



Dom Maklerski BDM S.A.

INSTAL KRAKÓW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 18,6 PLN

19 PAŹDZIERNIK 2015

W ostatnich miesiącach kapitalizacja Instal Kraków spadła wyraźnie poniżej 100 mln PLN. Kontrakty energetyczne pozyskane w 2013 roku (dla EdF i Enei), które miały rozwinąć kompetencje spółki w generalnym wykonawstwie, przyniosły ostatecznie szereg trudności i wygenerowały straty widoczne w segmencie budowlanym (zakładamy, że mogą jeszcze obciążyć wyniki w 2H'15). Spółka podaje, że zlecenia będą zrealizowane mimo wszystko w założonych terminach (do 3-4Q'15). Ekspozycja na budownictwo w Polsce jest już w trakcie mocnego ograniczania (w 2014 roku przychody w tym obszarze wyniosły >300 mln PLN, tymczasem na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała tylko jeden istotny kontrakt - o wartości 27 mln PLN). Zakładamy, że zarząd skoncentruje się na dochodowych liniach biznesu (deweloperka w Krakowie, Frapol, rynek niemiecki). Zwracamy uwagę, że sama bilansowa wartość aktywów netto segmentu deweloperskiego (grunty, projekty ukończone oraz w toku) przekracza obecną kapitalizację Instal. Spółka ma obecnie minimalne zadłużenie; jednocześnie stopniowo powinien wracać zaangażowany kapitał obrotowy w ostatnich kwartałach w budowlankę. Nasza poprzednia wycena z sierpnia 2014 roku opiewała na 22,9 PLN. Biorąc pod uwagę skorygowanie założeń dotyczących rozwoju segmentu budowlanego, obniżamy wycenę do 18,6 PLN. Podtrzymujemy zalecenie Kupuj. Wskazujemy także, że przyjmujemy w prognozach słabe wyniki za okres 3-4Q'15 a odbudowę zakładamy dopiero w 2016 roku.

Obecna kapitalizacja Instal Kraków, przy kursie 11,3 PLN, wynosi 82 mln PLN. Poza wartością akcji uzyskaną modelem DCF (18,1 PLN), spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą (19,1 PLN), przykładając rynkowe wskaźniki do poszczególnych obszarów biznesowych. W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 103 mln PLN (wg P/BV deweloperów notowanych na GPW), 78,9% udziałów we Frapolu na 26 mln PLN (wg wskaźników porównywalnych spółek przemysłowych), działalności na rynku niemieckim na 16 mln PLN (5x średni roczny zysk za ostatnie 7 lat). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN. Dług netto po 2Q'15 wynosił ok. 6 mln PLN.

Trzy duże kontrakty energetyczne (elementy instalacji odsiarczania spalin dla Enei, 2x instalacje odazotowania dla EdF) będące w portfelu Instal od 2H'13 opiewają na 339 mln PLN. Problemy w ich realizacji zaczęły ujawniać się w wynikach od końca 2014 roku. Na przestrzeni 4Q'14-2Q'15 Instal wykazał w sumie 16,4 mln PLN straty brutto w segmencie budowlanym. W tym samym okresie pozostałe obszary wygenerowały 18,6 mln PLN zysku brutto. Konserwatywnie przyjmujemy, że w 3-4Q'15 spółka wykaże jeszcze straty w segmencie budowlanym, jednak powinny być one zrekompensowane zyskami z pozostałego biznesu. Po 1H'15 skonsolidowany zysk netto wynosił 2,4 mln PLN. Zakładamy, że za cały rok nie będzie on w istotny sposób odbiegał od tego poziomu. W 2016 roku wyniki powinny być oparte o segment deweloperski (rozliczenie projektu Sołtysowska, licząc po kosztach budowy o wartości 77 mln PLN plus wartość gruntu: w 4Q'15/1Q'16 zostaną ukończone 3 budynki, w 4Q'16 kolejne 4), Frapol (systemy klimatyzacyjne) oraz działalność podwykonawczą na rynku niemieckim. Biorąc pod uwagę obecny portfel zleceń działalność budowlana na rynku polskim zostanie istotnie ograniczona (historycznie spółka ma spore kompetencje w zakresie budowy/modernizacji oczyszczalni ścieków – odbudowa tego rynku jest możliwa, jednak raczej nie w takim zakresie jak w latach 2009-10). W modelu zakładamy, że skonsolidowany zysk netto powróci do poziomu >10 mln PLN.

Wycena DCF [PLN]	18,1
Wycena porównawcza [PLN]	19,1
Wycena końcowa [PLN]	18,6
Potencjał do wzrostu / spadku	64,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	11,30
Kapitalizacja [mln PLN]	82,3
Ilość akcji [mln szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	15,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-25,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-30,0%
Struktura akcjonariatu*:	
Juszczak Piotr	27,4%
Legg Mason TFI	12,2%
Szybiński Jan	5,9%
Pozostali	54,5%

*wg liczby głosów na WZA

Krzysztof Pado

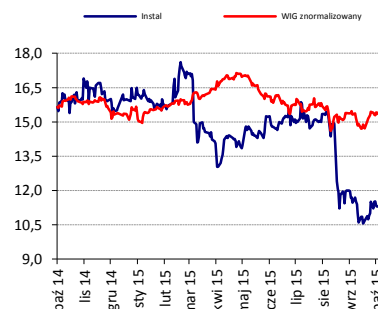
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	430,7	415,5	566,0	444,2	323,6	326,0
EBITDA [mln PLN]	25,7	21,9	17,9	7,3	17,8	19,1
EBIT [mln PLN]	23,3	19,3	15,0	4,3	14,8	16,0
Zysk netto [mln PLN]	18,8	13,4	9,8	2,1	10,8	12,2
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	4,4	6,1	8,4	39,3	7,6	6,8
EV/EBITDA	2,1	0,9	3,6	11,3	3,1	2,3
EV/EBIT	2,3	1,0	4,3	19,1	3,7	2,8



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	7
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE.....	8
WYNIKI ZA 1-2Q'15	10
PROGNOZY WYNIKÓW	13
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

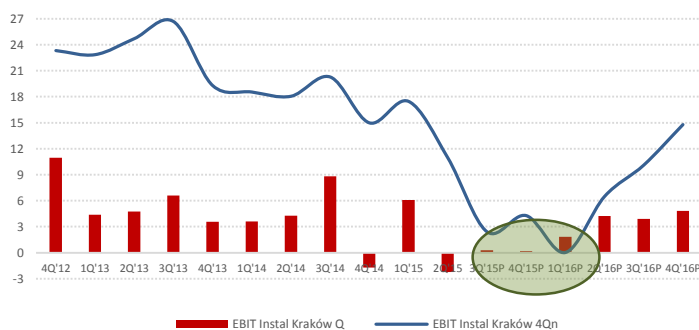
Wycena spółki Instal Kraków opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza dała wartość 1 akcji na poziomie 19,1 PLN, z kolei wycena metodą DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 18,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 18,6 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	18,1
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	19,1
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		18,6

