,4%	3,8%	3,9%	3,4%	3,2%	3,2%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża netto	1,3%	2,4%	2,6%	2,9%	3,0%	2,6%	2,5%	2,5%	2,8%	2,8%	2,8%
COGS / przychody	92,0%	91,1%	91,0%	90,7%	90,7%	91,1%	91,2%	91,3%	90,8%	90,8%	90,8%
SG&A / przychody	7,8%	5,5%	5,1%	5,0%	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
SG&A / COGS	8,5%	6,0%	5,6%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
ROE	2,9%	7,0%	7,9%	8,9%	8,9%	7,5%	6,6%	6,3%	7,2%	7,3%	7,3%
ROA	1,4%	3,1%	3,5%	4,0%	4,1%	3,6%	3,3%	3,2%	3,7%	3,7%	3,7%
Dług	47,9	52,9	49,9	42,9	29,1	18,7	8,7	2,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	9,0%	8,2%	7,5%	6,2%	4,1%	2,7%	1,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	9,9%	8,9%	8,1%	6,6%	4,3%	2,7%	1,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-38,1%	-8,7%	-13,4%	-11,1%	-9,6%	-9,4%	-8,9%	-7,8%	-6,1%	-5,7%	-5,4%
Dług / kapitał własny	19,1%	18,4%	17,0%	13,9%	8,9%	5,6%	2,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto*	17,9	2,0	1,8	-8,3	-21,4	-33,6	-44,4	-53,3	-62,0	-68,6	-75,4
Dług netto / kapitał własny	7,1%	0,7%	0,6%	-2,7%	-6,6%	-10,0%	-13,1%	-15,5%	-17,5%	-19,0%	-20,5%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5
Dług netto / EBIT	1,2	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,9	-2,0
EV	353,4	337,5	337,4	327,2	314,1	301,9	291,2	282,3	273,5	266,9	260,2
Dług / EV	13,6%	15,7%	14,8%	13,1%	9,3%	6,2%	3,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,0%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	44,2%	87,4%	100,4%	107,3%	103,3%	106,0%	102,9%	101,8%	101,2%	100,9%	100,6%
Amortyzacja / Przychody	2,4%	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%
Zmiana KO / Przychody	6,2%	3,2%	0,9%	0,7%	0,4%	-0,1%	-0,7%	-0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-48,6%	10,8%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S**	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E**	46,2	16,8	14,5	12,1	11,5	13,3	14,9	15,4	13,1	12,8	12,5
P/BV**	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/CE**	16,0	9,8	9,1	8,1	7,8	8,6	9,3	9,4	8,5	8,4	8,3
EV/EBITDA**	12,3	7,3	6,9	6,0	5,7	6,0	6,3	6,3	5,5	5,3	5,1
EV/EBIT**	23,5	10,4	9,7	8,1	7,5	8,3	9,0	9,1	7,7	7,4	7,0
EV/S**	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5
EPS	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
FCFPS	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
DPS	0,00	0,00	0,11	0,08	0,09	0,10	0,13	0,11	0,11	0,13	0,13
Payout ratio	0,0%	0,0%	84,9%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *dług netto skorygowany o krótkoterminowe aktywa finansowe (lokaty, TFI), ** Obliczenia przy cenie 1,92 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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

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
Akumuluj	2,53	Akumuluj	2,23	17.09.2014	2,25	55 030
Akumuluj	2,23	-	-	27.05.2014	1,92	52 515

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	4	29%
Akumuluj	5	36%
Trzymaj	1	7%
Redukuj	2	14%
Sprzedaj	2	14%

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

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

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 17.09.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.09.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 17.09.2014 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.