Dom Maklerski BDM S.A.

WASKO

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ
(RAPORT INICJUJACY)

WYCENA 2,51 PLN

18 GRUDNIA 2015

Wydajemy zalecenie Kupuj i ustalamy cenę docelową na poziomie 2,51 PLN/akcję. Decydujemy się na rozpoczęcie wydawania zaleceń dla Wasko, zwracając uwagę na udaną transformację grupy, w szczególności budowę trzech silnych filarów odpowiedzialnych za wyniki: i) administracja rządowa i samorządowa, ii) przemysł, iii) ochrona zdrowia. Przy naszych założeniach Wasko jest handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 3,8x i 3,7x z perspektywą istotnego dalszego spadku w 2017 roku.

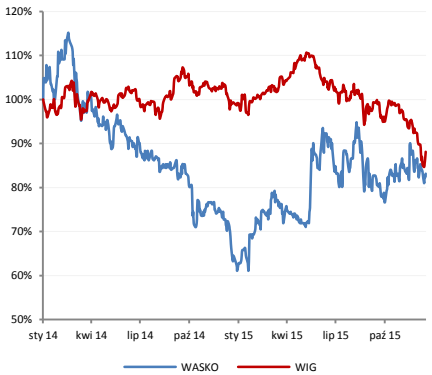
W 2015 roku oczekujemy przychodów na poziomie 448 mln PLN, co oznacza wzrost o 20,2% w relacji r/r. Wpływ na tak wyraźny wzrost obrotów ma finalizacja kontraktów dotyczących budowy sieci szerokopasmowych. Na poziomie wyniku EBITDA i zysku netto również spodziewamy się istotnej poprawy do poziomów odpowiednio 44,8 mln PLN i 23 mln PLN, co oznacza wzrost o 36% i 69,8% r/r. W prognozach na 4Q'15 uwzględniamy możliwość zwiększenia się dotychczasowej rezerwy na spór z GITD (Generalny Inspektorat Transportu Drogowego) o kwotę 3 mln PLN. Natomiast po oczyszczeniu o „one-off" również w przypadku wyniku EBITDA i zysku netto spółka powinna wygenerować wyraźny wzrost - do poziomów odpowiednio 12,6 mln PLN (+2,2% r/r) i 6,9 mln PLN (+9,6% r/r). Uważamy, że na poprawę wyników złoży się kontynuacja wzrostowej ścieżki wynikowej w obszarze przemysłu i poprawa w segmencie ochrony zdrowia (widoczna już w poprzednich kwartałach). Źródłem ewentualnych pozytywnych zaskoczeń może być ostateczne rozliczenie kontraktów światłowodowych.

Nasze założenia na 2016 rok uwzględniają prawdopodobne okresowe spowolnienie inwestycji w sektorze publicznym. Jednak oceniamy, że zbudowane kompetencje w tym segmencie pozwolą Wasko na znaczący wzrost udziałów w krajowym rynku w kolejnych 3 latach (szczególnie w sytuacji problemów konkurencji). Jednocześnie w 2016 roku wyniki w obszarze przemysłu i ochrony zdrowia powinny znajdować się nadal na ścieżce wzrostowej. W listopadzie 2015 roku spółce udało się przedłużyć czteroletni kontrakt od Katowickiego Holdingu Węglowego opiewający na kwotę 77,1 mln PLN. Podobne przetargi mogą być w przyszłym roku rozpisane przez Kompanię Węglową i Jastrzębską Spółkę Węglową. W dalszej perspektywie Wasko może liczyć na zamówienia publiczne związane z rozbudową sieci światłowodowych mającą na celu upowszechnić dostęp do internetu szerokopasmowego na terenie Polski. Kompetencje w tym zakresie zostały istotnie wzmocnione podczas realizacji podobnych projektów finalizowanych w 2015 roku. Również inwestycje w Inteligentne Systemy Transportowe planowane przez samorządy mogą pozytywnie wpłynąć na przyszłe rezultaty osiągane przez Wasko podobnie jak informatyzacja podmiotów świadczących usługi medyczne.

Wycena DCF [PLN]	2,45
Wycena porównawcza [PLN]	2,65
Wycena końcowa [PLN]	**2,51**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+30,8%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	1,92
Kapitalizacja [mln PLN]	175,1
Ilość akcji [mln szt.]	91,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,19
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,77
Stopa zwrotu za 3 mc	3,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	9,7%
Struktura akcjonariatu:	
Wojciech Wajda	66,7%
Krystyna Wajda	14,5%
Członkowie zarządu i RN	5,2%
Pozostali	13,5%

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	371,9	372,5	448,0	349,2	418,3	445,6
EBITDA [mln PLN]	**33,0**	**32,9**	**44,8**	**37,9**	**45,5**	**46,5**
EBIT [mln PLN]	18,8	18,9	28,9	21,0	28,6	29,6
Wynik netto [mln PLN]	8,5	13,5	23,0	17,2	23,4	24,2
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E	20,7	12,9	8,1	11,5	8,2	7,9
EV/EBITDA	**5,5**	**5,6**	**3,8**	**3,7**	**3,3**	**3,0**
EV/EBIT	9,7	9,8	5,8	6,6	5,2	4,8



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:

PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
OPIS RYZYK 8
INFORMACJE O SPÓŁCE 9
BILANS 12
SEGMENTY DZIAŁALNOŚCI 13
PORTFEL ZAMÓWIEŃ 19
WYNIKI ZA 3Q'15 20
WYNIKI SPÓŁEK ZALEŻNYCH 22
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY 23
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 25

PODSUMOWANIE

Wydajemy zalecenie Kupuj i ustalamy cenę docelową na poziomie 2,51 PLN/akcję. Decydujemy się na rozpoczęcie wydawania zaleceń dla Wasko, zwracając uwagę na udaną transformację grupy, w szczególności budowę trzech silnych filarów odpowiedzialnych za wyniki: i) administracja rządowa i samorządowa, ii) przemysł, iii) ochrona zdrowia. Przy naszych założeniach Wasko jest handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 3,8x i 3,7x z perspektywą istotnego dalszego spadku w 2017 roku.

Wyceny Wasko dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2015 -2017 dała cenę jednej akcji na poziomie 2,65 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 2,44 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 2,52 PLN.

Podsumowanie wyceny

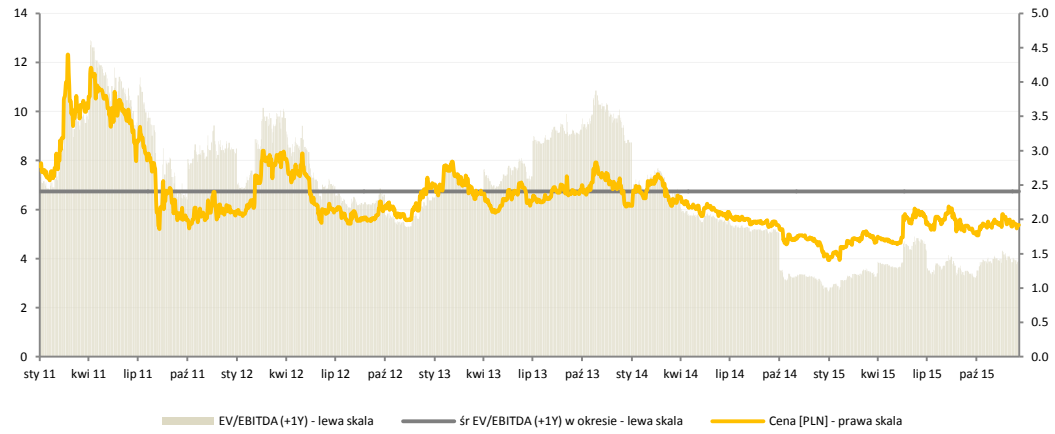
	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą	30%	2,65
Wycena metodą DCF	70%	2,45
Wycena 1 akcji [PLN]	**2,51**	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Uważamy, że Wasko jest jednym najtańszych podmiotów działających w branży IT, wskaźniki EV/EBITDA na 2015 rok wynosi 3,8, a na 2016 rok 3,6x. W okresie 1'-3Q'15 spółka zaprezentowała silnie wzrostową ścieżkę wynikową, a w kolejnych okresach powinny w dalszym ciągu pozostać zadowalające (marża EBITDA w '16 - 10,7% vs 8,8% i 10% w '14 i '15). Od 2017 roku zakładamy powrót do dynamicznego wzrostu przychodów, na co powinny wpłynąć przetargi z nowej perspektywy UE i informatyzacja służby zdrowia, na którą spółka ma znaczną ekspozycję dzięki przejęciu w 2014 roku Gabos Software. Pozytywnie oceniamy transformację wynikową będącą skutkiem przekształceń w strukturach grupy (akwizycja COIG i Gabos Software). Po erozji wyników w telekomunikacji Wasko zbudowało solidne kompetencje w trzej nowych obszarach jakimi są administracja publiczna, ochrona zdrowia i sektor wydobywczo – przemysłowy. Miało to pozytywny wpływ na wyniki w ostatnich kwartałach i pozwala z optymizmem patrzeć na perspektywy spółki w kolejnych okresach.