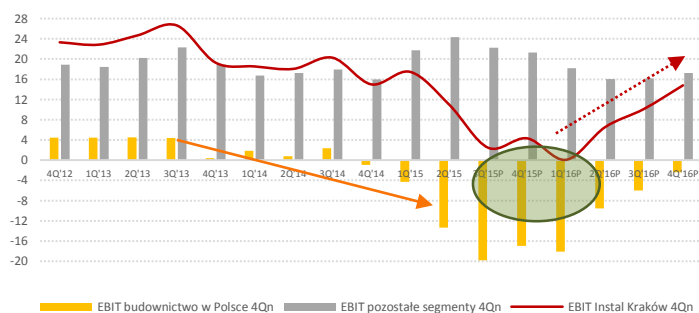
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EBIT kwartalny (Q) i narastający za 4 kolejne kwartały (4Qn) [mln PLN]



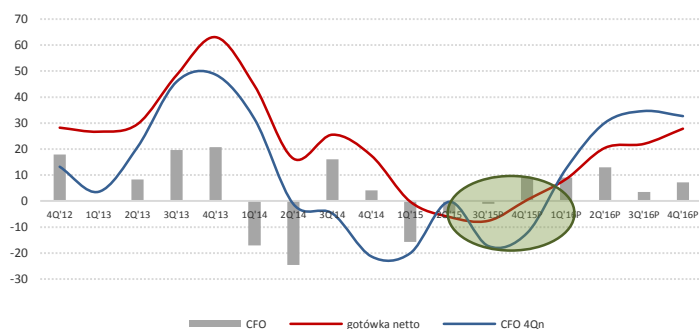
Źródło: BDM S.A.

EBIT narastający za 4 kolejne kwartały (4Qn) w budownictwie krajowym oraz pozostałych segmentach razem [mln PLN]



Źródło: BDM S.A.

Cash flow operacyjny kwartalny i 4Qn oraz gotówka netto



Źródło: BDM S.A.

Kontrakty energetyczne zostały pozyskane w 3/4Q'13 (dla EdF i Enei). Od tego czasu dotychczas stabilne zyski segmentu budowlanego uległy erozji a od 4Q'14 spółka notuje w tym obszarze narastająco (licząc za cztery kwartały) straty na poziomie EBIT. Zakładamy, że segment pokaże jeszcze straty w 3 i 4Q'15 (oraz być może w mniejszym stopniu w 1Q'16, jeżeli pojawią się dodatkowe koszty restrukturyzacji).

Obecnie ekspozycja na budownictwo w Polsce jest już w trakcie mocnego ograniczania (w 2014 roku przychody w tym obszarze wyniosły >300 mln PLN, tymczasem na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała tylko jeden istotny kontrakt - o wartości 27 mln PLN). Zakładamy, że zarząd skoncentruje się na dochodowych liniach biznesu (deweloperka w Krakowie, Frapol, rynek niemiecki). Powinno to przełożyć się na stopniową odbudowę wyników na przestrzeni 2016 roku.

Spółka ma obecnie minimalne zadłużenie netto; wraz z finalizacją kontraktów oraz końcowym fakturowaniem prac stopniowo powinien wracać do Instalu zaangażowany kapitał obrotowy.

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 stopie wolnej od ryzyka (na poziomie 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 2015 roku spółka odnotuje najniższy wynik EBIT od 2006 roku. W kolejnych latach spodziewamy się powrotu do raportowania dwucyfrowego wyniku, przy czym w długim terminie przyjmujemy lekką tendencję zniżkową (spadek ponadprzeciętnej rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży).
- Spadek przychodów, widoczny mocno w 2016 roku, związany jest z założeniem znacznego ograniczenia przez spółkę działalności w obszarze budownictwa w Polsce. Dobiegające końca kontrakty energetyczne nie zostały zastąpione przez kolejne. Na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała jedynie jeden znaczący kontrakt (baza paliw za 27 mln PLN). Historycznie Instal Kraków ma spore kompetencje w zakresie budowy/modernizacji oczyszczalni ścieków – odbudowa tego rynku jest możliwa, jednak raczej nie do poziomów z najlepszych lat 2009-10 (wg danych KZGW nakłady w 2010 roku wyniosły 3,0 mld PLN, w kolejnych latach spadły nawet o ponad połowę). Zakładamy kontynuację działalności podwykonawczej na rynku niemieckim (70-80 mln PLN sprzedaży rocznej, przy 4% marży EBIT – historycznie w najlepszych latach marża osiągała 5-6%).
- W segmencie deweloperskim zakładamy długoterminowo sprzedaż na poziomie ok. 45 mln PLN/rok (ok 200-230 przekazywanych mieszkań). Rynek krakowski zapewnia obecnie popyt na ok. 9,0 tys mieszkań rocznie. Jest dość atrakcyjny ze względu na zaplecze akademickie i relatywnie dobry rynek pracy. Instal od lat realizuje w deweloperce bardzo dobre marże EBIT na poziomie 20-30% (duży bank ziemi zbudowany po korzystnych cenach). W długim terminie konserwatywnie zakładamy, że marża spółki spadnie do przeciętnych poziomów rynkowych (około 12%).
- W przypadku Frapolu przyjmujemy wzrost na poziomie organicznym i utrzymanie bieżącej rentowności (dodatkowy potencjał dostrzegamy w przypadku przeprowadzenia inwestycji w SSE Niepołomice – może ona także uwolnić grunty z dotychczasowej lokalizacji w Krakowie).
- Ograniczenie przychodów w budowlance powinno przełożyć się na spływ kapitału obrotowego do spółki (wartość należności wyraźnie przekracza wartość zobowiązań handlowych, kontrakty energetyczne wymagały znacznego angażowania własnych środków). 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 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 19.10.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 131,7 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 18,1 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	444,2	323,6	326,0	326,0	320,0	317,7	318,2	318,8	319,4	319,9
EBIT [mln PLN]	4,3	14,8	16,0	14,8	13,4	13,3	13,3	13,3	13,3	13,4
Stopa podatkowa	30,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,3	2,8	3,0	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
NOPLAT [mln PLN]	3,0	12,0	12,9	12,0	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Amortyzacja [mln PLN]	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4
CAPEX [mln PLN]	-4,6	-3,9	-3,9	-3,7	-3,7	-3,6	-3,6	-3,5	-3,5	-3,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-17,2	19,0	-0,3	0,0	0,8	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCF [mln PLN]	-15,8	30,1	11,8	11,4	11,2	10,7	10,5	10,6	10,6	10,7
DFCF [mln PLN]	-15,5	27,2	9,8	8,7	7,8	6,9	6,2	5,7	5,3	4,9
Suma DFCF [mln PLN]	67,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	119,5		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	54,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	121,3									
Dług netto 2014 [mln PLN]	-17,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]	7,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	131,7									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	18,1									
Przychody zmiana r/r	-21,5%	-27,2%	0,7%	0,0%	-1,9%	-0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	-71,3%	244,3%	8,0%	-7,4%	-9,6%	-0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
FCF zmiana r/r	-20,6%	-290,7%	-60,7%	-3,5%	-2,2%	-3,9%	-2,3%	0,7%	0,7%	0,7%
Marża EBITDA	1,6%	5,5%	5,9%	5,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%
Marża EBIT	1,0%	4,6%	4,9%	4,5%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża NOPLAT	0,7%	3,7%	4,0%	3,7%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
CAPEX / Przychody	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	155,2%	127,8%	125,1%	117,0%	112,7%	109,3%	106,3%	104,4%	102,7%	101,2%
Zmiana KO / Przychody	3,9%	-5,9%	0,1%	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-14,1%	15,7%	12,6%	-	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	93,7%	95,1%	96,2%	98,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	6,3%	4,9%	3,8%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	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	18,3	19,1	20,1	21,4	23,1	25,3	28,7	33,8	43,2
	0,8	17,5	18,2	19,0	20,1	21,5	23,4	26,1	30,0	36,6
	0,9	16,7	17,3	18,1	19,0	20,2	21,8	23,9	27,0	31,8
	1,0	16,0	16,6	17,3	18,1	19,1	20,4	22,1	24,6	28,2
	1,1	15,4	15,9	16,5	17,2	18,1	19,2	20,6	22,6	25,4
	1,2	14,8	15,3	15,8	16,4	17,2	18,1	19,3	20,9	23,2
	1,3	14,3	14,7	15,2	15,7	16,4	17,2	18,2	19,5	21,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	19,1	20,1	21,3	22,8	24,8	27,6	31,9	39,0	53,1
	4%	17,5	18,2	19,0	20,1	21,5	23,4	26,1	30,0	36,6
	5%	16,0	16,6	17,3	18,1	19,1	20,4	22,1	24,6	28,2
	6%	14,8	15,3	15,8	16,4	17,2	18,1	19,3	20,9	23,2
	7%	13,8	14,2	14,6	15,1	15,6	16,3	17,2	18,3	19,8
	8%	12,9	13,2	13,5	13,9	14,4	14,9	15,6	16,4	17,4
	9%	12,2	12,4	12,7	13,0	13,3	13,7	14,2	14,8	15,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą, przykładając rynkowe wskaźniki do poszczególnych obszarów biznesowych. W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 103 mln PLN (wg mediany P/BV deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW), 78,9% udziałów we Frapolu na 26 mln PLN (wg mediany P/E i P/BV porównywalnych małych spółek przemysłowych), działalności na rynku niemieckim na 16 mln PLN (5x średni roczny zysk za ostatnie 7 lat). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN (zwracamy uwagę, że w pozytywnym scenariuszu wartość powinna być wyższa, np. ze względu na możliwy do odzyskania kapitał obrotowy). Dług netto po 2Q'15 wynosił 6 mln PLN. **Tak skonstruowana wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 139,3 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 19,1 PLN.**

