



Dom Maklerski BDM S.A.

ELEKTROBUDOWA

RAPORT ANALITYCZNY

Akcje Elektrobudowy były w 2015 roku jedną z najlepszych inwestycji w sektorze budowlanym, ze względu na wysoką dynamikę przyrostu wyników. Zakładamy, że w 2016 roku trudno będzie jednak o powtórzenie tegorocznych przychodów (niższy backlog), natomiast przyniesie on kontynuację wzrostu rentowności spółki oraz dalszą konwersję zrealizowanych kontraktów na gotówkę. Spółka powinna też wrócić do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami (zakładamy DPS'16 na poziomie 6,0 PLN, przy czym dostrzegamy przestrzeń do większej wypłaty). Zwracamy przy tym uwagę, że klientami spółki są głównie państwowe spółki energetyczne (wytworzenie i PSE). Przez poprzednie dwa lata widać było wyraźne realne ożywienie w inwestycjach w ich obszarze. Ostatnie zmiany kadrowe jak i możliwe zmiany strukturalne mogą wpłynąć na plany inwestycyjne tych podmiotów (m.in. weryfikacja dotychczasowych inwestycji, potencjalna konieczność sfinansowania restrukturyzacji kopalń). Na bazie naszych nowych prognoz podnosimy wycenę z 138,8 PLN do 147,8 PLN. Jednak potencjał wzrostu kursu obecnie jest naszym zdaniem umiarkowany, co skłania nas do zmiany zalecenia z Kupuj na Trzymaj.

Elektrobudowa pokazała bardzo dobre wyniki z 1-3Q'15 (2x wzrost EBITDA r/r, cash flow operacyjny YTD: +73 mln PLN). Po wynikach 3Q'15 spółka podwyższyła prognozę zysku netto na 2015 rok z 45,0 mln PLN do 59,5 mln PLN. Na początku grudnia zarząd poinformował natomiast o 11,8 mln PLN kary naliczonej przez PSE. Uważamy, że prognoza zarządu miała pewne poduszki bezpieczeństwa i mimo konieczności zawiązania rezerwy uda się z ostatecznym wynikiem zmieścić w widełkach do -10% odchylenia.

W 2015 roku, po trzech relatywnie słabych latach, spółka powinna więc wypracować zysk netto zbliżony do rekordowych lat 2008-09 (maksimum 60 mln PLN). Wyraźnej poprawie ulega także pozycja gotówkowa. Przy czym spółka ma nadal relatywnie duże zaangażowanie w kapitał obrotowy na kontraktach dla PSE (m.in. 133 mln PLN niezafakturowanych należności na Byczynie).

Po 3Q'15 backlog spółki to 1,45 mld PLN (analogicznie rok temu wynosił 1,69 mld PLN). 2015 rok pod względem przychodów będzie w takiej sytuacji trudny do powtórzenia. Dostrzegamy natomiast szansę na poprawę rentowności (w 1-3Q'15 segment przemysłu odnotował 7,3 mln PLN straty EBIT, w 4Q'15 pojawi się rezerwa na 12 mln PLN w segmencie dystrybucji) oraz dalszy spływ gotówki (finalizacja kontraktu na EC Tychy, kamień milowy na stacji Byczyna). Przy obecnym kursie i naszych prognozach P/E'16=11,5x, EV/EBITDA'16=6,7x, div yield=4,4% (przy DPS=6,0 PLN).

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 147,8 PLN

9 GRUDZIEŃ 2015

Wycena DCF [PLN]	150,2
Wycena porównawcza [PLN]	142,3
Wycena końcowa [PLN]	147,8
Potencjał do wzrostu / spadku	8,7%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	136,0
Kapitalizacja [mln PLN]	645,7
Ilość akcji [mln szt.]	4,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	158,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	128,4

Stopa zwrotu za 3 mc	-11,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	2,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	22,5%

Struktura akcjonariatu:	
OFE Aviva	12,7%
ING OFE	10,0%
OFE PZU	9,6%
AXA OFE	9,4%
Bankowy OFE	7,6%
Allianz OFE	6,3%
MetLife OFE	6,1%
Generali OFE	5,1%
Pozostali	33,3%

Krzysztof Pado

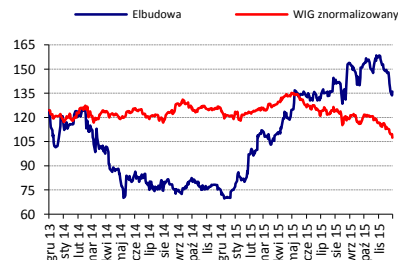
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	905,6	1 108,3	1 209,1	1 091,8	1 093,1	1 128,6
EBITDA [mln PLN]	38,8	49,3	82,5	82,5	82,0	82,5
EBIT [mln PLN]	24,7	35,7	67,7	67,6	66,8	67,2
Zysk netto [mln PLN]	17,2	27,3	54,2	55,9	55,9	56,5
P/BV	2,0	1,9	1,6	1,5	1,5	1,4
P/E	37,5	23,6	11,9	11,5	11,6	11,4
EV/EBITDA	14,7	14,0	7,3	6,7	6,5	6,4
EV/EBIT	23,1	19,3	8,9	8,1	8,0	7,8