Nasze założenia na 2016 rok uwzględniają prawdopodobne okresowe spowolnienie inwestycji w sektorze publicznym. Jednak oceniamy, że zbudowane kompetencje w tym segmencie pozwolą Wasko na znaczący wzrost udziałów w krajowym rynku w kolejnych 3 latach (szczególnie w sytuacji problemów konkurencji). Jednocześnie w 2016 roku wyniki w obszarze przemysłu i ochrony zdrowia powinny znajdować się nadal na ścieżce wzrostowej. W listopadzie 2015 roku spółce udało się przedłużyć czteroletni kontrakt od Katowickiego Holdingu Węglowego opiewający na kwotę 77,1 mln PLN. Podobne przetargi mogą być w przyszłym roku rozpisane przez Kompanię Węglową i Jastrzębską Spółkę Węglową. W dalszej perspektywie spółka może liczyć na duże publiczne inwestycje w rozwój sieci szerokopasmowych, które znalazły się w jednej z osi priorytetowych Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa. Na potrzebę rozwoju infrastruktury sieciowej w swoich wypowiedziach zwracała również uwagę nowa Minister Cyfryzacji – Anna Streżyńska. Dzięki kompetencjom zbudowanym podczas realizacji dotychczasowych projektów światłowodowych Wasko powinno skorzystać również na nowym rozdaniu środków z UE. Kolejną szansą mogą być inwestycje miast w systemy ITS, gdzie spółka również pokazała, że potrafi realizować tego typu projekty w zadowalającą marżą.

Akceptowalny przez inwestorów poziom EV/EBITDA(+1rok)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim wolne przepływy pieniężne (*free cash flows)* i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu

- Na 2015 spodziewamy się wyraźnego wzrostu przychodów (20,2% r/r), co powinno być głównie efektem finalizacji dużych projektów światłowodowych.
- W związku ze spodziewanym opóźnieniem w rozpisywaniu przetargów finansowanych z nowej perspektywy UE na 2016 zakładamy wyraźny spadek przychodów (22% r/r). Jednak dzięki udanej restrukturyzacji w obszarze przemysłowo - wydobywczym, segment ten prezentuje wyraźnie wzrostową ścieżkę wynikową i zakładamy że w kolejnych okresach powinien pozytywnie kontrybuować do skonsolidowanych wyników grupy kapitałowej Wasko.
- W długim terminie zakładamy pozytywny efekt realizowania kontraktów związanych z budową sieci światłowodowych. Oczekujemy, że pierwszy wyraźny wpływ kontraktów z nowej perspektywy finansowej UE może być widoczny już w 2017 roku.
- W wycenie DCF uwzględniliśmy scenariusz uwzględniający ewentualne zwiększenie rezerwy na spór z GITD o 3 mln PLN.
- Oczekujemy że finalizacja kontraktów światłowodowych w 4Q'15 powinna pozytywnie wpłynąć na pozycję gotówkową w 2016 roku.
- W 2021 oczekujemy istotnego wpływy wyczerpania się perspektywy finansowej UE na lata 2014 – 2020 i zakładamy 9,9% spadek przychodów.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Poziomy zapasów oraz zobowiązań i należność handlowych zostały obliczone na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 91,2 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 18 grudnia 2015.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała wycenę jednej akcji na poziomie 2,45 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	448,0	349,2	418,3	445,6	456,8	464,3	418,3	419,2	420,4	421,8
EBIT[mln PLN]	28,9	21,0	28,6	29,6	30,1	30,5	27,2	26,3	25,4	24,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,0	5,4	5,6	5,7	5,8	5,2	5,0	4,8	4,7	4,7
NOPLAT[mln PLN]	24,9	15,6	22,9	23,9	24,3	25,3	22,3	21,5	20,7	19,9
Amortyzacja [mln PLN]	15,9	16,9	16,9	16,9	17,0	17,2	17,3	17,3	17,2	17,2
CAPEX [mln PLN]	-13,6	-17,5	-16,7	-17,8	-18,3	-18,6	-16,7	-16,8	-16,8	-16,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,2	21,1	-28,7	-6,8	-2,8	-1,8	11,4	-0,2	-0,3	-0,3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	17,8	36,1	-5,6	16,2	20,3	22,1	34,2	21,7	20,8	19,8
DFCF [mln PLN]	17,7	33,0	-4,7	12,5	14,3	14,3	20,3	11,8	10,4	9,1
Suma DFCF [mln PLN]	138,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	246,7									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	103,9		Wzrost w okresie rezydualnym			1,0%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	242,7									
Dług netto [mln PLN]	10,9									
Dywidenda [mln PLN]	3,6									
Udziały mniejszości [mln PLN]	4,8									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	223,4									
liczba akcji [mln szt.]	91,2									
Wartość na akcje [PLN]	**2,45**									

Przychody zmiana r/r	20,2%	-22,0%	19,8%	6,5%	2,5%	1,6%	-9,9%	0,2%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	52,7%	-27,4%	36,0%	3,5%	1,8%	1,2%	-10,6%	-3,5%	-3,4%	-3,3%
FCF zmiana r/r	247,9%	102,8%	-	-	25,4%	8,7%	55,1%	-36,5%	-4,2%	-4,8%
Marża EBITDA	10,0%	10,8%	10,9%	10,4%	10,3%	10,3%	10,7%	10,4%	10,1%	9,9%
Marża EBIT	6,5%	6,0%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,3%	6,0%	5,8%
Marża NOPLAT	5,6%	4,5%	5,5%	5,4%	5,3%	5,4%	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%
CAPEX / Przychody	3,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
CAPEX / Amortyzacja	85,9%	103,6%	98,8%	105,4%	107,4%	108,2%	96,5%	97,1%	97,8%	98,3%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	-6,0%	6,9%	1,5%	0,6%	0,4%	-2,7%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9,5%	21,4%	41,6%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
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	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	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								
		-3%	**-2%**	**-1%**	**0%**	**1%**	**2%**	**3%**	**4%**	**5%**
Beta	**0,7**	2,36	2,47	2,61	2,78	3,01	3,32	3,77	4,48	5,76
	0,8	2,24	2,34	2,46	2,61	2,80	3,05	3,41	3,94	4,83
	0,9	2,14	2,22	2,32	2,45	2,61	2,82	3,11	3,52	4,17
	1	2,04	2,11	2,20	2,31	**2,45**	2,63	2,86	3,19	3,68
	1,1	1,95	2,02	2,10	2,19	2,31	2,45	2,65	2,91	3,29
	1,2	1,87	1,93	2,00	2,08	2,18	2,31	2,47	2,68	2,98
	1,3	1,79	1,85	1,91	1,98	2,07	2,17	2,31	2,49	2,73

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	**-2%**	**-1%**	**0%**	**1%**	**2%**	**3%**	**4%**	**5%**
Premia za ryzyko	**3%**	2,49	2,62	2,78	2,98	3,26	3,65	4,23	5,20	7,14
	4%	2,24	2,34	2,46	2,61	2,80	3,05	3,41	3,94	4,83
	5%	2,04	2,11	2,20	2,31	**2,45**	2,63	2,86	3,19	3,68
	6%	1,87	1,93	2,00	2,08	2,18	2,31	2,47	2,68	2,98
	7%	1,72	1,77	1,82	1,89	1,96	2,06	2,17	2,32	2,52
	8%	1,60	1,64	1,68	1,73	1,79	1,86	1,94	2,05	2,19
	9%	1,49	1,52	1,55	1,59	1,64	1,69	1,76	1,84	1,93

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
		0,7	**0,8**	**0,9**	**1**	**1,1**	**1,2**	**1,3**	**1,4**	**1,5**
Premia za ryzyko	**3%**	3,84	3,62	3,57	3,26	3,11	3,09	2,84	2,72	2,61
	4%	3,37	3,16	2,98	2,80	2,65	2,53	2,39	2,28	2,18
	5%	3,01	2,80	2,62	**2,45**	2,31	2,19	2,07	1,96	1,87
	6%	2,72	2,51	2,34	2,18	2,04	1,93	1,82	1,72	1,64
	7%	2,48	2,28	2,12	1,96	1,84	1,73	1,63	1,54	1,46
	8%	2,28	2,09	1,93	1,79	1,67	1,57	1,47	1,39	1,31
	9%	2,11	1,93	1,78	1,64	1,53	1,43	1,34	1,26	1,20

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2016 -2017 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalność Wasko . Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 50% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 2,65 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	**2016P**	**2017P**	**2015P**	**2016P**	**2017P**
Atende	8,7	8,6	6,9	4,2	3,8	3,4
Asseco BS	15,0	14,7	14,2	8,8	8,7	8,5
Comarch	12,8	15,3	9,3	6,1	6,3	4,6
Comp	12,7	10,8	11,0	8,3	7,1	6,6
Qumak	8,8	15,7	11,3	6,3	9,3	8,0
Sygnity	12,7	16,4	8,4	5,0	5,2	4,3
Asseco Poland	13,5	12,3	11,7	4,3	4,0	3,8
Mediana	**12,7**	**14,7**	**11,0**	**6,1**	**6,3**	**4,6**
Wasko	8,1	11,5	8,2	3,8	3,7	3,3
Premia/dyskonto do mediany	-36,1%	-21,5%	-25,9%	-38,1%	-41,8%	-28,2%
Wycena wg wskaźnika	3,0	2,4	2,6	3,1	3,0	2,6
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		**2,5**			**2,8**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	**2,65**					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, Bloomberg

Zachowanie kursu spółki względem WIG i WIG-Informatyka



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski BDM S.A.