Wycena porównawcza – podsumowanie

	mln PLN	PLN /akcję
Wartość segmentu deweloperskiego	103,2	14,2
Frapol (78,9% udziałów)	26,3	3,6
Wartość segmentu budowlanego w Polsce	0,0	0,0
Wartość segmentu budowlanego w Niemczech*	16,0	2,2
Gotówka netto	-6,1	-0,8
SUMA	139,3	19,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *5x średni roczny zysk netto za lata 2009-15

Wycena segmentu deweloperskiego

	P/BV	kurs	MC	BV
Atal	1,42	21,73	841	593
Celtic	0,40	4,95	163	404
Dom Development	1,55	50,53	1 252	808
Inpro	0,77	3,88	155	200
JW Construction	0,69	4,92	437	632
Polnord	0,39	12,75	416	1 070
Robyg	1,49	2,47	650	436
Ronson	0,84	1,39	379	452
Mediana	0,81			
			[mln PLN]	/akcję
Wartość bilansowa aktywów netto deweloperki*			127,9	17,6
Wartość nieruchomości po dyskoncie (wg P/BV)			103,2	14,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wg stanu na 2Q'15

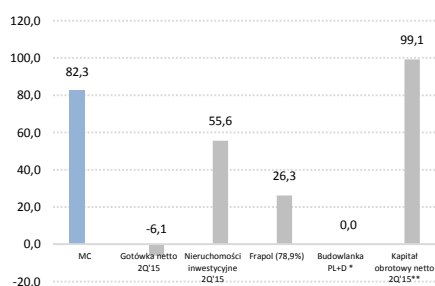
Wycena Frapolu

	P/BV	P/E	kurs	MC	BV	zysk netto 4Qn*
Berling	0,87	12,4	4,35	76,3	87,9	6,2
Mercor	1,07	26,7	9,52	149,1	139,7	5,6
ES-System	0,89	14,5	2,95	126,4	142,7	8,7
Mediana	0,89	14,5				
					[mln PLN]	
Wartość bilansowa aktywów netto Frapolu	27,3	Zysk netto znormaliz. Frapolu**			2,9	
Wartość Frapolu po dyskoncie wg mediany P/BV	24,2	Wartość Frapolu wg P/E			42,4	
Wartość Frapolu po dyskoncie (78,9% udziałów)	19,1	Wartość Frapolu wg P/E (78,9% udziałów)			33,4	
Waga wyceny	50,0%				50,0%	
Wycena końcowa Frapolu (78,9% udziałów)	26,3	/akcję	3,6			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *ostatnie 4Q, **średnioroczny wynik za ostatnie 2 lata (3Q'13-2Q'15)

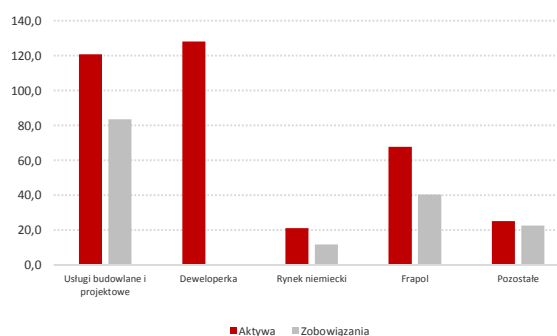
Poniżej, dla celów porównawczych, przedstawiamy także kapitalizację spółki na tle wartości bilansowej nieruchomości inwestycyjnych, kapitału obrotowego netto oraz bieżącego zadłużenia (przy konserwatywnym założeniu, że wartość rezydualna całej części budowlanej wynosi zero).