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	6
PORTFEL ZLECEŃ.....	7
BILANS SPÓŁKI	9
WYNIKI FINANSOWE ZA OSTATNIE OKRESY.....	9
PROGNOZY WYNIKÓW	10
DANE FINANSOWE	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Elektrobudowa opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 142,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 150,2 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 147,8 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	150,2
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	142,3
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		147,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2015 roku spółka wypracowała wynik netto o kilka mln PLN poniżej podwyższonej oficjalnej prognozy zarządu (54,2 mln PLN vs 59,5 mln PLN), ze względu na konieczność zawiązania blisko 12 mln PLN rezerwy na karę na kontrakt dotyczący stacji Słupsk dla PSE. Zarząd w komunikacie dotyczącym kary zaznaczył, że nie będzie ona miała znaczącego wpływu na realizację prognoz, co odczytujemy jako brak konieczności jej korekty (odchylenie o -/+10%). Przy tym podnieśliśmy nasze prognozy względem poprzedniej rekomendacji, w której przyjmowaliśmy 44,7 mln PLN zysku netto.
- Poziom marży EBITDA w roku 2015 estymujemy na 6,8% (vs 4,4% w 2014). W latach 2016-24 zakładamy ją na poziomie 7-7,6%. Wzrost marży w okresie 2016-17 motywujemy przede wszystkim brakiem strat Segmentu Przemysłu (ponad -7 mln PLN EBIT w 1-3Q'15).
- W przypadku kapitału obrotowego zakładamy, że największy wzrost zapotrzebowania nastąpił w 2014 roku ze względu na realizację dużych zleceń dla PSE i Tauronu. Poprawa pojawiła się już w 2015, oczekujemy dalszego zejścia z kapitału obrotowego w 2016 roku (spadek obrotu, zafakturowanie dużych prac na stacji Byczyna). W długim terminie przyjmujemy, że spółka będzie mieć nadwyżkę należności nad zobowiązaniami handlowymi (wraz z saldem rozliczenia umów budowlanych) na poziomie >100 mln PLN.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%;
- Bilansowa wartość udziałów w rosyjskiej spółce Vector wg stanu na 3Q'15 to 14,7 mln PLN –w związku z wyraźną poprawą wyników spółki, uwzględniamy jej wartość w wycenie.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 9.12.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 713,0 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 150,2 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 209,1	1 091,8	1 093,1	1 128,6	1 131,7	1 120,4	1 135,5	1 146,9	1 158,3	1 169,9
EBIT [mln PLN]	67,7	67,6	66,8	67,2	67,0	65,9	66,7	67,0	67,4	67,8
Stopa podatkowa	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,5	12,9	12,7	12,8	12,7	12,5	12,7	12,7	12,8	12,9
NOPLAT [mln PLN]	54,2	54,8	54,1	54,4	54,3	53,4	54,0	54,3	54,6	54,9
Amortyzacja [mln PLN]	14,7	14,9	15,2	15,3	15,2	15,2	15,0	14,9	14,8	14,7
CAPEX [mln PLN]	-13,9	-18,0	-17,5	-16,9	-16,6	-16,0	-15,8	-15,5	-15,2	-14,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	34,6	30,0	-0,3	-4,2	-0,5	1,1	-1,9	-1,5	-1,5	-1,5
FCF [mln PLN]	89,6	81,6	51,5	48,5	52,3	53,6	51,3	52,3	52,8	53,3
DFCF [mln PLN]	89,2	74,5	43,2	37,3	36,9	34,7	30,5	28,5	26,4	24,4
Suma DFCF [mln PLN]	425,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	674,3		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	309,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	734,8									
Dług netto 2014 [mln PLN]	36,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	713,0									
Ilość akcji [mln szt.]	4,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	150,2									
Przychody zmiana r/r	9,1%	-9,7%	0,1%	3,3%	0,3%	-1,0%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	89,6%	-0,1%	-1,3%	0,6%	-0,3%	-1,6%	1,1%	0,6%	0,6%	0,6%
FCF zmiana r/r	-	-8,9%	-36,9%	-5,8%	7,8%	2,5%	-4,3%	1,8%	1,0%	1,0%
Marża EBITDA	6,8%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%
Marża EBIT	5,6%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%
Marża NOPLAT	4,5%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%
CAPEX / Przychody	1,2%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	94,3%	121,0%	114,9%	110,9%	109,2%	105,7%	104,9%	103,6%	102,3%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	-2,9%	-2,7%	0,0%	0,4%	0,0%	-0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-34,4%	25,5%	24,8%	11,9%	17,1%	9,8%	12,6%	13,1%	13,1%	13,1%

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	96,0%	98,2%	99,4%	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	4,0%	1,8%	0,6%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	143,4	149,7	157,5	167,3	180,2	197,8	223,2	263,1	334,9
	0,8	137,3	142,8	149,6	158,0	168,8	183,2	203,4	233,7	284,1
	0,9	131,8	136,6	142,5	149,7	158,9	170,8	187,2	210,7	247,8
	1,0	126,8	131,0	136,1	142,4	150,2	160,2	173,6	192,3	220,5
	1,1	122,1	125,9	130,4	135,8	142,5	151,0	162,1	177,3	199,2
	1,2	117,8	121,2	125,1	129,9	135,7	142,9	152,3	164,7	182,1
	1,3	113,9	116,9	120,4	124,5	129,6	135,8	143,7	154,1	168,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	150,1	157,3	166,4	178,0	193,6	215,3	247,9	302,3	411,1
	4%	137,3	142,8	149,6	158,0	168,8	183,2	203,4	233,7	284,1
	5%	126,8	131,0	136,1	142,4	150,2	160,2	173,6	192,3	220,5
	6%	117,8	121,2	125,1	129,9	135,7	142,9	152,3	164,7	182,1
	7%	110,2	112,9	116,0	119,7	124,1	129,5	136,2	144,9	156,5
	8%	103,6	105,8	108,2	111,1	114,6	118,7	123,7	130,0	138,1
	9%	97,9	99,6	101,6	103,9	106,6	109,8	113,6	118,3	124,2

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%	224,2	212,8	202,7	193,6	185,3	177,8	170,9	164,7	158,9
	4%	199,6	188,0	177,8	168,8	160,7	153,5	147,0	141,1	135,7
	5%	180,2	168,8	158,9	150,2	142,5	135,7	129,6	124,1	119,1
	6%	164,7	153,5	144,0	135,7	128,4	122,0	116,3	111,2	106,6
	7%	151,8	141,1	131,9	124,1	117,2	111,2	105,9	101,2	96,9
	8%	141,1	130,8	122,0	114,6	108,1	102,5	97,5	93,1	89,1
	9%	131,9	122,0	113,7	106,6	100,5	95,2	90,6	86,4	82,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2017 do wybranych spółek budowlanych oraz produkcyjnych o zbliżonym profilu działalności. Dla każdego roku przyjęliśmy równe wagi po 50%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę).