OPIS RYZYK

- **Przeniesienie części kopalń do spółek energetycznych.** Po przejęciu COIG Wasko znaczną część przychodów pozyskuje realizując projekty informatyczne dla śląskich spółek węglowych. Włączenie niektórych kopalń w struktury np. spółek energetycznych może w dłuższym terminie skutkować utratą części kontraktów, gdyż te firmy zwykle działają na systemach ERP od swoich dostawców.
- **Ryzyko polityczne.** Z powodu znacznego udziału kontraktów z sektorem publicznym w przychodach spółki, wyniki Wasko mogą być wrażliwe na niepewność związaną ze zmianą władzy. Na 2015 rok było planowane rozpisywanie przetargów związanych z nową perspektywa finansową UE, jednak ostatecznie powinno to mieć miejsce dopiero w 2016 roku.
- **Presja na wzrost płac w sektorze IT.** Żądania płacowe informatyków powodują ciągłe zwiększanie się kosztów wynagrodzeń w spółkach z branży IT, co może negatywnie odbijać się na marżach realizowanych przez spółkę. Ponadto na tym rynku w związku z deficytem wykwalifikowanej kadry występuje wysoka konkurencja miedzy firmami o pracowników, stwarza to ryzyko niepozyskania wystarczającej liczby osób potrzebnych do realizacji kontraktów.
- **Ryzyko utraty kluczowej kadry.** Produkty oferowane przez spółkę oparte są o doświadczenie i know-how pracowników. W związku z dużym popytem na specjalistów w branży IT istnieje ryzyko odejścia kluczowej kadry i obniżenie konkurencyjności grupy Wasko na rynku.
- **Ryzyko koncentracji na rynku krajowym.** Wasko działa głównie na rynku polskim, przez co wyniki jakie jest w stanie uzyskiwać są uzależnione od koniunktury gospodarczej w Polsce.
- **Ryzyko kar umownych.** Wasko realizuje długoterminowe projekty o dużym stopniu złożoności, przez co jest narażone na skutki nieprawidłowego działania niektórych systemów oraz inne nietypowe zdarzenia. Może to powodować opóźnienia w realizacji kontraktów lub ich niezgodność z oczekiwaniami klientów.
- **Ryzyko związane z pracami badawczo-rozwojowymi.** W celu utrzymania przewagi konkurencyjnej spółki działające w sektorze informatycznym ponoszą znaczne nakłady badawczo rozwojowe. Niektóre z projektów mogą okazać się nietrafione przyczyniając się przez to do zwiększenia kosztów bez wyraźnego przełożenia na przychody generowane przez spółkę.
- **Spór z Głównym Inspektoratem Transportu Drogowego**. Sprawa dotyczy kontraktu podpisanego w sierpniu 2012 na dostarczenie i montaż w pojazdach GITD mobilnych urządzeń rejestrujących oraz przeprowadzenie szkoleń załogi w zakresie obsługi tego sprzętu. Wartość kontraktu wyniosła 3,9 mln PLN. Prace zostały wykonane zgodnie z umową, dodatkowo Wasko udzieliło gwarancje na urządzenia. W grudniu 2014 do spółki wpłynęła nota obciążeniowa na kwotę 50,7 mln PLN z tytułu niedotrzymania gwarantowanego poziomu sprawności urządzeń. Wasko stoi na stanowisku, że naliczone kary są kompletnie bezpodstawne, ponieważ zgłaszane nieprawidłowości w działaniu urządzeń dotyczyły usterek, które nie były objęte gwarancją, a ponadto awarie były wynikiem niewłaściwej eksploatacji. Na podparcie swojego stanowiska Wasko przedstawiło ekspertyzy niezależnych instytutów i uczelni wyższych. W opublikowanym raporcie bieżącym 15/2014 spółka określiła żądania GITD jako absurdalne gdyż za samą rzekomą zwłokę w naprawie 7 uchwytów do tabletów o łącznej wartości 700 PLN GITD żąda 28 mln PLN odszkodowania. Spółka nie uznaje tych roszczeń i odesłała notę obciążeniową do zamawiającego. Na wypadek gdyby finał sprawy znalazł się w sądzie, ze względu ostrożności została zawiązana rezerwa w wysokości 20% wartości kontraktu z GITD.

INFORMACJE O SPÓŁCE

Wasko działa na krajowym rynku usług teleinformatycznych, oferuje rozwiązania dla administracji publicznej i przedsiębiorstw. Spółka świadczy usługi analityczno programistyczne, systemy przetwarzania danych poprzez swoje Data Center oraz rozwiązania wdrożeniowo integratorskie. Oprócz usług typowo softwareowych, spółka realizuje również projekty z zakresu budowy systemów sieciowych, czy Inteligentnych Systemów Transportowych (ITS). Tak jak w przypadku typowych firm z branży usług informatycznych wyniki Wasko cechuje wyraźna sezonowość, tzn. około 1/3 wyników realizowana jest zazwyczaj w 4Q' roku kalendarzowego. W ostatnich latach można zauważyć wzrost udziału usług budowy systemów sieciowych w przychodach spółki, co jest widoczne chociażby w aktualnym portfelu zleceń. Wynika to z upatrywania przez spółkę swoich szans na rozwój właśnie w obszarze sieci światłowodowych i Inteligentnych Systemów Transportowych.

Struktura grupy kapitałowej WASKO



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

COIG
Centralny Ośrodek Informatyki Górnictwa to dostawca kompleksowych rozwiązań informatycznych dla podmiotów działających w obszarze górnictwa. W ofercie spółki znajduje się min. system ERP „SZYK 2" przeznaczony dla podmiotów działających w obszarze przemysłu wydobywczego. 85% udziałów COIG zostało zakupione od Skarbu Państwa w 2012 roku za 70,2 mln PLN. W listopadzie 2015 roku udział Wasko wzrósł do 93,6% dzięki czemu Skarb Państwa nie posiada już żadnych udziałów w tym podmiocie. Oprócz rozwiązań dla sektora górniczego COIG dostarcza swoje systemy także dla jednostek Administracji Publicznej oraz Ochrony Zdrowia.

COIG-Software
Spółka była zapleczem kompetencyjnym COIG w zakresie produkcji oprogramowania dla Administracji Publicznej. W 4Q'13 wszyscy pracownicy COIG-software zostali przeniesieni do COIG. Od tamtej pory podmiot nie prowadzi działalności operacyjnej i przeznaczony jest na sprzedaż.

D2S
Przedmiotem działalności D2S jest projektowanie, wykonywanie oraz eksploatacja sieci światłowodowych.

Gabos Software
Podmiot działa w obszarze rozwiązań informatycznych dla jednostek związanych z Ochroną Zdrowia. Spółka oferuje min. systemy z rodziny Mediqus, mające na celu kompleksowa obsługę szpitali od strony medycznej i administracyjnej.

AKCJONARIAT

Głównym udziałowcem pozostaje Wojciech Wajda - prezes i założyciel Wasko , który wraz z małżonką posiada 81,2% udziałów w kapitale zakładowym. Na giełdzie spółka zadebiutowała dzięki połączeniu się z portalem Hoga.pl. W sierpniu pojawiła się informacja o przejęciu przez Wojciecha Wajdę o zamiarze przejęcia 66,6% udziałów w Novum – operatora telefonii stacjonarnej, który od niedawna oferuje również energię elektryczną. Podmiot ten jest również jednym z odbiorców usług od Wasko .

Struktura akcjonariatu na koniec 3Q'15

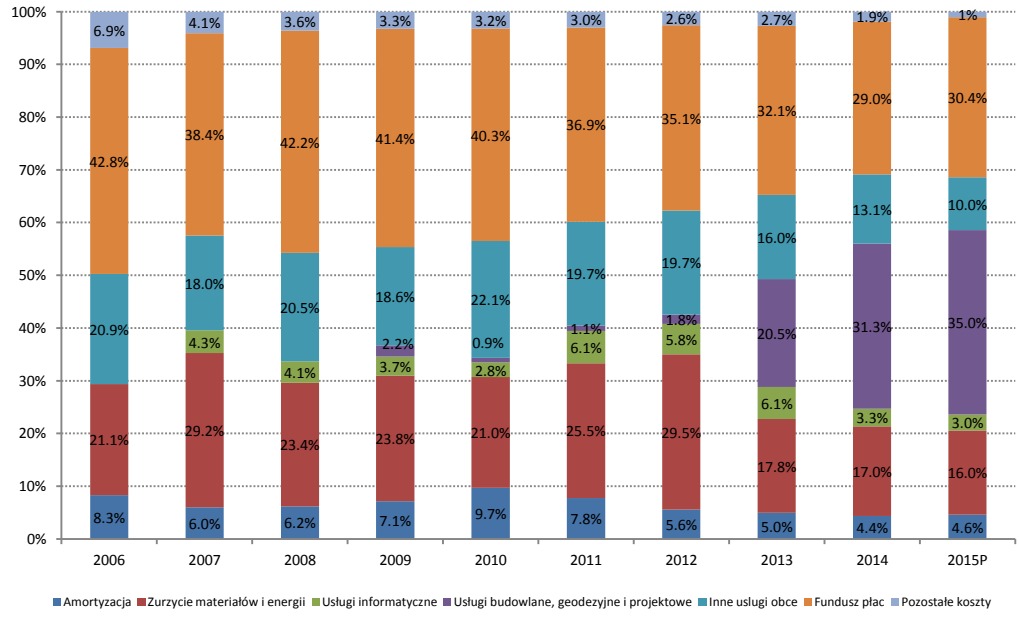
	Liczba akcji [szt.]	% akcji	Liczba głosów	% głosów w WZ
Wojciech Wajda	60,9	66,7%	60,9	66,7%
Krystyna Wajda	13,2	14,5%	13,2	14,5%
Członkowie zarządu i RN	4,8	5,2%	4,8	5,2%
Pozostali	12,3	13,5%	12,3	13,5%
Łącznie	91,2	100,0%	91,2	100,0%