Kapitalizacja vs uproszczona wycena majątku spółki [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka MC- bieżąca kapitalizacja, *budowlanka=przyjęto wartość rezydualną 0, gotówka netto uwzględnia inne inwestycje krótkoterminowe (lokaty>3M), **znaczna część kapitału obrotowego stanowią aktywa deweloperskie (ukończono mieszkania, projekty w toku)

Struktura aktywów po 2Q'15 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

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 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

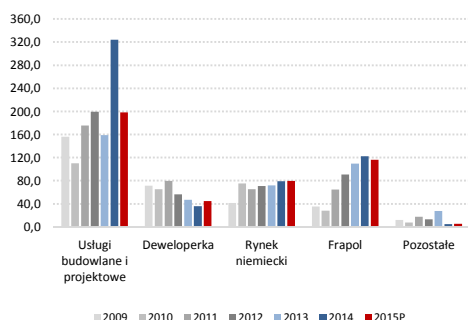
	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Juszczyk Piotr	647 799	8,9%	3 193 799	27,4%
Legg Mason TFI	1 425 446	19,6%	1 425 446	12,2%
Szybiński Jan	150 684	2,1%	687 484	5,9%
Pozostali	5 061 571	69,5%	6 361 971	54,5%
Razem	7 285 500	100,0%	11 668 700	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Głównym źródłem przychodów Instalu Kraków jest działalność budowlana na rynku polskim (jako GW) i niemieckim (jako podwykonawca w robotach montażowych i remontowych). Instal prowadzi także działalność w segmencie deweloperskim (mieszkania w Krakowie), który wnosi w ostatnich kilku latach znaczącą wpływ na wynik. Obecnie spółka ma ukończone dwa budynki w inwestycji Nowy Przewóz (do sprzedaży pozostało kilkadziesiąt mieszkań; lokalizacja: Podgórze). Na 4Q'15 planowane jest ukończenie pierwszego budynku I etapu inwestycji przy ul. Sołtyśowskiej (Czyżyna). Dwa kolejne budynki mają zostać oddane w 1Q'16 (w sumie trzy budynki to ok 240 mieszkań), natomiast II etap (cztery budynki) ukończony zostanie w 4Q'16. Działalność deweloperska spółki jest wysoce rentowna na tle branży, w czym zasługa naszym zdaniem korzystnie zakupywanych dotychczas gruntów. W zakresie produkcji i dostaw specjalistycznych systemów klimatyzacyjnych i wentylacyjnych działalność prowadzona jest przez spółkę zależną Frapol (78,9% udziałów). Oferta jest komplementarna do oferty Instalu Kraków.

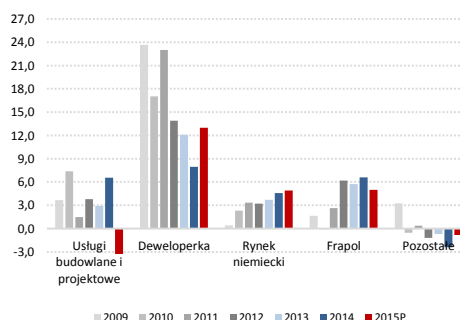
W ostatnich latach spółka świadczyła przede wszystkim usługi budowlano-montażowe oraz projektowe w zakresie technologii i instalacji dla uzdatniania wody przemysłowej i komunalnej, dla oczyszczania ścieków oraz kanalizacji. Kontrakty te finansowane są przede wszystkim ze środków unijnych. Duży program inwestycyjny zrealizowany w ostatnich latach w tym obszarze przełoży 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.

Przychód ze sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Zys na sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel zleceń oraz zrealizowane kontrakty

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2015-09-10	RZI w Krakowie	Rozbudowa i przebudowa bazy paliw w kompleksie wojskowym w Niedźwiedziu	27	2018-10
2014-09-18	PWiK Kraśnik	Modernizacja komunalnej oczyszczalni ścieków w Kraśniku	31	2015-11
2014-08-28	PWiK Konin	Modernizacja oczyszczalni ścieków Lewy Brzeg – Etap I	18	2015-08
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	2015-12*
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 Łańcut	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 Przyszowicach	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 Pisarzowicach	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, *wg komunikatu spółki kontrakt do 2017 roku, jednak Fortum i EdF podają 2015 rok jako termin ukończenia głównych prac

WYNIKI ZA 1-2Q'15

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15
Przychody	91,6	94,3	120,3	124,5	79,1	90,3	117,5	128,6	93,6	125,7	176,0	170,7	115,9	114,7
Zysk brutto ze sprzedaży	10,5	10,0	9,5	18,6	8,8	12,1	13,1	14,7	7,9	12,9	14,9	14,6	11,1	5,4
rentowność	11,5%	10,6%	7,9%	14,9%	11,1%	13,4%	11,2%	11,4%	8,4%	10,3%	8,5%	8,6%	9,6%	4,7%
Zysk na sprzedaży	5,7	3,0	4,6	12,6	3,6	4,3	7,5	8,4	2,6	4,2	9,0	7,4	5,0	-1,8
rentowność	6,2%	3,2%	3,8%	10,2%	4,5%	4,8%	6,4%	6,5%	2,8%	3,4%	5,1%	4,4%	4,3%	-1,5%
EBIT	4,8	2,9	4,6	11,0	4,4	4,8	6,6	3,6	3,6	4,3	8,8	-1,7	6,1	-2,2
rentowność	5,3%	3,1%	3,8%	8,8%	5,5%	5,3%	5,6%	2,8%	3,9%	3,4%	5,0%	-1,0%	5,3%	-1,9%
EBITDA	5,3	3,5	5,2	11,7	4,9	5,3	7,2	4,4	4,3	4,9	9,5	-0,7	6,8	-1,4
rentowność	5,8%	3,7%	4,3%	9,4%	6,2%	5,9%	6,1%	3,4%	4,5%	3,9%	5,4%	-0,4%	5,9%	-1,2%
Usługi budowlane i projektowe	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15
Przychody	37,6	54,7	60,1	47,3	25,5	30,6	49,9	53,2	39,8	71,4	110,5	102,3	49,9	52,2
Zysk na sprzedaży	0,6	1,1	0,9	1,2	-0,6	1,4	1,2	1,1	0,9	1,1	3,0	1,5	-2,7	-8,4
rentowność	1,5%	2,1%	1,5%	2,6%	-2,5%	4,4%	2,3%	2,0%	2,2%	1,5%	2,7%	1,5%	-5,4%	-16,2%
Deweloperka	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15
Przychody	12,8	4,5	9,6	29,2	9,1	7,2	14,1	16,9	10,5	7,0	11,0	7,3	19,1	12,4
Zysk na sprzedaży	3,0	0,4	1,2	9,3	2,1	0,9	3,9	5,2	2,4	1,3	2,8	1,5	6,1	4,1
rentowność	23,5%	8,3%	12,6%	31,8%	22,9%	12,0%	27,8%	30,9%	22,6%	19,2%	25,0%	20,1%	31,8%	33,2%
Rynek niemiecki	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15
Przychody	15,4	15,8	19,2	20,4	18,3	17,6	18,0	18,1	12,3	24,2	4,5	38,1	17,8	19,1
Zysk na sprzedaży	1,1	0,8	0,8	0,5	1,4	0,7	0,8	0,8	0,7	1,3	0,4	2,2	1,2	1,5
rentowność	7,1%	5,1%	3,9%	2,6%	7,6%	4,1%	4,4%	4,4%	5,3%	5,4%	8,5%	5,9%	7,0%	7,8%
Frapol	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15
Przychody	20,1	16,4	25,6	28,6	21,3	29,0	26,4	32,7	28,0	22,7	49,3	22,3	26,6	29,7
Zysk na sprzedaży	0,9	0,8	1,7	2,8	1,1	1,7	1,3	1,7	0,2	0,6	3,4	2,4	0,7	1,6
rentowność	4,5%	5,0%	6,6%	9,8%	5,0%	5,7%	4,9%	5,2%	0,8%	2,6%	6,8%	10,7%	2,6%	5,3%
Pozostałe	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15
Przychody	5,8	2,8	5,8	-1,1	4,9	6,0	9,1	7,7	3,0	0,5	0,7	0,6	2,6	1,3
Zysk na sprzedaży	0,1	-0,2	0,1	-1,2	-0,4	-0,3	0,3	-0,4	-1,5	-0,1	-0,6	-0,2	-0,3	-0,5
rentowność	1,6%	-5,5%	1,2%	-112,3%	-7,5%	-4,9%	3,5%	-4,7%	-51,5%	-14,5%	-77,1%	-35,1%	-13,3%	-38,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane za 2Q'2015 [mln PLN]