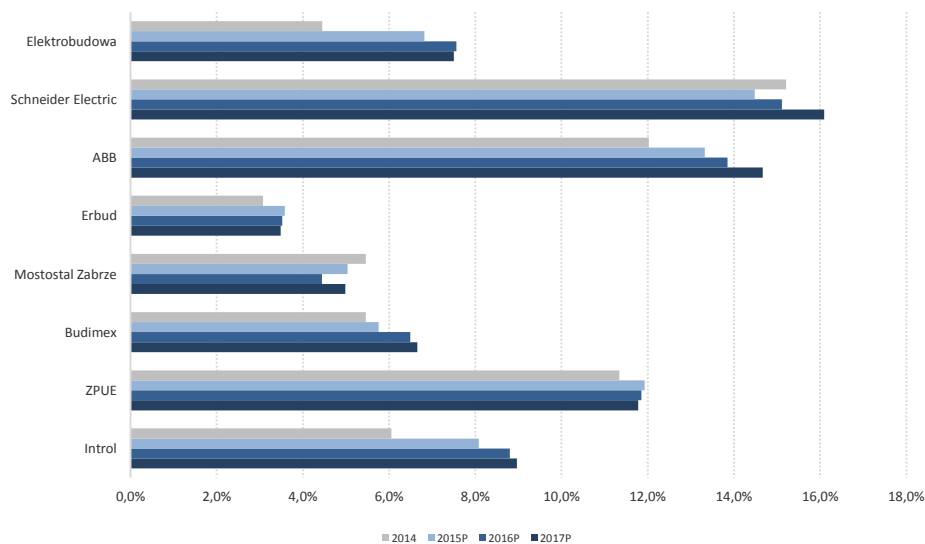
Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 677,8 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 142,8 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Introl	11,1	9,7	8,9	7,8	6,5	5,8
ZPUE	12,4	12,1	11,8	7,6	7,6	7,5
Budimex	23,4	17,2	14,7	9,2	5,8	6,2
Mostostal Zabrze	13,2	16,1	11,2	5,2	6,1	5,0
Erbud	10,5	11,7	10,6	4,8	4,6	4,1
ABB	18,1	16,6	14,8	9,3	8,8	8,0
Schneider Electric	15,4	14,1	13,2	9,8	9,2	8,2
Mediana	13,2	14,1	11,8	7,8	6,5	6,2
Elbudowa	11,9	11,5	11,6	7,3	6,7	6,5
Premia/dyskonto dla Elbudowy	-9,8%	-18,3%	-1,8%	-6,5%	2,7%	4,2%
Wycena wg wskaźnika	150,9	166,4	138,4	144,7	132,9	131,5
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		152,4			132,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	142,3					

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

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

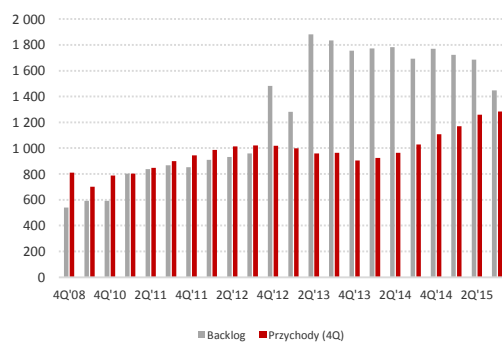
PORTFEL ZLECEŃ

Znaczące kontrakty pozyskane od 2011 roku [mln PLN]

Zawarcie umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto	Termin zakończenia
2015-11-17	Ciech	Budowa zespołu obiektów w ramach projektu "Instalacja filtracji zawiesiny wapna posodowego"	37	2016-07
2015-07-01	PSE	Modernizacja stacji 220/110 kV Konin	114	2020-07
2015-06-30	Polimex	Dostawy i montaż rozdzielnic 10 kV i 6 kV (bloki 5 i 6 w Elektrowni Opole)	22	2019-06
2015-02-05	Areva	Aneks - wykonanie montażu instalacji elektrycznych oraz udział w rozruchu elektrowni atomowej Olkuto 3	99	2016-07
2014-12-29	KGHM	Modernizacja rozdzielni 6kV GSE w Hucie Miedzi Głogów	36	2016-11
2014-12-23	Emerson Process	Dostawa systemów elektrycznych (Elektrownia Jaworzno III)	183	2019-03
2014-11-04	PGE	Farma Wiatrowo Resko Etap II - roboty projektowe i budowlane związane z wykonaniem linii kablowych SN oraz Stacji Abonenckiej	27	2016-02
2014-10-13	EdF	Zaprojektowanie i budowa nowej kotłowni szczytowej w EdF Oddział w Krakowie	56	2016-12
2014-03-11	EdF	Wykonanie modernizacji rozdzielni w EC Gdańsk i Wrocław	15	2015-05
2014-04-17	Babcock Noell	Dostawa, montaż i uruchomienie produktów dla bloków 4, 5 i 6 w Elektrowni Turów	32	2016-04
2013-06-09	Anwil	Modernizacja zasilania elektrolizerów - część energetyczna	19	2014-11
2013-06-20	Tauron	Budowa nowego bloku ciepłowniczego w Tychach	593	2016-06
2013-05-28	Orlen	Zaprojektowanie, dostawy, roboty i rozruch obiektów infrastruktury dla instalacji IOS	74	2015-12
2013-03-04	PSE	Rozbudowa i modernizacja stacji Byczyna wraz z wprowadzeniem linii 400 kV	215	2016-12
2013-03-04	PSE	Rozbudowa i modernizacja stacji 220/110 kV Skawina wraz z wprowadzeniem linii 2x2x400 kV	224	2017-12
2013-02-07	Areva	Aneks do umowy na prace w elektrowni atomowej Olkuto 3	115	2013-12
2012-10-16	Orlen	Prace w ramach budowy instalacji SCR/EF	78	2016-06
2012-09-28	Orlen	Przygotowanie terenu pod budowę IOS	31	2013-04
2012-08-06	PSE	Rozbudowa stacji 400/110 kV Słupsk – Etap I i II	59	2013-07*
2012-04-16	PSE	Budowa stacji elektroenergetycznej 400 kV Łomża	48	2014-09*
2011-09-22	Emerson Process	Modernizacja systemu sterowania i nadzoru wraz z układem elektrycznym bloków 7-12 w PGE Bełchatów	59	2016-12
2011-07-13	PK w Poznaniu	Budowa zajezdni tramwajowej Franowo w Poznaniu	101	2013-07*
2011-06-11	Orlen	Wykonania robót w branży elektrycznej i PiA w ramach przebudowa bloków wodnych rafinerijnych	14	2011-11
2011-03-15	Rafako	Dostawa, montaż i uruchomienie branży elektrycznej przeznaczonej dla IOS w PGE Bełchatów	28	2012-06
2011-03-09	KGHM	Budowa bloków gazowo-parowych w Polkowicach oraz w Głogowie	109	2012-12
2011-02-09	Okrąglik Development	Przebudowa i rewitalizacja budynku handlowego i biurowego w Poznaniu	45	2012-03

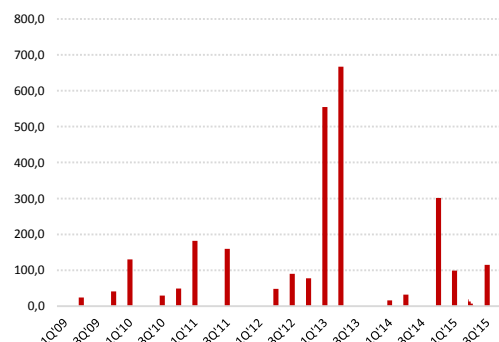
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka, *pierwotne harmonogramy

Portfel zleceń vs przychody narastająco (4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka

Znaczące umowy pozyskane w danym okresie [mln PLN]*



Źródło: BDM S.A., spółka, *na bazie raportów bieżących spółki

Portfel zamówień spółki po 3Q'14 wynosił blisko 1,45 mld PLN. Na przestrzeni ostatnich kwartałów Elektrobudowa nie podpisała zbyt wielu znaczących umów (największy pozyskany w tym roku kontrakt to stacja Konin za 114 mln PLN), co przekłada się na systematyczny spadek portfela. Nadal przekracza on jednak wyraźnie roczne przychody.