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

STRUKTURA KOSZTÓW I HISTORYCZNE WYNIKI

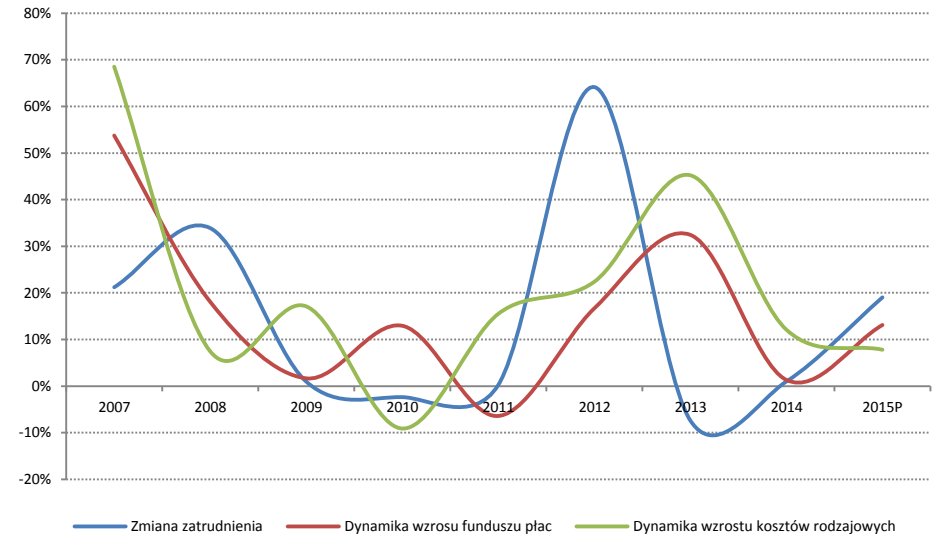
Spadek udziału funduszu płac w kosztach rodzajowych jest w ostatnich latach bardzo widoczny i ma związek z przebudową profilu działalności Wasko. Spółka chce skupiać się na takich branżach jak budowa sieci światłowodowych czy systemy ITS, przez co w kolejnych latach na jej działalność coraz większy wpływ może mieć również koniunktura w budownictwie.

Struktura kosztów rodzajowych



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

Dynamika zmiany zatrudnienia i kosztów



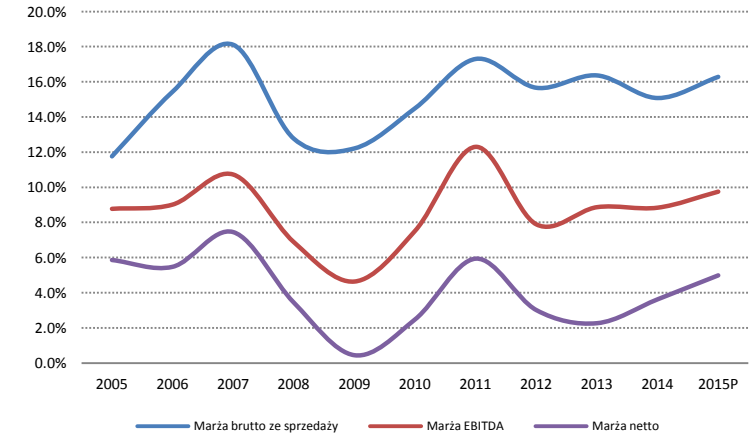
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Wyniki spółki w ujęciu rocznym

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P
Przychody	226,8	231,2	400,5	406,6	244,1	294,4	272,6	288,3	371,9	372,5	448,0
Zysk brutto ze sprzedaży	26,7	35,7	72,5	51,9	29,8	42,7	47,2	45,2	60,9	56,2	73,4
EBITDA	19,9	20,8	43,0	27,9	11,3	22,1	33,5	22,7	33,0	32,9	44,8
EBIT	13,8	14,9	35,6	19,8	0,3	8,6	21,0	11,8	18,8	18,9	28,9
Wynik brutto	16,3	15,8	37,8	18,1	2,5	9,8	21,0	12,1	12,5	17,8	28,8
Wynik netto	13,3	12,7	29,9	14,0	1,1	7,3	16,2	8,7	8,5	13,5	23,0
Marża brutto	11,8%	15,4%	18,1%	12,8%	12,2%	14,5%	17,3%	15,7%	16,4%	15,1%	16,4%
Marża EBITDA	8,8%	9,0%	10,7%	6,9%	4,6%	7,5%	12,3%	7,9%	8,9%	8,8%	10,0%
Marża EBIT	3,8%	2,9%	0,2%	0,2%	0,7%	0,3%	1,1%	0,7%	1,5%	1,5%	6,5%
Marża netto	5,9%	5,5%	7,5%	3,4%	0,5%	2,5%	5,9%	3,0%	2,3%	3,6%	5,1%

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

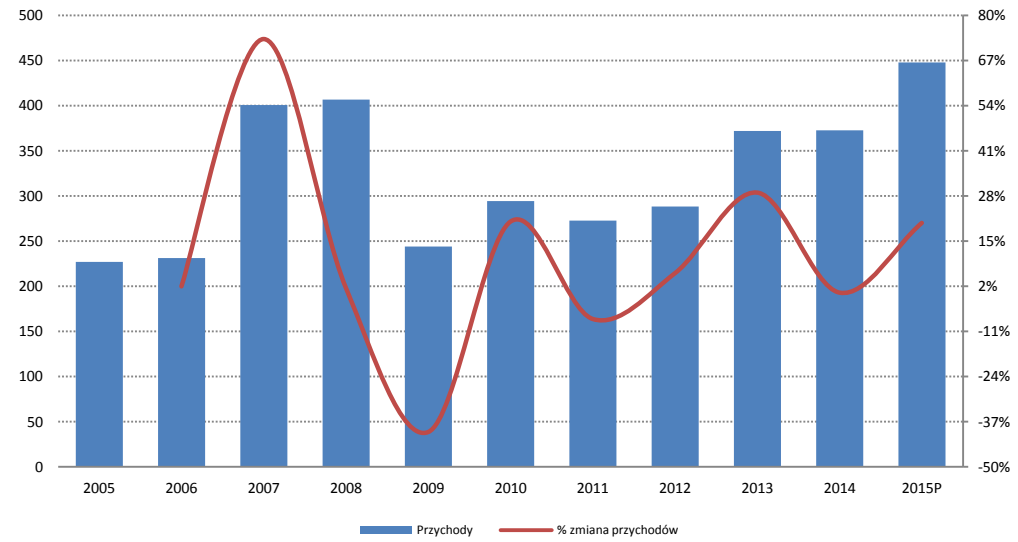
Marże w ujęciu rocznym



*Dzięki przejęciu COIG oraz Gabos Software **spółka dokonała udanej transformacji wynikowej**. W rezultacie silnej erozji wyników w segmencie telekomunikacyjnym Wasko rozpoczęło budowę kompetencji w takich sektorach jak: administracja publiczna i samorządowa, przemysł i ochrona zdrowia. Pozytywne efekty przekształceń w strukturach grupy są widoczne w wynikach za 2014 rok i 2015 rok.*

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

Przychody w ujęciu rocznym [mln PLN]



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

BILANS

Bilans [mln PLN]

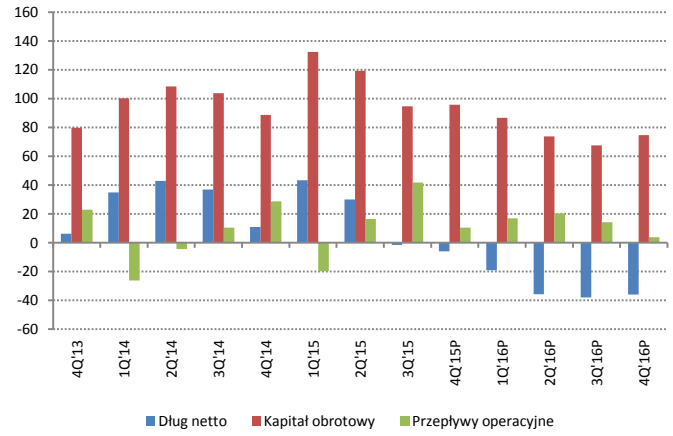
	2011	2012	2013	2014	3Q'14	3Q'15
Aktywa Trwałe	**124,1**	**175,4**	**165,2**	**160,1**	**162,1**	**151,8**
Rzeczowe aktywa trwałe	59,0	90,2	87,2	86,4	86,9	83,8
Wartości niematerialne i prawne	42,8	74,2	70,3	63,1	66,4	55,5
Pozostałe	22,3	11,0	7,7	10,7	8,9	12,4
Aktywa Obrotowe	**125,3**	**187,7**	**168,6**	**167,0**	**201,7**	**171,9**
Zapasy	9,0	13,1	12,5	14,9	11,7	11,9
Należności handlowe	81,3	125,3	140,0	129,9	176,3	131,9
Gotówka i jej ekwiwalenty	19,6	43,2	12,9	15,5	6,5	19,5
Pozostałe	15,3	6,0	3,2	6,7	7,1	8,7
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	**0,0**	**1,8**	**6,4**	**1,3**	**3,8**	**1,3**
Aktywa razem	**249,3**	**364,9**	**340,2**	**328,5**	**367,6**	**325,0**
Kapitał własny	**171,9**	**186,7**	**189,5**	**201,0**	**195,8**	**213,6**
w tym udział mniejszości	*0,0*	*7,4*	*8,5*	*8,6*	*8,7*	*4,8*
Zobowiązania długoterminowe	**5,5**	**30,2**	**7,7**	**20,2**	**18,4**	**3,8**
Zobowiązania finansowe	3,3	21,1	2,1	16,4	16,9	1,1
Pozostałe	2,2	9,1	5,6	3,9	1,5	2,8
Zobowiązania Krótkoterminowe	**72,0**	**147,9**	**143,0**	**107,3**	**153,4**	**107,6**
Zobowiązania handlowe	32,5	81,8	72,7	56,2	84,4	49,2
Zobowiązania finansowe	2,1	8,8	17,0	10,1	26,4	16,8
Pozostałe	37,5	57,4	53,3	41,0	42,6	41,6
Pasywa razem	**249,3**	**364,9**	**340,2**	**328,5**	**367,6**	**325,0**