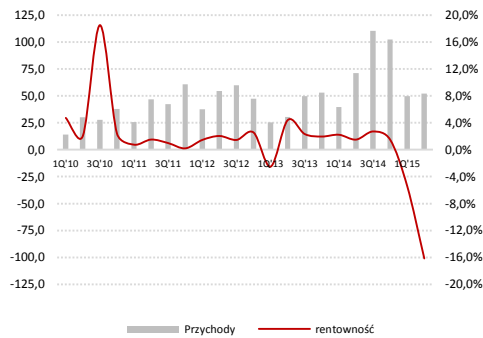
	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	1H'14	1H'15	zmiana r/r
Przychody	125,7	114,7	-8,7%	219,3	230,6	5,1%
Wynik brutto na sprzedaży	12,9	5,4	-58,0%	20,8	16,5	-20,6%
Zysk na sprzedaży	4,2	-1,8	-	6,9	3,2	-52,9%
EBITDA	4,9	-1,4	-	9,2	5,4	-41,4%
EBIT	4,3	-2,2	-	7,9	3,9	-51,0%
Zysk brutto	4,3	-2,3	-	8,4	4,0	-52,6%
Zysk netto	3,1	-1,7	-	6,5	2,4	-63,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,3%	4,7%		9,5%	7,2%	
Marża EBITDA	3,9%	-1,2%		4,2%	2,3%	
Marża EBIT	3,4%	-1,9%		3,6%	1,7%	
Marża zysku netto	2,5%	-1,4%		3,0%	1,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

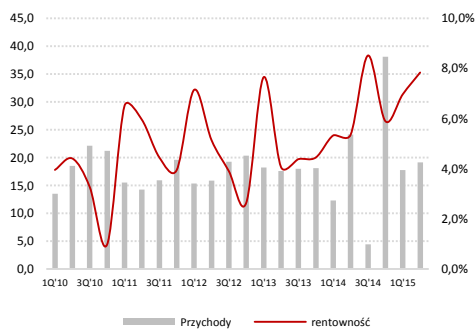
2Q'2015

2Q'15 to jeden z najgorszych wyników okresów w historii spółki. Strata na sprzedaży w segmencie budowlanym w Polsce wyniosła aż -8,4 mln PLN (już w 1Q'15 pokazano -2,7 mln PLN w tym obszarze), do czego przyłożyły się realizowane z trudnościami kontrakty energetyczne. Zarząd w sprawozdaniu zapewnia, że kontrakty będą ukończone terminowo. Zakładamy jednak przy tym, że mogą one jeszcze wygenerować końcowe straty (w 3 i 4Q'15 na poziomach zbliżonych do 1Q'15). W pozostałych obszarach wyniki były lepsze r/r. Najmocniejszy wzrost odnotowano w deweloperce, gdzie przekazywano klientom kolejne mieszkania w inwestycji Nowy Przewóz. Ze strony internetowej wynikało, że po 2Q'15 do sprzedania pozostawało ok 60 mieszkań. Cash flow operacyjny był ujemny (-4,7 mln PLN), chociaż już w dużo mniejszej skali niż w 1Q'15 (-15,8 mln PLN). Spółka nie podaje dokładnych danych, ale po 2Q'15 szacujemy, że dług netto mógł wynieść ok. 6 mln PLN. Spodziewamy się, że w 2H'15 sytuacja co najmniej się ustabilizuje (kończenie kontraktów powinno przekładać się na spływ gotówki).

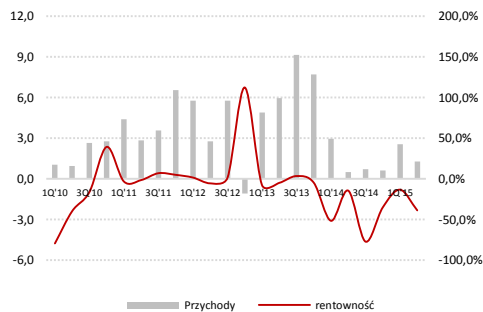
Działalność budowlana podstawowa [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka
Rynek niemiecki [mln PLN]

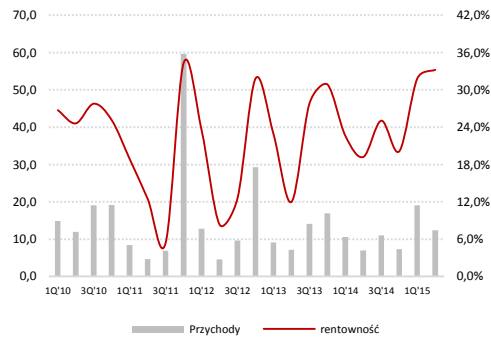


Źródło: BDM S.A., spółka
Pozostałe [mln PLN]

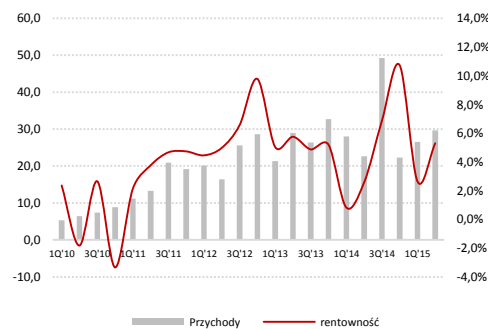


Źródło: BDM S.A., spółka

Deweloperka [mln PLN]

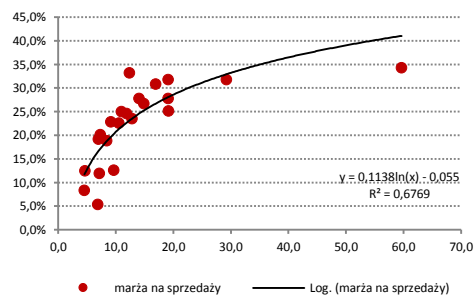


Źródło: BDM S.A., spółka
Frapol [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Deweloperka - rozkład marży na sprzedaży w zależności od poziomu sprzedaży [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

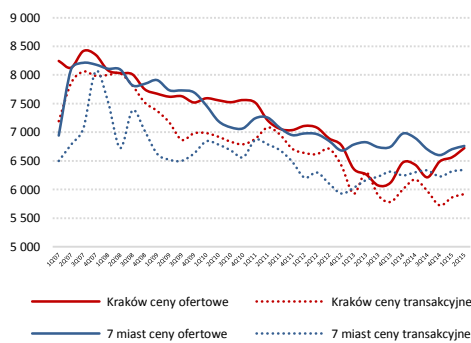
Segment deweloperski

Obecny bank ziemi spółki (wartość nieruchomości inwestycyjnych to 55,6 mln PLN po 2Q'15) został zbudowany głównie w latach 2010-2014 (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). Obecnie (po 2Q'15) roczna sprzedaż wynosi już 9,8 tys mieszkań (przy ofercie na poziomie 10 tys). Ceny ofertowe wyraźnie odbiły, nie widać natomiast tego w cenach transakcyjnych.