Największym kontraktem w portfolio spółki pozostaje budowa Elektrociepłowni w Tychach dla Tauronu. Projekt ten ma pewne wyprzedzenie w stosunku do harmonogramu rzeczowego, nie można wykluczyć, że wpłynie to na wypracowanie lepszej niż pierwotnie zakładano marży.

W połowie 2016 roku wygasa aneks do umowy na prace przy elektrowni Olkiluoto 3.

Dla PSE spółka obecnie przede wszystkim dwa duże kontrakty. Kontrakt w Byczynie jest już za połowę swojego harmonogramu czasowego, natomiast Skawina osiągnie taki status pod koniec roku. Perturbacje związane z ochroną środowiska przechodziła stacja Byczyna. Decyzje administracyjne pozwoliły ostatecznie realizować dalsze prace. Obecnie spółka ma aż 133 mln PLN niezafakturowanych należności z tego kontraktu (215 mln PLN to cała wartość kontraktu). Konieczna jest zmiana harmonogramu (zwracamy uwagę, że powinien on być dostosowany do realizacji nowego bloku energetycznego w Jaworznie). Spodziewamy się, że duże faktury mogłyby być rozliczone w 2016 roku. Inwestycja w Skawinie realizowana jest zgodnie z harmonogramem.

Na ukończonym w 4Q'15 kontrakcie na stację Słupski dla PSE, inwestor naliczył spółce 11,8 mln PLN kary umownej. Zdaniem spółki powstałe opóźnienia nie leżą wyłącznie po stronie spółki, a związane są z brakiem wyłączeń, zmianami w dokumentacji wykonawczej, opóźnieniami w odbiorach zgłoszonych części elementów.

Z kontraktów segmentu przemysłu nierozliczona do końca pozostaje zajezdnia Franowo w Poznaniu. Kontrakt był realizowany wraz z ZUE (które było liderem konsorcjum). Zajezdnia oficjalnie została otwarta w maju 2014. Wartość sporu wynosi 20 mln PLN netto (ok 20% wartości kontraktu, które miało być rozliczone po formalnym odbiorze końcowym całej inwestycji). W lutym 2015 spółka wypowiedziała umowę konsorcjum (czego ZUE nie uznało) w celu dochodzenia bezpośrednio od inwestora zapłaty wynagrodzenia.

BILANS SPÓŁKI

Bilans – główne pozycje [mln PLN]

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Q'14	3Q'15
Aktywa trwałe	131,0	187,1	167,7	197,8	199,5	174,5	175,1	187,4
Wartości niematerialne i prawne	26,3	26,5	30,7	37,7	40,8	41,2	41,4	41,5
Rzeczowe aktywa trwałe	61,4	85,5	86,2	89,4	87,5	88,3	87,3	89,9
Pozostałe	43,3	75,2	50,8	70,6	71,2	45,0	46,3	56,0
Aktywa obrotowe	343,0	392,3	490,6	494,1	576,1	737,3	649,4	774,7
Zapasy	5,3	25,8	57,2	49,5	57,9	50,4	63,9	72,2
Należności i rozliczenie umów	226,8	315,3	390,7	391,1	405,0	615,0	512,6	619,7
Inwestycje krótkoterminowe	108,3	47,7	38,4	45,7	81,0	62,3	55,4	73,0
- w tym gotówka	108,0	47,5	38,4	45,2	80,5	62,2	54,9	72,8
Pozostałe	2,6	3,4	4,3	7,7	32,1	9,6	17,4	9,7
Aktywa razem	474,0	579,4	658,4	691,8	775,7	911,8	824,4	962,0
Kapitał (fundusz) własny	289,2	320,0	320,9	318,1	325,6	338,0	329,8	381,5
Udziały mniejszości	0,0	0,2	0,5	0,8	1,1	0,2	0,4	0,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	184,8	259,2	336,9	373,0	448,9	573,6	494,3	580,5
Rezerwy na zobowiązania	3,1	7,9	9,7	12,0	12,5	10,4	8,2	11,2
Zobowiązania handlowe i inne	181,6	251,3	327,2	349,7	430,4	457,4	432,5	517,1
Zadłużenie %	0,1	0,0	0,0	11,2	6,0	105,7	53,6	52,2
Pasywa razem	474,0	579,4	658,4	691,8	775,7	911,8	824,4	962,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wejście w realizację dużych kontraktów w formule generalnego wykonawstwa (o wartości jednostkowej >200 mln PLN) zmieniło znacząco układ bilansu spółki.

Od 4Q'13 dynamicznie zaczęła rosnąć pozycja „należnych kwot z tytułu umów budowlanych” (niezafakturowane rozliczenie wykonanych robót budowlanych), co wiążemy z postępowaniem prac na dużych zleceniach (PSE, EC Tychy)

Zwracamy uwagę, że na EC Tychy spółka dostała znaczącą zaliczkę.

Kontrakty dla PSE są natomiast rozliczane wg kamieni milowych (których częstotliwość jest niższa na typowych kontraktach – spółka wystawia faktury za duże etapy zlecenia). Zwracamy uwagę, że sposób finansowania dużych kontraktów przez PSE może być nie do utrzymania w długim terminie lub doprowadzi do wykruszenia się konkurencji – większość spółek z branży ma słabe kapitały.

W 3Q'15 dynamicznie przyrosły należności, co związane jest ze sporym fakturowaniem prac.