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

Typową cechą spółek informatycznych jest znaczna przewaga należności handlowych nad zobowiązaniami oraz zapasami. Wynika to z charakteru ich działalności, która opiera się głównie na kapitale intelektualnym pracowników. Również w przypadku Wasko należności handlowe są głównym składnikiem kapitału obrotowego, natomiast w wyniku finalizacji długoterminowych kontraktów są one stopniowo zamieniane na gotówkę, co było szczególnie widoczne w 3Q'15. Z kolei na 4Q'15 przypada finalizacja dwóch dużych projektów jakimi są Pomorska Magistrala Teleinformatyczna i Świętokrzyska Sieć Światłowodowa. Pozytywny efekt gotówkowy zakończenia tych projektów powinien być widoczny już w 1H'16. Pomimo dobrej sytuacji płynnościowej nie spodziewamy się nadzwyczajnie wysokiej dywidendy, gdyż przy nowym rozdaniu środków unijnych Wasko ponownie zamierza się skoncentrować na budowie sieci światłowodowych. Może to skutkować koniecznością ponownego zaangażowania znacznych środków w kapitał obrotowy.

Większość spółek informatycznych posiada również wysoki poziom wartości niematerialnych i prawnych, co jest rezultatem prowadzenia znacznej ilości projektów badawczo-rozwojowych oraz charakteru działalności, która opiera się na korzystaniu z własności intelektualnej (licencje, oprogramowanie itp.). W 3Q'15 miał miejsce znaczny wzrost amortyzacji do czego przyczyniła się komercjalizacja części „prac rozwojowych w toku".

Pozycja gotówkowa spółki [mln PLN]



Spodziewamy się , że rozliczenie dużych kontraktów światłowodowych będzie miało pozytywne odzwierciedlenie w przepływach gotówkowych Wasko już w 1H'16. W 1Q'15 rozliczony została Dolnośląska Sieć Szerokopasmowa, co przyczyniło się do pojawienia się gotówki netto na bilansie spółki w 3Q'15. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego zwiększania się salda gotówki netto na bilansie, co według nas da spółce bardzo dobrą pozycje wyjściową podczas ubiegania się o kontrakty publiczne na tle konkurencji (Hawe, Qumak)

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

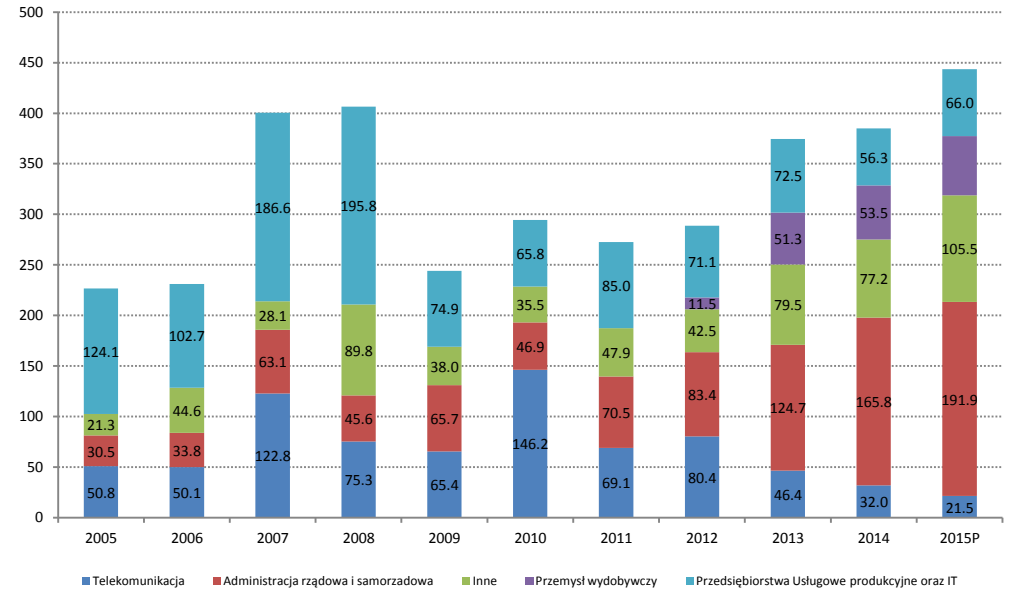
SEGMENTY DZIAŁALNOŚCI

Wyniki poszczególnych segmentów [mln PLN]

Telekomunikacja	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	50,8	50,1	122,8	75,3	65,4	146,2	69,1	80,4	46,4	32,0	21,5
Wynik na sprzedaży	12,2	18,8	38,1	13,9	20,0	19,5	15,2	15,2	6,6	6,7	3,0
Marża	24,1%	37,6%	31,0%	18,4%	30,5%	13,4%	22,0%	18,9%	14,2%	21,0%	13,8%
Administracja Publiczna	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	30,5	33,8	63,1	45,6	65,7	46,9	70,5	83,4	124,7	165,8	191,9
Wynik na sprzedaży	5,3	7,4	15,8	8,0	-2,1	8,4	17,5	11,2	15,8	11,3	21,4
Marża	17,2%	21,8%	25,0%	17,5%	-3,2%	17,9%	24,8%	13,5%	12,7%	6,8%	11,2%
Bankowość i Ubezpieczenia	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	5,0	15,1	10,6	11,0	14,5	8,3	15,6	16,5	30,1	20,3	19,7
Wynik na sprzedaży	0,9	1,5	1,3	1,0	1,8	1,7	2,4	4,2	4,9	3,4	2,4
Marża	16,9%	9,9%	12,1%	9,5%	12,4%	20,0%	15,4%	25,3%	16,4%	16,8%	12,1%
Sektor Paliwowo-energetyczny	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	7,7	3,2	3,5	14,4	13,5	19,1	11,3	9,6	20,4	19,3	9,8
Wynik na sprzedaży	1,3	1,0	1,3	2,2	0,2	4,0	2,6	0,5	3,2	1,3	2,1
Marża	16,5%	30,4%	36,5%	15,1%	1,7%	20,9%	22,8%	5,2%	15,7%	7,0%	21,5%
Edukacja	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	5,3	23,0	9,2	55,6	5,9	4,1	19,0	9,9	8,9	19,4	30,2
Wynik na sprzedaży	0,4	1,4	0,6	3,1	1,0	1,0	3,2	1,1	1,7	1,6	2,1
Marża	6,8%	6,0%	6,1%	5,6%	16,0%	24,2%	17,1%	11,3%	18,6%	8,1%	6,9%
Ochrona Zdrowia	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	3,2	3,3	4,8	8,7	4,0	4,1	2,0	6,4	20,1	18,2	45,8
Wynik na sprzedaży	0,3	0,8	1,5	2,5	0,4	0,1	0,6	0,6	2,6	3,4	4,9
Marża	7,9%	23,7%	31,5%	29,0%	10,7%	1,9%	29,0%	9,9%	13,0%	18,6%	10,6%
Przemysł Wydobywczy	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	-	-	-	-	-	-	-	11,5	51,3	53,5	58,4
Wynik na sprzedaży	-	-	-	-	-	-	-	3,4	18,9	20,7	28,7
Marża	-	-	-	-	-	-	-	29,6%	36,9%	38,7%	49,0%
Przedsiębiorstwa Usługowe, Produkcyjne oraz IT	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**
Przychody	124,1	102,7	186,6	195,8	74,9	65,8	85,0	71,1	72,5	56,3	66,0
Wynik na sprzedaży	6,5	4,9	14,0	20,6	8,6	8,0	5,7	8,9	7,1	7,7	8,4
Marża	5,2%	4,8%	7,5%	10,5%	11,4%	12,2%	6,7%	12,5%	9,8%	13,7%	12,8%