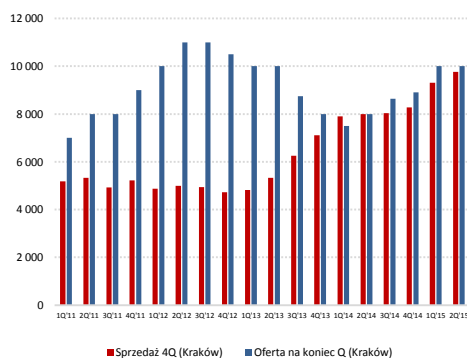
Na krakowskim rynku nieruchomości z giełdowych deweloperów w segmencie mieszkaniowym działają Atal, Echo czy Budimex. Biorąc pod uwagę rynek pracy, Kraków, poza Warszawą, jest m.in. największym centrum lokalizacji najemców z sektora BPO/SSC w Polsce. Miasto jest także bardzo silnym ośrodkiem akademickim. 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).

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



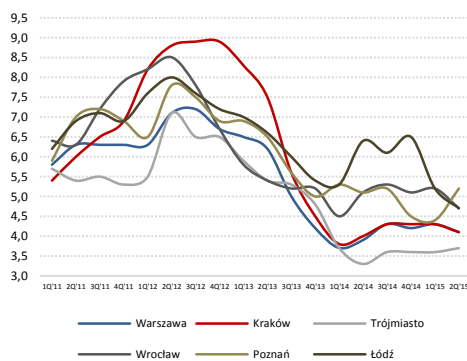
Źródło: BDM S.A., NBP, 7miast: Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław

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



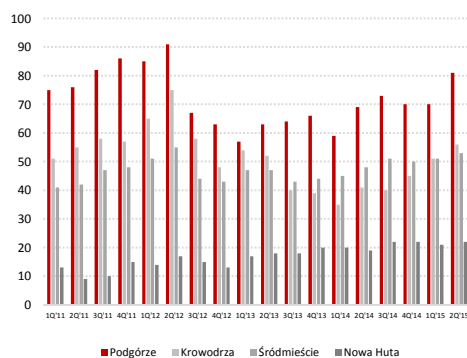
Źródło: BDM S.A., REAS

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

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

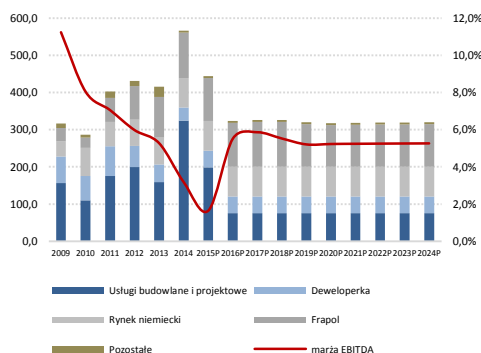
	2013	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P	2015P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	415,5	93,6	125,7	176,0	170,7	566,0	115,9	114,7	115,1	98,6	444,2	78,7	79,5	83,6	81,9	323,6
usługi budowlane i projektowe	159,1	39,8	71,4	110,5	102,3	324,0	49,9	52,2	55,2	40,9	198,3	52,2	55,2	40,9	17,0	75,3
deweloperka	47,3	10,5	7,0	11,0	7,3	35,9	19,1	12,4	6,0	7,4	44,8	12,4	6,0	7,4	14,0	44,8
rynek niemiecki	72,0	12,3	24,2	4,5	38,1	79,1	17,8	19,1	20,1	22,9	79,9	19,1	20,1	22,9	17,8	79,9
Frapol	109,4	28,0	22,7	49,3	22,3	122,3	26,6	29,7	33,0	26,8	116,1	29,7	33,0	26,8	27,4	118,4
pozostałe	27,7	3,0	0,5	0,7	0,6	4,8	2,6	1,3	0,7	0,6	5,2	1,3	0,7	0,6	2,6	5,2
EBITDA	21,9	4,3	4,9	9,5	-0,7	17,9	6,8	-1,4	1,0	0,9	7,3	2,6	5,0	4,6	5,6	17,8
EBIT*	19,3	3,6	4,3	8,8	-1,7	15,0	6,1	-2,2	0,3	0,2	4,3	1,8	4,2	3,9	4,8	14,8
usługi budowlane i projektowe	0,4	1,9	0,4	3,0	-6,3	-1,0	-1,5	-8,6	-3,4	-3,5	-17,0	-2,6	0,0	0,1	0,1	-2,4
deweloperka	12,5	2,6	1,3	2,6	1,2	7,6	6,0	3,9	1,2	1,3	12,4	2,8	2,2	1,4	2,6	9,0
rynek niemiecki	3,4	0,6	1,1	0,4	2,2	4,3	1,2	1,5	1,0	1,1	4,9	0,8	0,9	0,9	0,9	3,5
Frapol	4,2	0,4	0,1	3,2	1,2	4,9	0,9	1,2	1,5	1,2	4,8	0,8	1,2	1,5	1,2	4,7
pozostałe	-1,1	-1,8	1,4	-0,4	0,0	-0,9	-0,6	-0,2	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	19,4	4,2	4,3	8,8	-1,8	15,5	6,3	-2,3	0,2	-0,1	4,1	1,7	4,1	3,8	4,7	14,2
Zysk (strata) netto	13,4	3,4	3,1	6,3	-3,0	9,8	4,0	-1,7	0,0	-0,3	2,1	1,3	3,0	2,9	3,6	10,8
Marża EBITDA	5,3%	4,5%	3,9%	5,4%	-0,4%	3,2%	5,9%	-1,2%	0,9%	0,9%	1,6%	3,3%	6,3%	5,5%	6,9%	5,5%
Marża EBIT	4,6%	3,9%	3,4%	5,0%	-1,0%	2,6%	5,3%	-1,9%	0,2%	0,2%	1,0%	2,3%	5,3%	4,7%	5,9%	4,6%
Marża zysku netto	3,2%	3,6%	2,5%	3,6%	-1,8%	1,7%	3,5%	-1,4%	0,0%	-0,3%	0,5%	1,7%	3,7%	3,4%	4,4%	3,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, *uwzględnia saldo pozostałej działalności operacyjnej (szacunkowo)

Kontrakty energetyczne pozyskane w 2013 roku (dla EdF i Enei), które miały rozwinąć kompetencje spółki w generalnym wykonawstwie, przyniosły ostatecznie szereg trudności i wygenerowały straty widoczne w segmencie budowlanym. Spółka podaje, że będą one zrealizowane mimo wszystko w założonych terminach (do 3-4Q'15). Zakładamy, że mogą one jeszcze obciążyć wyniki w 2H'15 (w 1Q'16 przyjmujemy jeszcze w budowlance koszty restrukturyzacji), jednocześnie nie spodziewamy się, by całoroczny skonsolidowany wynik netto spółki znacząco odbiegał od wyniku po 1H'15 (straty w krajowym budownictwie powinny być zrekomensowane przez deweloperkę, Frapol i rynek niemiecki).