Bilans – szczegółowe pozycje dotyczące kapitału obrotowego [mln PLN]

	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15
Backlog	837	867	852	909	931	960	1 483	1 282	1 881	1 834	1 754	1 774	1 784	1 694	1 770	1 722	1 687	1 446
Przychody	227	240	333	185	256	247	330	167	216	252	271	184	258	314	352	246	347	340
Przychody (4Q)	847	899	945	985	1 014	1 021	1 018	1 000	960	964	906	923	965	1 028	1 108	1 170	1 259	1 284
Należności krótkoterminowe	206	209	290	191	208	222	270	192	258	264	245	178	230	231	340	304	257	382
Zobowiązania handlowe	209	188	275	195	242	215	278	177	204	291	338	300	343	352	358	324	322	349
- w tym zaliczki na dostawy	11	b.d.	7	b.d.	9	b.d.	8	b.d.	3	93	103	b.d.	122	114	89	78	93	68
Saldo zafakturowane (I)	-3	22	16	-5	-34	7	-8	15	54	-27	-93	-122	-114	-120	-18	-20	-65	33
Kwoty należne z tytułu usług	97	97	100	104	120	123	121	106	102	135	160	192	240	282	274	207	226	238
Kwoty zobowiązań z tytułu usług	23	22	24	22	37	36	32	34	44	51	46	41	48	35	57	55	63	98
Saldo rozliczeń umów (II)	74	75	77	82	83	87	89	72	57	84	114	152	192	246	217	153	163	140
Saldo całkowite (I+II) [mln PLN]	71	97	92	77	49	94	82	87	111	57	21	30	78	126	199	133	97	173
Dług netto	-21	-23	-38	-30	-34	-22	-34	-11	6	-54	-74	-78	-15	-1	41	-7	-68	-21
Cykl rotacji [dni]																		
Należności krótkoterminowe	88	84	111	70	74	78	96	69	97	99	97	69	86	81	110	94	74	107
Zobowiązania handlowe	89	75	105	71	86	76	98	64	76	109	134	117	128	123	116	100	92	98
Kwoty należne z tytułu usług	41	39	38	38	43	43	43	38	38	51	64	75	90	99	89	64	65	67
Kwoty zobowiązań z tytułu usług	10	9	9	8	13	13	11	12	17	19	18	16	18	12	19	17	18	27
Cykl konwersji [dni]	30	39	35	28	17	33	29	31	42	21	8	12	29	44	65	41	28	48

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wycena kontraktów długoterminowych* oraz największe pozycje

Wycena [mln PLN]	
Byczyna	132,9
Skawina	17,9
Słupsk	18,1
inne	68,7
suma	237,6

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

*Kwoty należne z tyt. umów budowl.

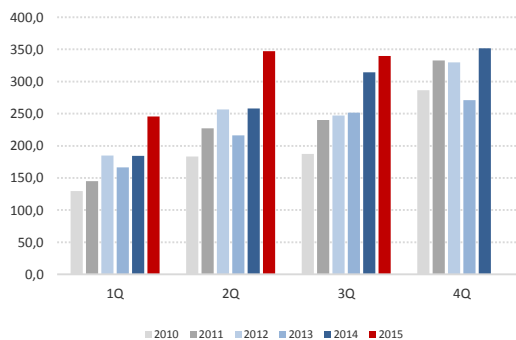
WYNIKI FINANSOWE ZA OSTATNIE OKRESY

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

Wyniki spółki	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	3Q'15
Przychody	184,8	256,4	247,1	329,7	166,5	216,3	251,8	270,9	184,4	257,9	314,5	351,5	245,8	347,1	339,5
Zysk brutto ze sprzedaży	12,4	0,3	20,4	16,8	8,7	7,6	13,7	33,2	5,1	15,8	23,1	29,3	20,8	32,7	27,3
Marża brutto ze sprzedaży	6,7%	0,1%	8,3%	5,1%	5,2%	3,5%	5,4%	12,3%	2,8%	6,1%	7,3%	8,3%	8,5%	9,4%	8,0%
EBITDA	12,7	-5,1	17,8	9,3	7,4	1,7	10,5	19,2	2,7	8,5	21,1	16,9	17,7	25,8	22,5
rentowność	6,9%	-2,0%	7,2%	2,8%	4,4%	0,8%	4,2%	7,1%	1,5%	3,3%	6,7%	4,8%	7,2%	7,4%	6,6%
EBIT	9,5	-8,1	14,8	6,2	3,8	-1,9	6,5	16,3	-0,5	5,0	17,7	13,5	14,1	21,9	18,9
Cash flow operacyjny	-4,5	2,1	14,2	18,9	-20,2	-13,8	70,6	25,2	4,5	-58,9	0,0	-42,1	54,3	62,2	-43,4
Dług netto	-29,7	-33,9	-22,5	-34,0	-10,5	6,1	-53,9	-74,4	-77,6	-14,8	-1,3	40,9	-6,9	-68,0	-20,6
Wytwarzanie energii	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	3Q'15
Przychody	65,5	122,9	113,3	118,3	75,0	90,8	87,5	92,6	79,8	98,8	110,4	147,6	142,9	187,7	206,2
EBITDA	3,4	6,8	6,8	11,5	3,1	6,3	6,2	10,5	4,2	4,4	11,2	9,8	10,2	14,7	11,8*
rentowność	5,2%	5,5%	6,0%	9,7%	4,2%	6,9%	7,1%	11,3%	5,2%	4,5%	10,1%	6,7%	7,1%	7,8%	5,7%
EBIT	2,4	5,8	5,7	10,4	2,1	5,2	5,1	9,5	3,2	3,4	10,3	9,0	9,3	13,6	11,1
Przemysł	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	3Q'15
Przychody	51,8	61,9	66,3	114,4	43,4	51,6	46,5	43,2	31,7	81,4	72,9	49,8	40,2	52,4	34,3
EBITDA	3,1	-18,7	3,6	-10,7	2,4	-12,0	-9,0	-4,3	-8,5	-6,8	-1,7	-5,5	0,6	-3,7	-3,4*
rentowność	6,0%	-30,2%	5,4%	-9,4%	5,5%	-23,3%	-19,4%	-10,0%	-26,8%	-8,4%	-2,4%	-11,0%	1,5%	-7,0%	-9,9%
EBIT	2,7	-19,1	3,1	-11,1	2,0	-12,4	-9,5	-4,7	-8,8	-7,2	-2,0	-5,8	0,4	-4,0	-3,7
Dystrybucja energii	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	3Q'15
Przychody	59,6	59,2	58,1	83,6	39,4	61,2	104,7	119,1	64,4	63,7	119,5	141,9	55,9	95,3	87,0
EBITDA	5,9	4,1	5,6	5,0	1,8	5,5	9,4	9,0	6,8	7,7	9,7	10,1	7,5	12,0	11,5
rentowność	9,9%	6,9%	9,6%	6,0%	4,5%	8,9%	9,0%	7,6%	10,6%	12,1%	8,1%	7,1%	13,4%	12,6%	13,2%
EBIT	5,1	3,5	5,0	4,3	0,6	4,3	8,0	8,3	5,8	6,5	8,4	8,7	6,0	10,4	9,9
Automatyka	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	3Q'15
Przychody	7,3	11,9	8,9	12,9	8,1	12,3	12,8	15,5	8,0	13,6	11,2	11,6	6,2	11,1	11,5
EBITDA	-0,4	1,7	0,8	2,7	-0,6	1,3	1,2	2,6	-1,1	1,7	1,9	1,8	-0,1	1,6	1,5
rentowność	-5,1%	14,3%	8,5%	21,3%	-7,2%	10,4%	9,1%	16,8%	-13,8%	12,3%	16,8%	15,9%	-2,2%	14,4%	13,2%
EBIT	-0,6	1,5	0,5	2,5	-0,8	1,1	0,9	2,4	-1,3	1,4	1,6	1,7	-0,3	1,4	1,3
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	3Q'15
Przychody	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,5	0,5
EBITDA	0,6	1,0	1,1	0,8	0,7	0,6	2,7	1,4	1,4	1,6	0,1	0,6	-0,5	1,1	1,0