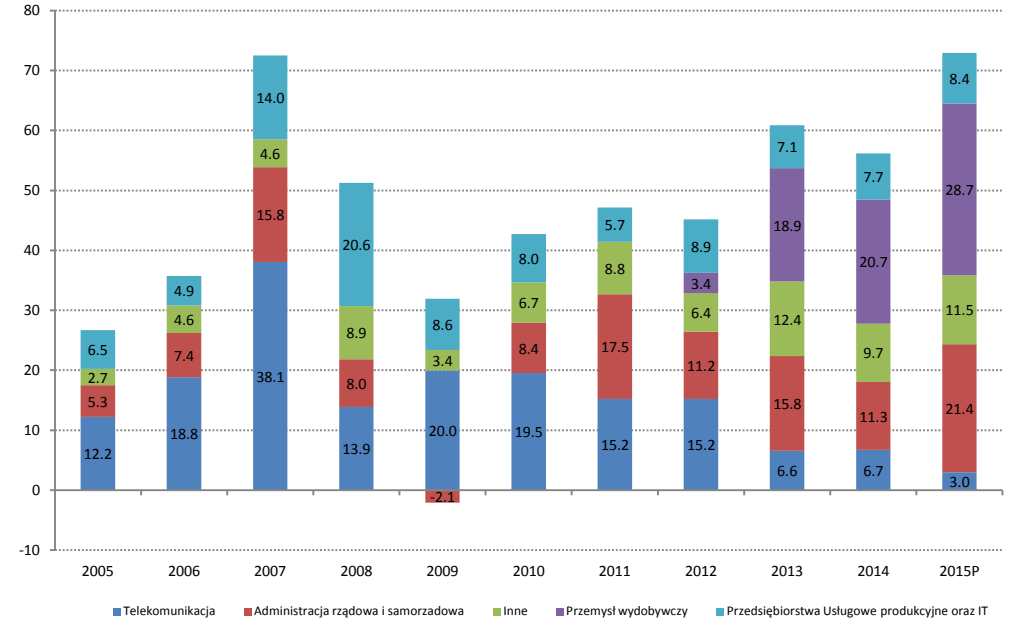
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Struktura sprzedaży na przestrzeni lat [mln PLN]



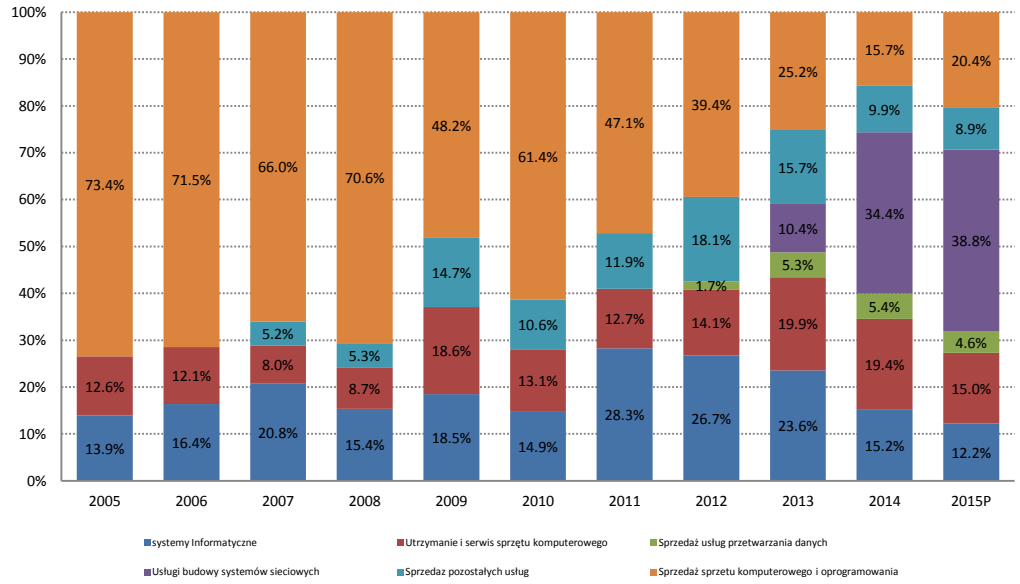
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura wyniku brutto na sprzedaży [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

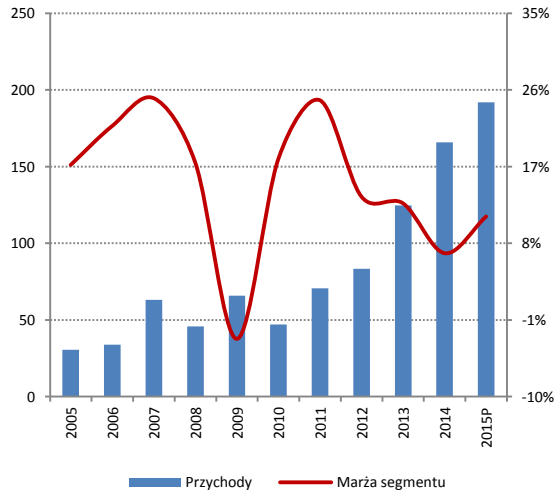
Struktura sprzedaży wg grup asortymentowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ADMINITRACJA PUBLICZNA

Wyniki segmentu Administracja Publiczna [mln PLN]



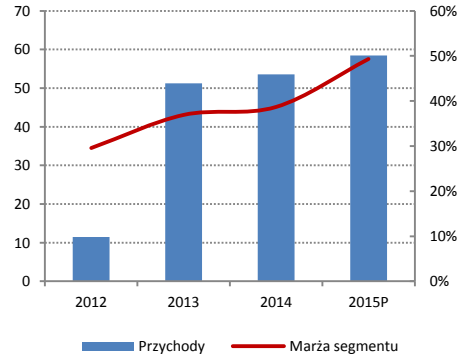
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

W 2014 roku ten segment odpowiadał za ponad 40% przychodów Wasko, a w 3Q'15 udział ten przekroczył 50%. Za tą zmianę odpowiada w znacznej mierze realizacja dużych projektów budowy systemów sieciowych, których finalizacja przypadła na 2015 rok. Oprócz kontraktów dotyczących sieci szerokopasmowych spółka dostarcza do podmiotów Administracji Publicznej systemy wspierające między innymi: obieg dokumentów, zarządzanie procesami administracyjnymi, czy systemy wspierające rejestracje danych osobowych oraz biometrycznych. Spośród dużych kontraktów światłowodowych Wasko wykonuje pasywną infrastrukturę sieci szerokopasmowych w województwach podlaskim i świętokrzyskim oraz Pomorską Magistralę Teleinformatyczną. W 1Q'15 została oddana do użytku Dolnośląska Sieć Szerokopasmowa.

W kolejnych latach spółka może liczyć na przetargi związane z dalszym rozwojem infrastruktury sieciowej w Polsce oraz budowę Inteligentnych Systemów Transportowych. O kontrakty w tych obszarach Wasko zapewne będzie rywalizowało z innymi giełdowymi podmiotami takimi jak Hawe i Qumak, nad którymi spółka ma przewagę w postacie lepszej sytuacji płynnościowej. Inną szansą jest również powszechna informatyzacja przestrzeni publicznej, na którą ma być przeznaczone 950 mln EUR ze środków unijnych. Tutaj spółka może czuć mocna konkurencję ze strony innych firm informatycznych, które aktywnie zwiększają swoje kompetencje przez chociażby akwizycje jak np. Asseco Poland i Atende.

SEGMENT PRZEMYSŁOWY

Wyniki segmentu wydobywczego [mln PLN]



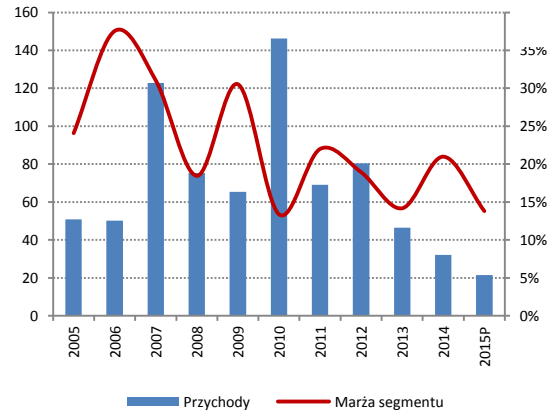
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Dzięki przejęciu COIG (Centralny Ośrodek Informatyki Górnictwa) Wasko prowadzi obsługę informatyczną spółek przemysłowych. W portfelu oferowanych produktów spółka posiada min. system ERP „ SZYK 2" dedykowany dla podmiotów górniczych, który w jest w pełni dostosowany o specyfiki działania śląskich spółek węglowych. Ponadto Wasko świadczy usługi analityczno doradcze z zakresu systemów informatycznych dla kopalń. Z racji tego, że działalność śląskich kopalń należących do Skarbu Państwa jest bardzo specyficzna spółce przez lata udało się wypracować unikalne know-how, które pozwala jej na zdobywanie większości kontraktów na tym rynku.

W listopadzie spółka poinformowała o wygraniu przez COIG przetargu na obsługę informatyczną podmiotów należących do Katowickiego Holdingu Węglowego na okres 4 lat począwszy od stycznia 2016 roku, umowa jest warta 77,1 mln PLN brutto. Oprócz dostarczania i rozwijania systemu „SZYK 2" spółka będzie świadczyć usługi typu Service Desk oraz zarządzać i utrzymywać sieć WAN. W przyszłym roku podobne przetargi powinny się odbyć w JSW i Kompani Węglowej.