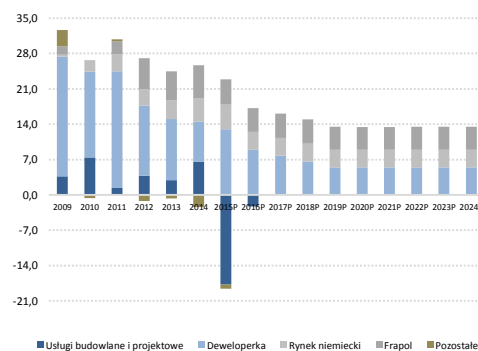
Spodziewamy się, że w 2015 roku spółka odnotuje najniższy EBIT od 2006 roku. W kolejnych latach spodziewamy się powrotu do raportowania dwucyfrowego wyniku, przy czym w długim terminie przyjmujemy lekką tendencję zniżkową (spadek ponadprzeciętnej rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży). Ekspozycja na budownictwo w Polsce jest już w trakcie mocnego ograniczania (w 2014 roku przychody w tym obszarze wyniosły >300 mln PLN, tymczasem na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała tylko jeden istotny kontrakt - o wartości 27 mln PLN). W 2016 roku wyniki powinny być oparte o segment deweloperski (rozliczenie projektu Sołtysowska, licząc po kosztach budowy, o wartości 77 mln PLN: w 4Q'15/1Q'16 zostaną ukończone 3 budynki, w 4Q'16 kolejne 4), Frapol (systemy klimatyzacyjne) oraz działalność podwykonawczą na rynku niemieckim. Spółka ma obecnie niewielkie zadłużenie netto - jednocześnie stopniowo powinien wracać zaangażowany kapitał obrotowy w ostatnich kwartałach w budowlankę.

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	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	286,2	402,6	430,7	415,5	566,0	444,2	323,6	326,0	326,0	320,0	317,7	318,2	318,8	319,4	319,9
zmiana r/r	-9,6%	40,7%	7,0%	-3,5%	36,2%	-21,5%	-27,2%	0,7%	0,0%	-1,9%	-0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	43,1	49,8	48,6	48,8	50,3	27,6	36,0	37,5	36,6	35,3	35,4	35,8	36,1	36,4	36,8
rentowność	15,1%	12,4%	11,3%	11,7%	8,9%	6,2%	11,1%	11,5%	11,2%	11,0%	11,2%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%
Zysk na sprzedaży	26,1	30,8	25,9	23,7	23,3	4,3	14,9	16,1	14,9	13,5	13,4	13,5	13,5	13,5	13,5
rentowność	9,1%	7,7%	6,0%	5,7%	4,1%	1,0%	4,6%	4,9%	4,6%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
EBIT	20,5	26,0	23,3	19,3	15,0	4,3	14,8	16,0	14,8	13,4	13,3	13,3	13,3	13,3	13,4
rentowność	7,2%	6,5%	5,4%	4,6%	2,6%	1,0%	4,6%	4,9%	4,5%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
EBITDA	23,0	28,4	25,7	21,9	17,9	7,3	17,8	19,1	18,0	16,6	16,6	16,7	16,7	16,8	16,8
rentowność	8,0%	7,0%	6,0%	5,3%	3,2%	1,6%	5,5%	5,9%	5,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%
Usługi budowlane i projektowe	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	110,3	175,6	199,6	159,1	324,0	198,3	75,3	75,3	75,3	75,3	75,3	75,3	75,3	75,3	75,3
zmiana r/r	-29,5%	59,3%	13,7%	-20,3%	103,6%	-38,8%	-62,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	7,4	1,5	3,8	2,9	6,5	-17,7	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rentowność	6,7%	0,8%	1,9%	1,8%	2,0%	-8,9%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Deweloperka	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	65,1	79,6	56,2	47,3	35,9	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
zmiana r/r	-8,7%	22,3%	-29,4%	-15,9%	-24,1%	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	17,0	23,0	13,9	12,1	8,0	13,0	9,0	7,8	6,6	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
rentowność	26,2%	28,9%	24,7%	25,5%	22,2%	29,0%	20,0%	17,4%	14,8%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Rynek niemiecki	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	75,4	65,4	70,8	72,0	79,1	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9	79,9
zmiana r/r	81,2%	-13,3%	8,3%	1,6%	9,8%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	2,3	3,3	3,2	3,7	4,6	4,9	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
rentowność	3,0%	5,1%	4,5%	5,2%	5,8%	6,1%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Frapol	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	28,0	64,6	90,7	109,4	122,3	116,1	118,4	120,7	120,7	114,7	112,4	113,0	113,5	114,1	114,7
zmiana r/r	-20,5%	130,6%	40,5%	20,5%	11,8%	-5,1%	2,0%	2,0%	0,0%	-5,0%	-2,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zysk na sprzedaży	-0,1	2,6	6,2	5,7	6,6	5,0	4,7	4,8	4,8	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6
rentowność	-0,3%	4,1%	6,8%	5,2%	5,4%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Pozostałe	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	7,4	17,4	13,2	27,7	4,8	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
zmiana r/r	-38,5%	133,3%	-23,8%	109,4%	-82,6%	7,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	-0,5	0,4	-1,2	-0,7	-2,4	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rentowność	-7,3%	2,2%	-9,1%	-2,6%	-49,5%	-16,1%	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, zysk na sprzedaży = oczyszczony EBIT (bez salda pozostałej działalności operacyjnej)

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	86,1	106,6	108,1	109,0	109,7	110,3	110,7	111,0	111,2	111,4	111,5	111,5
Wartości niematerialne i prawne	6,1	6,3	5,9	5,9	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,6	5,6
Rzeczowe aktywa trwałe	34,3	37,7	37,7	38,6	39,4	40,0	40,4	40,7	41,0	41,2	41,3	41,3
Nieruchomości inwestycyjne	36,6	53,7	55,6	55,6	55,6	55,6	55,6	55,6	55,6	55,6	55,6	55,6
Pozostałe aktywa trwałe	9,2	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Aktywa obrotowe	243,7	293,9	265,4	226,9	234,2	236,2	234,1	239,4	245,5	251,8	258,2	264,8
Zapasy	74,2	79,9	78,9	78,1	78,3	78,3	78,0	77,9	77,9	77,9	78,0	78,0
Należności krótkoterminowe	93,7	168,9	161,7	103,6	104,3	104,3	102,4	101,7	101,9	102,0	102,2	102,4
Inwestycje krótkoterminowe	74,6	44,3	24,1	44,3	50,8	52,8	52,9	59,0	65,0	71,0	77,2	83,6
- środki pieniężne	52,5	40,2	24,1	44,3	50,8	52,8	52,9	59,0	65,0	71,0	77,2	83,6
- pozostałe aktywa finansowe	22,1	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa obrotowe	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktywa razem	329,9	400,5	373,5	335,8	343,9	346,5	344,8	350,4	356,7	363,2	369,7	376,3
Kapitał (fundusz) własny	188,6	196,4	198,5	208,3	218,3	227,3	232,2	237,7	243,2	248,7	254,3	260,0
Kapitał mniejszości	5,0	5,8	6,6	7,4	8,2	9,0	9,8	10,5	11,2	12,0	12,7	13,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	136,3	198,3	168,4	120,1	117,4	110,2	102,8	102,2	102,3	102,5	102,6	102,8
Rezerwy na zobowiązania	16,2	21,3	24,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Zobowiązania długoterminowe	7,0	6,0	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	7,0	6,0	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	102,0	162,2	131,7	94,4	94,7	87,4	80,0	79,5	79,6	79,7	79,9	80,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	4,5	20,8	20,7	13,5	13,2	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	329,9	400,5	373,5	335,8	343,9	346,5	344,8	350,4	356,7	363,2	369,7	376,3