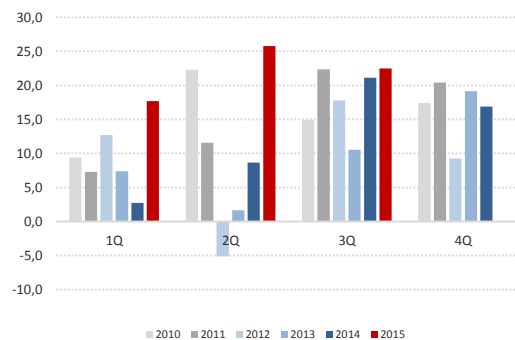
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunkowo - od 3Q'15 spółka raportuje obydwa segmenty łącznie

Przychody kwartalnie [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane za 3Q'2015 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'15 P BDM	odchylenie	3Q'15 konsensus	odchylenie
Przychody	314,5	339,5	8,0%	326,5	4,0%	336,0	1,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	23,1	27,3	18,3%	23,3	17,0%	-	-
EBITDA	21,1	22,5	6,3%	22,2	1,3%	-	-
EBIT	17,7	18,9	6,4%	18,4	2,7%	20,2	-6,5%
Zysk brutto	17,4	19,5	11,9%	17,9	9,2%	-	-
Zysk netto	14,2	16,5	16,2%	14,6	13,0%	15,8	4,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,3%	8,0%		7,1%		-	
Marża EBITDA	6,7%	6,6%		6,8%		-	
Marża EBIT	5,6%	5,6%		5,6%		6,0%	
Marża zysku netto	4,5%	4,8%		4,5%		4,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY WYNIKÓW

Po wynikach 3Q'15 spółka podwyższył prognozę skonsolidowanego zysku netto na 2015 rok z 45,0 mln PLN do 59,5 mln PLN. Na początku grudnia zarząd poinformował natomiast o 11,8 mln PLN kary naliczonej przez PSE. Uważamy, że prognoza zarządu miała pewne poduszki bezpieczeństwa. Zarząd w komunikacie dotyczącym kary zaznaczył, że nie będzie ona miała znaczącego wpływu na realizację prognoz, co odczytujemy jako brak konieczności jej korekty (odchylenie o +/-10%). Spodziewamy się, że w spółka wypracowała wynik netto o kilka mln PLN poniżej podwyższonej oficjalnej prognozy zarządu (54,2 mln PLN vs 59,5 mln PLN). W naszej ostatniej rekomendacji z 28.04.2015 zakładaliśmy, że spółka osiągnie w 2015 roku 1 193 mln PLN przychodów oraz 44,7 mln PLN zysku netto.

W 2015 roku, po trzech relatywnie słabych latach, zysk netto powróci więc w okolice rekordowych lat 2008-09 (maksimum 60 mln PLN). Po 3Q'15 backlog spółki to 1,45 mld PLN (analogicznie rok temu wynosił 1,69 mld PLN). 2015 rok pod względem przychodów będzie w takiej sytuacji trudny do powtórzenia. Dostrzegamy natomiast szansę na poprawę rentowności (w 1-3Q'15 segment przemysłu odnotował 7,3 mln PLN straty EBIT, w 4Q'15 pojawi się rezerwa na 12 mln PLN w segmencie dystrybucji) oraz dalszy spływ gotówki (finalizacja kontraktu na EC Tychy, kamień milowy na stacji Byczyna).

Zwracamy uwagę, że klientami spółki są głównie państwowe spółki energetyczne (wytwarzanie + PSE). Przez ostatnie 2 lata widać było wyraźne realne ożywienie w inwestycjach w ich obszarze, którego spółka wyczekiwała od kilku lat. Ostatnie zmiany kadrowe jak i możliwe zmiany strukturalne (przejmowanie kopalń) mogą wpływać na plany inwestycyjne spółek energetycznych (zmiany harmogramów, cięcia nakładów itp.)

Wyniki skonsolidowane i prognozy [mln PLN]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P BDM	2015P zarząd (nowa)	2015P zarząd (stara)
Przychody [mln PLN]	679,6	811,0	700,9	786,7	945,2	1 018,0	905,6	1 108,3	1 209,1	1 196,9	1 196,9
Zysk netto [mln PLN]	34,7	60,3	54,5	45,1	37,9	22,9	17,2	27,3	54,2	59,5	45,0
Marża netto	5,1%	7,4%	7,8%	5,7%	4,0%	2,2%	1,9%	2,5%	4,5%	5,0%	3,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza 4Q'15

	4Q'14	4Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P*	zmiana r/r	2015P spółka	odchylenie
Przychody ze sprzedaży	351,5	276,6	-21,3%	1 108,3	1 209,1	9,1%	1 196,9	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,3	32,4	10,9%	73,2	113,2	54,6%	-	-
EBITDA	16,9	16,6	-2,1%	49,3	82,5	67,3%	-	-
EBIT	13,5	12,9	-4,7%	35,7	67,7	89,6%	-	-
Zysk (strata) brutto	12,7	13,1	3,0%	33,5	67,4	101,3%	-	-
Zysk (strata) netto	11,0	10,4	-6,1%	27,3	54,2	98,2%	59,5	-9,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,3%	11,7%		6,6%	9,4%		-	
Marża EBITDA	4,8%	6,0%		4,4%	6,8%		-	
Marża EBIT	3,8%	4,6%		3,2%	5,6%		-	
Marża zysku netto	3,1%	3,8%		2,5%	4,5%		5,0%	

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

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego modelu [mln PLN]