TELEKOMUNIKACJA

Wyniki segmentu Telekomunikacja [mln PLN]

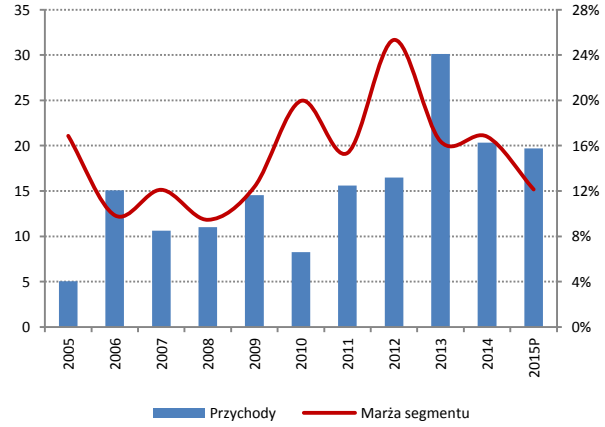


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

W tym segmencie spółka jest głównie dostawcą sprzętu, oraz świadczy usługi utrzymania infrastruktury IT oraz buduje stacje bazowe. dla firm telekomunikacyjnych. W ostatnim czasie udział tego sektora w przychodach Wasko systematycznie malał. Z racji planowanych inwestycji w rozwój sieci LTE spółka może liczyć na zatrzymanie tej tendencji.

BANKOWOŚĆ I UBEZPIECZENIA

Wyniki segmentu Bankowość i Ubezpieczenia [mln PLN]

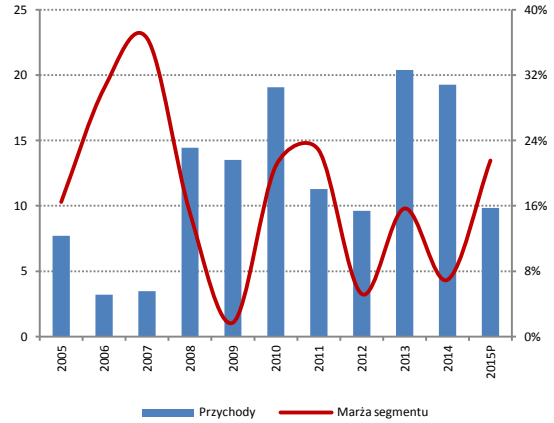


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

W tym segmencie realizowane są głównie dostawy sprzętu i materiałów eksploatacyjnych dla instytucji finansowych. W tym obszarze spółka konkuruje z mniejszymi podmiotami z branży IT takimi jak Atende, Cube.ITG, czy Qumak. Oprócz dużych jednorazowych dostaw sprzętu sprzedaż do podmiotów z tego sektora powinna pozostawać na stabilnym poziomie

SEKTOR PALIWOWO-ENERGETYCZNY

Wyniki segmentu Paliwowo-energetycznego [mln PLN]

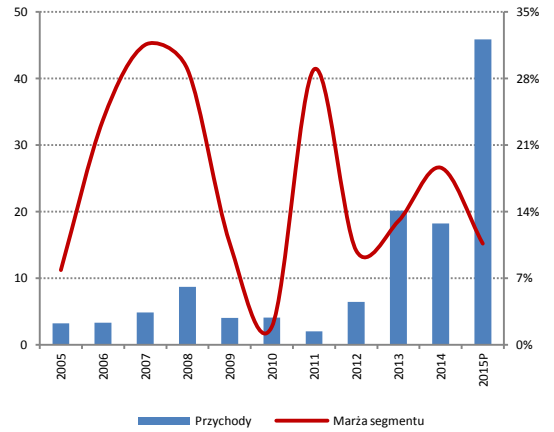


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Największym projektem realizowanym w ramach tego segmentu była w ostatnich okresach modernizacja tłoczni gazu dla spółki EuroPolGaz. W ramach tej umowy konsorcjum pod przewodnictwem Wasko zobowiązało się do zaprojektowania, dostarczenia i wdrożenia zapewniającego bezpieczeństwo techniczne tłoczni gazu. W ofercie znajdują się także systemy bilingowe dla firm energetycznych.

OCHRONA ZDROWIA

Wynik segmentu Ochrona Zdrowia [mln PLN]



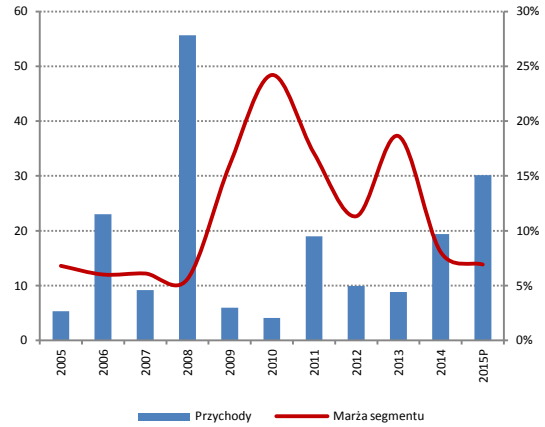
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

W ramach tego segmentu Wasko oferuje budowę i obsługę systemów informatycznych oraz dostawę sprzętu dla szpitali. W ostatnim czasie spółce udało się podpisać kilka kontraktów w tym obszarze działalności, a największym była umowa z Centrum Onkologicznym w Gliwicach na modernizację i rozbudowę infrastruktury serwerowej. Powinno to pozwolić spółce osiągnąć w 2015 roku ponad dwukrotnie większe przychody. W okresie 1Q'-3Q'15 obrót w tym segmencie wzrósł sześciokrotnie, jednak z racji wysokiej bazy z 4Q'15 w całym 2015 roku oczekujemy mniejszej dynamiki

Szansą na osiąganie dobrych rezultatów kolejnych okresach może być ogólnopolska informatyzacja placówek służby zdrowia, która ma dotyczyć wszystkich podmiotów prywatnych i publicznych świadczących usługi medyczne. Dzięki przejęciu Gabos Software spółka ma zbudowane kompetencje w tym obszarze gdzie głównymi konkurentami mogą być Asseco Poland, Comarch i Cube.ITG.

EDUKACJA

Wyniki segmentu Edukacja [mln PLN]

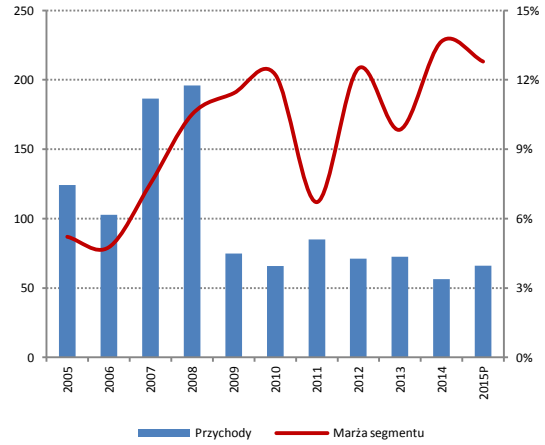


W ramach tego segmentu Wasko realizuje dostawy sprzętu oraz świadczy usługi integratorskie dla centrów komputerowych i systemów sieciowych uczelni wyższych. Jednym z większych kontraktów w tym obszarze była dostawa dwóch klastrów obliczeniowych dla Politechniki Wrocławskiej.

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

POZOSTAŁE PRZEDSIĘBIORSTWA PRZEMYSŁOWE, USŁUGOWE I INFORMATYCZNE.

Wyniki segmentu Pozostałe Przedsiębiorstwa Przemysłowe, Usługowe, Informatyczne [mln PLN]



W tym obszarze spółka realizuje niewielkie dostawy sprzętu dla małych odbiorców z różnych sektorów. W kolejnych okresach wyniki realizowane w ramach tego segmentu powinny być wspierane przez ożywienie gospodarcze w Polsce.

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

W 2015 roku Wasko finalizuje większość długoterminowych kontraktów, co pozytywnie wpływa na raportowane wyniki i cash flow. W 1Q'15 sfinalizowany został projekt budowy Dolnośląskiej Sieci Szerokopasmowej o wartości 149 mln PLN. Na 2H'15 zaplanowane jest sfinalizowane i ostateczne rozliczenie 3 kolejnych projektów dotyczących budowy infrastruktury sieci szerokopasmowych. Spółka liczy na podpisanie podobnych kontraktów w przyszłym roku, a problemy płynnościowe jednego z głównych konkurentów w tym obszarze – Hawe, mogą być pomóc spółce w rywalizacji o te przetargi. Obecnie Wasko koncentruje się na mniejszych kontraktach w Ochronie Zdrowia i Edukacji. Ponadto w listopadzie tego roku udało się podpisać duży wieloletni kontrakt na obsługę informatyczną podmiotów należących do Katowickiego Holdingu Węglowego, a w przyszłym powinny pojawić się przetargi od JSW i Kompanii Węglowej

Portfel zamówień Wasko [mln PLN]