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	415,5	566,0	444,2	323,6	326,0	326,0	320,0	317,7	318,2	318,8	319,4	319,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	366,8	515,7	416,6	287,7	288,5	289,4	284,7	282,2	282,5	282,7	282,9	283,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	48,8	50,3	27,6	36,0	37,5	36,6	35,3	35,4	35,8	36,1	36,4	36,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	25,0	27,1	23,3	21,0	21,3	21,6	21,8	22,0	22,3	22,6	22,9	23,3
Zysk (strata) na sprzedaży	23,7	23,3	4,3	14,9	16,1	14,9	13,5	13,4	13,5	13,5	13,5	13,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-4,4	-8,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	21,9	17,9	7,3	17,8	19,1	18,0	16,6	16,6	16,7	16,7	16,8	16,8
EBIT	19,3	15,0	4,3	14,8	16,0	14,8	13,4	13,3	13,3	13,3	13,3	13,4
Saldo działalności finansowej	0,1	0,5	-0,2	-0,6	0,0	0,3	0,7	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4
Zysk (strata) brutto	19,4	15,5	4,1	14,2	15,9	15,1	14,1	14,2	14,3	14,5	14,6	14,8
Zysk (strata) netto mniejszości	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Zysk (strata) netto*	13,4	9,8	2,1	10,8	12,2	11,5	10,7	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	48,7	-21,3	-12,3	32,7	15,7	15,0	14,5	14,0	13,7	13,8	13,8	13,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,7	-3,0	0,1	-3,3	-3,0	-2,8	-2,7	-2,6	-2,4	-2,2	-2,1	-1,9
Przepływy z działalności finansowej	-3,5	12,1	-3,9	-9,2	-6,2	-10,2	-11,8	-5,3	-5,4	-5,4	-5,5	-5,6
Przepływy pieniężne netto	37,5	-12,3	-16,1	20,2	6,5	2,0	0,1	6,1	6,0	6,1	6,2	6,3
Środki pieniężne na początek okresu	15,0	52,5	40,2	24,1	44,3	50,8	52,8	52,9	59,0	65,0	71,0	77,2
Środki pieniężne na koniec okresu	52,5	40,2	24,1	44,3	50,8	52,8	52,9	59,0	65,0	71,0	77,2	83,6

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	36,2%	-21,5%	-27,2%	0,7%	0,0%	-1,9%	-0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBITDA zmiana r/r	-18,0%	-59,6%	145,8%	7,1%	-5,8%	-7,5%	-0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-22,3%	-71,3%	244,3%	8,0%	-7,4%	-9,6%	-0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zysk netto zmiana r/r	-27,1%	-78,6%	414,0%	12,8%	-5,5%	-7,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Marża brutto na sprzedaży	8,9%	6,2%	11,1%	11,5%	11,2%	11,0%	11,2%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%
Marża EBITDA	3,2%	1,6%	5,5%	5,9%	5,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%
Marża EBIT	2,6%	1,0%	4,6%	4,9%	4,5%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża brutto	2,7%	0,9%	4,4%	4,9%	4,6%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%
Marża netto	1,7%	0,5%	3,3%	3,7%	3,5%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%
COGS / przychody	91,1%	93,8%	88,9%	88,5%	88,8%	89,0%	88,8%	88,8%	88,7%	88,6%	88,5%
SG&A / przychody	4,8%	5,2%	6,5%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
SG&A / COGS	5,3%	5,6%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%
ROE	5,0%	1,1%	5,2%	5,6%	5,0%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%
ROA	2,4%	0,6%	3,2%	3,5%	3,3%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Dług	26,8	23,7	16,5	13,2	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	6,7%	6,3%	4,9%	3,8%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	7,2%	6,8%	5,2%	4,0%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	3,2%	-4,0%	-3,8%	-0,1%	2,2%	5,1%	6,7%	7,6%	8,5%	9,4%	10,4%
Dług / kapitał własny	13,6%	11,9%	7,9%	6,0%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-17,5	-0,4	-27,9	-37,6	-46,9	-52,9	-59,0	-65,0	-71,0	-77,2	-83,6
Dług netto / kapitał własny	-8,9%	-0,2%	-13,4%	-17,2%	-20,6%	-22,8%	-24,8%	-26,7%	-28,6%	-30,4%	-32,1%
Dług netto / EBITDA	-1,0	-0,1	-1,6	-2,0	-2,6	-3,2	-3,6	-3,9	-4,3	-4,6	-5,0
Dług netto / EBIT	-1,2	-0,1	-1,9	-2,4	-3,2	-4,0	-4,4	-4,9	-5,3	-5,8	-6,3
EV	64,8	81,9	54,5	44,7	35,4	29,5	23,3	17,4	11,3	5,1	-1,2
Dług / EV	41,3%	28,9%	30,2%	29,5%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,1%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	213,5%	155,2%	127,8%	125,1%	117,0%	112,7%	109,3%	106,3%	104,4%	102,7%	101,2%
Amortyzacja / Przychody	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	4,7%	3,9%	-5,9%	0,1%	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,9%	-14,1%	15,7%	12,6%	-	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	8,4	39,3	7,6	6,8	7,2	7,7	7,6	7,6	7,5	7,4	7,3
P/BV*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	6,5	16,3	6,0	5,4	5,6	5,9	5,8	5,8	5,7	5,7	5,6
EV/EBITDA*	3,6	11,3	3,1	2,3	2,0	1,8	1,4	1,0	0,7	0,3	-0,1
EV/EBIT*	4,3	19,1	3,7	2,8	2,4	2,2	1,8	1,3	0,8	0,4	-0,1
EV/S*	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
BVPS	27,0	27,2	28,6	30,0	31,2	31,9	32,6	33,4	34,1	34,9	35,7
EPS	1,3	0,3	1,5	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
CEPS	1,7	0,7	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
FCFPS	1,6	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	0,0	0,0	0,0
DPS	0,20	0,00	0,14	0,30	0,33	0,79	0,73	0,74	0,75	0,75	0,76
Payout ratio	10,9%	0,0%	47,7%	20,0%	20,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 11,3 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, handel

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	18,6	Kupuj	22,9	19.10.2015	11,3	51 475
Kupuj	22,9	-	-	5.08.2014	16,0	50 807

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	2	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

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

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 19.10.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.08.2015 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 podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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 19.10.2015 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.