	2015P poprzednio	2015P aktualnie	zmiana	2016P poprzednio	2016P aktualnie	zmiana	2017P poprzednio	2017P aktualnie	zmiana
Przychody	1 192,9	1 209,1	1,4%	1 194,3	1 091,8	-8,6%	1 205,2	1 093,1	-9,3%
EBITDA	72,2	82,5	14,2%	75,3	82,5	9,6%	78,4	82,0	4,6%
EBIT	57,5	67,7	17,8%	60,9	67,6	11,1%	64,2	66,8	4,0%
Zysk (strata) netto	44,7	54,2	21,2%	49,0	55,9	14,2%	52,3	55,9	6,9%
Dług netto	-41,8	-51,5	23,3%	-101,3	-102,4	1,1%	-120,2	-120,2	0,0%
Marża EBITDA	6,1%	6,8%		6,3%	7,6%		6,5%	7,5%	
Marża EBIT	4,8%	5,6%		5,1%	6,2%		5,3%	6,1%	
Marża zysku netto	3,7%	4,5%		4,1%	5,1%		4,3%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * porównanie względem rekomendacji z 28.04.2015

Prognozy BDM vs konsensus [mln PLN]

	2015P	2015P	zmiana	2016P	2016P	zmiana	2017P	2017P	zmiana
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 209,1	1 195,5	1,1%	1 091,8	1 184,0	-7,8%	1 093,1	1 212,3	-9,8%
EBITDA	82,5	80,7	2,1%	82,5	85,8	-3,8%	82,0	87,9	-6,7%
EBIT	67,7	66,2	2,4%	67,6	71,5	-5,3%	66,8	73,1	-8,6%
Zysk (strata) netto	54,2	48,0	12,9%	55,9	52,3	6,9%	55,9	54,7	2,2%
Dług netto	-51,5	-23,1	123,4%	-102,4	-83,4	22,7%	-120,2	-110,8	8,5%
Marża EBITDA	6,8%	6,8%		7,6%	7,2%		7,5%	7,3%	
Marża EBIT	5,6%	5,5%		6,2%	6,0%		6,1%	6,0%	
Marża zysku netto	4,5%	4,0%		5,1%	4,4%		5,1%	4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

Wyniki spółki	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	945,2	1 018,0	905,6	1 108,3	1 209,1	1 091,8	1 093,1	1 128,6	1 131,7	1 120,4	1 135,5	1 146,9	1 158,3	1 169,9
Zysk brutto ze sprzedaży	65,9	49,9	63,1	73,2	113,2	90,4	89,6	90,7	90,6	89,3	90,3	90,9	92,1	92,8
Marża brutto ze sprzedaży	7,0%	4,9%	7,0%	6,6%	9,4%	8,3%	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	8,0%	7,9%
EBITDA	61,6	34,6	38,7	49,3	82,5	82,5	82,0	82,5	82,2	81,1	81,7	82,0	82,3	82,5
rentowność	6,5%	3,4%	4,3%	4,4%	6,8%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%
Wytwarzanie energii	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	332,6	419,9	345,7	436,6	684,4	684,4	684,4	718,7	725,9	718,6	725,8	733,0	740,4	747,8
EBITDA	26,8	28,5	26,1	29,6	46,3	41,1	42,8	44,9	45,2	44,6	44,9	45,2	45,5	45,8
rentowność EBITDA	8,1%	6,8%	7,5%	6,8%	6,8%	6,0%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%
Przemysł*	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	356,2	294,4	184,7	235,8	143,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	15,0	-22,8	-23,0	-22,5	-6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rentowność EBITDA	4,2%	-7,7%	-12,4%	-9,6%	-4,5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dystrybucja energii	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	211,7	260,5	324,5	389,4	337,6	362,9	362,9	362,9	359,3	355,7	362,8	366,4	370,1	373,8
EBITDA	13,2	20,6	25,7	34,4	35,0	35,0	32,7	30,8	30,4	29,9	30,1	30,0	30,0	29,9
rentowność EBITDA	6,2%	7,9%	7,9%	8,8%	10,4%	9,7%	9,0%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	8,0%
Automatyka	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	42,6	40,9	48,7	44,4	41,0	42,2	43,5	44,8	44,3	43,9	44,8	45,2	45,7	46,1
EBITDA	3,6	4,8	4,5	4,3	4,9	4,2	4,3	4,5	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6
rentowność EBITDA	8,4%	11,8%	9,2%	9,7%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Pozostałe	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	2,1	2,3	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
EBITDA	3,1	3,5	5,4	3,6	2,7	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
rentowność EBITDA	146,4%	152,3%	282,5%	172,8%	120,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *segment wygaszany (od 3Q'15 kończone kontrakty w sprawozdaniach ujmowane są w Segmencie Wytwarzania)

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	199,5	174,5	176,0	181,2	185,6	189,3	192,8	195,7	198,5	201,1	203,5	205,7
Wartości niematerialne i prawne	40,8	41,2	40,2	39,1	38,2	37,6	37,0	36,5	36,2	35,9	35,7	35,5
Rzeczowe aktywa trwałe	87,5	88,3	88,5	92,7	95,8	98,2	100,1	101,5	102,6	103,4	103,9	104,2
Pozostałe aktywa trwałe	71,2	45,0	47,3	49,4	51,5	53,5	55,6	57,7	59,7	61,8	63,9	65,9
Aktywa obrotowe	576,1	737,3	691,7	655,6	664,1	684,4	689,7	690,5	698,4	699,5	700,7	702,1
Zapasy	57,9	50,4	67,0	67,2	67,3	67,5	67,7	67,9	68,1	68,2	68,4	68,6
Należności krótkoterminowe	405,0	615,0	535,4	468,4	468,9	484,1	485,5	480,6	487,1	492,0	496,9	501,9
Inwestycje krótkoterminowe	81,0	62,3	79,6	110,5	118,2	123,0	126,9	132,3	133,6	129,6	125,7	122,0
- w tym środki pieniężne	80,5	62,2	79,6	110,4	118,2	123,0	126,9	132,3	133,6	129,6	125,7	121,9
Pozostałe aktywa obrotowe	32,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Aktywa razem	775,7	911,8	867,7	836,8	849,7	873,6	882,4	886,2	896,9	900,6	904,2	907,8
Kapitał (fundusz) własny	325,6	338,0	392,2	419,7	442,3	456,9	468,1	475,9	482,1	482,4	482,7	483,1
Kapitał mniejszości	1,1	0,2	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-1,0	-1,4	-1,7	-2,1	-2,5	-3,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	448,9	573,6	475,5	417,4	407,8	417,5	415,3	411,7	416,6	420,3	424,0	427,7
Rezerwy na zobowiązania	12,5	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Zobowiązania długoterminowe	12,3	14,7	14,7	14,7	14,7	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	0,1	1,9	1,9	1,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	399,0	523,9	425,8	367,7	358,2	369,7	367,5	363,9	368,8	372,5	376,2	379,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,9	103,8	33,2	13,2	3,2	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	25,1	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5
Pasywa razem	775,7	911,8	867,7	836,8	849,7	873,6	882,4	886,2	896,9	900,6	904,2	907,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	905,6	1 108	1 209,1	1 091,8	1 093,1	1 128,6	1 131,7	1 120,4	1 135,5	1 146,9	1 158,3	1 169,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	842,4	1 035	1 095,8	1 001,4	1 003,5	1 037,9	1 041,1	1 031,1	1 045,2	1 055,9	1 066,2	1 077,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	63,1	73,2	113,2	90,4	89,6	90,7	90,6	89,3	90,3	90,9	92,1	92,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	21,5	19,9	23,0	20,7	20,8	21,4	21,5	21,3	21,6	21,8	22,6	22,8
Zysk (strata) na sprzedaży	41,7	53,3	90,2	69,6	68,8	69,3	69,1	68,0	68,7	69,1	69,5	70,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-17,0	-17,6	-22,5	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
EBITDA	38,7	49,3	82,5	82,5	82,0	82,5	82,2	81,1	81,7	82,0	82,3	82,5
EBIT	24,7	35,7	67,7	67,6	66,8	67,2	67,0	65,9	66,7	67,0	67,4	67,8
Saldo działalności finansowej	-1,8	-2,2	-2,6	-0,9	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	3,1	0,0	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Zysk (strata) brutto	25,9	33,5	67,4	68,8	68,7	69,4	69,3	68,4	69,1	69,5	69,8	70,2
Zysk (strata) netto mniejszości	0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Zysk (strata) netto*	17,2	27,3	54,2	55,9	55,9	56,5	56,4	55,7	56,3	56,7	57,0	57,3

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	61,9	-96,4	104,8	98,0	68,4	65,2	68,3	68,9	66,6	67,2	67,4	67,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,4	-7,7	-13,6	-17,6	-17,0	-16,4	-16,1	-15,4	-15,2	-14,9	-14,6	-14,3
Przepływy z działalności finansowej	-16,2	85,0	-73,9	-49,6	-43,7	-44,0	-48,4	-48,0	-50,1	-56,3	-56,7	-57,0
Przepływy pieniężne netto	34,3	-19,1	17,4	30,8	7,8	4,8	3,8	5,5	1,3	-4,0	-3,9	-3,7
Środki pieniężne na początek okresu	45,2	80,5	62,2	79,6	110,4	118,2	123,0	126,9	132,3	133,6	129,6	125,7
Środki pieniężne na koniec okresu	80,5	62,2	79,6	110,4	118,2	123,0	126,9	132,3	133,6	129,6	125,7	121,9

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	22,4%	9,1%	-9,7%	0,1%	3,3%	0,3%	-1,0%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	27,3%	67,3%	0,1%	-0,6%	0,6%	-0,3%	-1,4%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	44,7%	89,6%	-0,1%	-1,3%	0,6%	-0,3%	-1,6%	1,1%	0,6%	0,6%	0,6%
Zysk netto zmiana r/r	58,7%	98,2%	3,3%	-0,1%	1,1%	-0,1%	-1,3%	1,1%	0,6%	0,6%	0,6%
Marża brutto na sprzedaży	6,6%	9,4%	8,3%	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	8,0%	7,9%
Marża EBITDA	4,4%	6,8%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%
Marża EBIT	3,2%	5,6%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%
Marża brutto	3,0%	5,6%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%
Marża netto	2,5%	4,5%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%
COGS / przychody	93,4%	90,6%	91,7%	91,8%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,1%	92,0%	92,1%
SG&A / przychody	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%
SG&A / COGS	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
ROE	8,1%	13,8%	13,3%	12,6%	12,4%	12,1%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%	11,9%
ROA	3,0%	6,2%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Dług	105,7	35,0	15,0	5,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	11,6%	4,0%	1,8%	0,6%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	13,1%	4,2%	1,8%	0,6%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-6,2%	-3,9%	-1,4%	-0,2%	0,2%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
Dług / kapitał własny	31,3%	8,9%	3,6%	1,1%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	43,5	-44,6	-95,4	-113,2	-119,9	-126,9	-132,3	-133,6	-129,6	-125,7	-121,9
Dług netto / kapitał własny	12,9%	-11,4%	-22,7%	-25,6%	-26,2%	-27,1%	-27,8%	-27,7%	-26,9%	-26,0%	-25,2%
Dług netto / EBITDA	0,9	-0,5	-1,2	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5
Dług netto / EBIT	1,2	-0,7	-1,4	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8
EV	689,2	601,1	550,3	532,5	525,8	518,8	513,4	512,1	516,1	520,0	523,7
Dług / EV	15,3%	5,8%	2,7%	0,9%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,1%	1,2%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	85,8%	94,3%	121,0%	114,9%	110,9%	109,2%	105,7%	104,9%	103,6%	102,3%	100,9%
Amortyzacja / Przychody	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Zmiana KO / Przychody	12,5%	-2,9%	-2,7%	0,0%	0,4%	0,0%	-0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	68,2%	-34,4%	25,5%	24,8%	11,9%	17,1%	9,8%	12,6%	13,1%	13,1%	13,1%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	23,6	11,9	11,5	11,6	11,4	11,4	11,6	11,5	11,4	11,3	11,3
P/BV*	1,9	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
P/CE*	15,8	9,4	9,1	9,1	9,0	9,0	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0
EV/EBITDA*	14,0	7,3	6,7	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
EV/EBIT*	19,3	8,9	8,1	8,0	7,8	7,7	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7
EV/S*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	71,2	82,6	88,4	93,2	96,2	98,6	100,2	101,5	101,6	101,7	101,8
EPS	5,8	11,4	11,8	11,8	11,9	11,9	11,7	11,9	11,9	12,0	12,1
CEPS	8,6	14,5	14,9	15,0	15,1	15,1	14,9	15,0	15,1	15,1	15,2
FCFPS	10,2	11,0	11,3	10,8	11,0	11,1	11,2	11,3	0,0	0,0	0,0
DPS	2,0	0,0	6,0	7,0	8,8	9,5	10,1	10,6	11,9	11,9	12,0
Payout ratio	55,2%	0,0%	52,6%	59,4%	75,0%	80,0%	85,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 136,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

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

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

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

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

Marek Jurzec

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
Trzymaj	147,8	Kupuj	138,8	09.12.2015	136,0	45 624
Kupuj	138,8	Kupuj	116,5	28.04.2015	117,1	56 908
Kupuj	116,5	Akumuluj	130,0	23.02.2015	99,3	52 793
Akumuluj	130,0	-	-	16.01.2014	118,0	51 246

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	4	24%
Akumuluj	3	18%
Trzymaj	6	35%
Redukuj	3	18%
Sprzedaj	1	6%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

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

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

Słabe i silne 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).

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 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 09.12.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.12.2015 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 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 09.12.2015 roku:

- BDM nie 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.