Zawarcie umowy	Kontrahent	Skład konsorcjum	Kontrakt	Wartość brutto [mln PLN]	Termin zakończenia
12-2014	Centrum Onkologii w Gliwicach		Dostawa oprogramowania systemowego i bazodanowego oraz klastra komputerowego wraz z wyposażeniem.	20,0	2015
11-2014	Politechnika Wrocławska		Dostawa dwóch klastrów serwerów obliczeniowych	12,45	2015
21-03-2013	Urząd Marszałkowski Województwa Podlaskiego	D2S, Fonbud	Zaprojektowanie i wykonanie pasywnej infrastruktury sieci szerokopasmowej	18,2	09-2015
15-03-2013	Urząd Morski w Gdyni	D2S, Fonbud	Zaprojektowanie i budowa Pomorskiej Magistrali Teleinformatycznej	75,6	09-2015
29-01-2013	Urząd Marszałkowski Województwa Świętokrzyskiego	D2S, Fonbud	Zaprojektowanie i wykonanie pasywnej infrastruktury sieci szerokopasmowej	91,0	10-2015
17-11-2015	KHW		Świadczenie usług Service Desk, wsparcia serwisowego oprogramowania ERP, zarządzanie i utrzymania sieci, oraz świadczenie usług internetowych	77,1	12-2019
31-05-2012	KW		Obsługa informatyczna wspomagająca system zarządzania przedsiębiorstwem	101,0	05-2016
22-11-2012	EuRoPol Gaz	Cerbex	Modernizacja tłoczni gazu	17,3	10-2014

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ZA 3Q'15

Ostatnie kwartały są dla Wasko udane. W samym 3Q'15 przychody spółki zwiększyły się o 36% r/r do poziomu 120,6 mln PLN. Mocna poprawa rezultatów była również widoczna także w całym okresie 1Q'15-3Q'15, sprzedaż wzrosła o 24,8% r/r, a EBITDA o 70,9% r/r. Jedną z przyczyn generowania lepszych wyników jest finalizacja kontraktów dotyczących budowy sieci światłowodowych. W 1Q'15 zakończona została budowa Dolnośląskiej Sieci Szerokopasmowej, której ostateczne rozliczenie wpłynęło na skokowy wzrost przychodów oraz zrealizowanych marż w tym okresie. Specyfika takich projektów wymagała od spółki zaangażowania znacznych środków na kapitał obrotowy, dlatego finalizacja DSS w 1Q'15 miała odzwierciedlenie w przepływach operacyjnych dopiero w 3Q'15. Obecnie dobiegają końca prace nad siecią w województwie świętokrzyskim oraz Pomorską Magistralą Teleinformatyczną, których rozliczenie powinno nastąpić w 4Q'15, a przypływ gotówki z tego tytułu powinien być widoczny do końca 2H'16.

Innym czynnikiem istotnie wpływającym na poprawę rezultatów jest udana restrukturyzacja COIG, który zaprezentował wyraźnie wzrostową ścieżkę wynikową. Dzięki unikatowym kompetencjom podmiot ten zdobył dominującą pozycję na rynku usług informatycznych dla górnictwa, co miało potwierdzenie w niedawno wygranym przetargu na 77,1 mln PLN ogłoszonym przez Katowicki Holding Węglowy. Oprócz stałych długoterminowych kontraktów spółka otrzymuje również znaczną ilość dodatkowych zleceń, co także ma wpływ na wyniki raportowane przez Wasko.

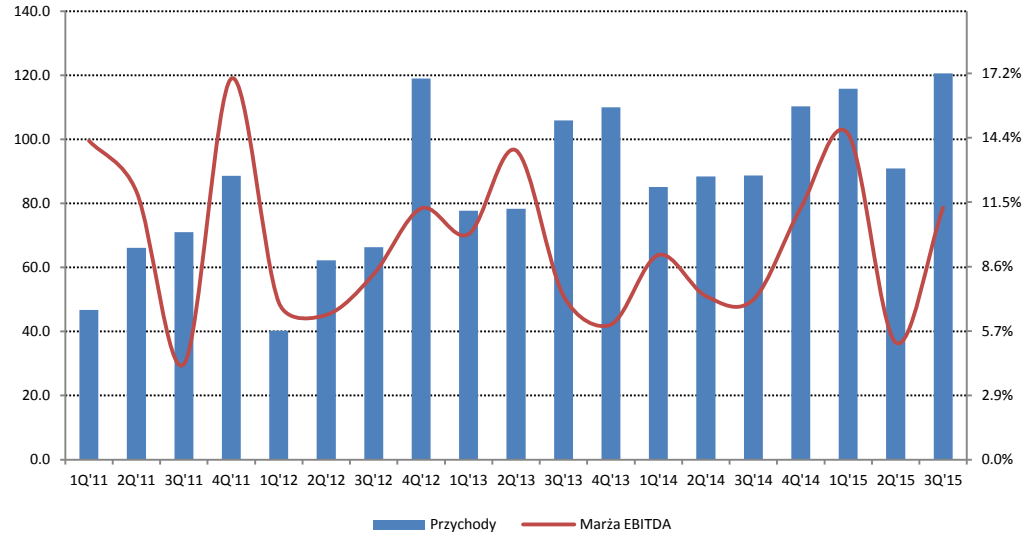
W 3Q'15 zauważalnie wzrosła amortyzacja – do 4,6 mln PLN z 3,6 mln PLN w 2Q'15, co wynika z komercjalizacji aktywów powstałych w wyniku prowadzonych prac rozwojowych. Wasko prowadzi znaczną liczbę takich projektów, które mają swoje odzwierciedlenie w wartościach niematerialnych i prawnych, jako „prace rozwojowe w toku". Ich wartość bilansowa na koniec 2014 roku wynosiła 20,1 mln PLN, a okres ich amortyzacji wynosi 5 lat, dlatego zakładamy, że większość prac badawczych udało się spółce z powodzeniem skomercjalizować, co ogranicza ryzyko pojawienia się odpisów w tym obszarze w kolejnych kwartałach.

Wyniki za 3Q'15

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q13'-3Q'14	4Q13'-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	88,7	120,6	36,0%	262,2	327,3	24,8%	372,2	437,6	17,6%
Telekomunikacja	*6,1*	*4,8*	*-21,3%*	*24,2*	*15,249*	*-37,0%*	*43,6*	*23,1*	*-47,1%*
Administracja	*46,9*	*63,5*	*35,4%*	*123,7*	*145,54*	*17,7%*	*169,0*	*187,7*	*11,0%*
Finanse	*3,5*	*4,3*	*22,9%*	*12,5*	*11,628*	*-7,0%*	*17,4*	*19,5*	*11,6%*
Sektor Paliwowo- energetyczny	*1*	*1,5*	*50,0%*	*12,8*	*3,189*	*-75,1%*	*20,8*	*9,7*	*-53,5%*
Edukacja	*3*	*3,8*	*26,7%*	*13,4*	*24,023*	*79,3%*	*18,1*	*30,0*	*65,4%*
Ochrona Zdrowia	*2,1*	*11,2*	*433,3%*	*5,4*	*32,617*	*504,0%*	*7,6*	*45,4*	*499,9%*
Przemysł Wydobywczy	*13,1*	*14,4*	*9,9%*	*38,8*	*43,706*	*12,6%*	*51,6*	*58,4*	*13,4%*
Przedsiębiorstwa Usługowe, Produkcyjne, IT	*12,9*	*16*	*24,0%*	*41,8*	*45,7*	*9,3%*	*57,0*	*60,2*	*5,6%*
Zysk brutto ze sprzedaży	9,9	18,0	81,5%	37,0	54,6	47,4%	51,5	73,7	43,2%
EBITDA	6,3	13,6	114,1%	20,6	35,1	70,9%	27,2	47,5	74,8%
EBIT	3,1	8,9	190,7%	10,3	23,4	128,6%	13,6	32,1	137,0%
Wynik brutto	3,0	9,2	208,5%	10,2	23,3	127,8%	9,8	31,6	224,0%
Wynik netto	2,0	7,4	263,6%	7,2	18,5	155,4%	4,8	24,8	418,5%
Marża brutto	11,2%	14,9%		14,1%	16,7%		13,8%	16,9%	
Marża EBITDA	7,1%	11,2%		7,8%	10,7%		7,3%	10,9%	
Marża EBIT	3,5%	7,4%		3,9%	7,2%		3,6%	7,3%	
Marża netto	2,3%	6,1%		2,8%	5,7%		1,3%	5,7%	

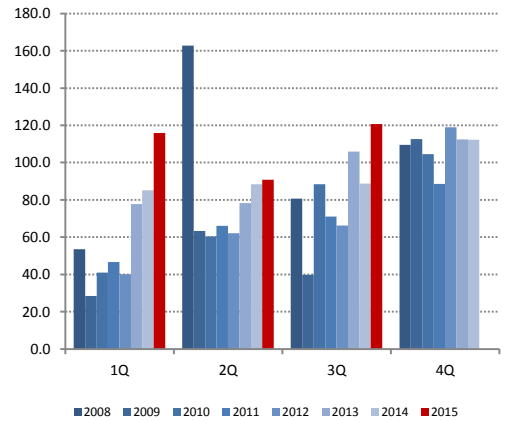
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Skonsolidowane wyniki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



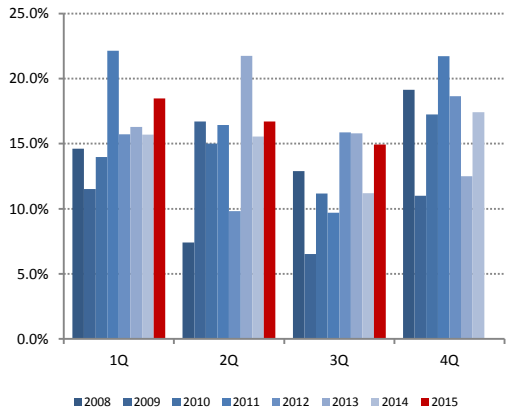
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



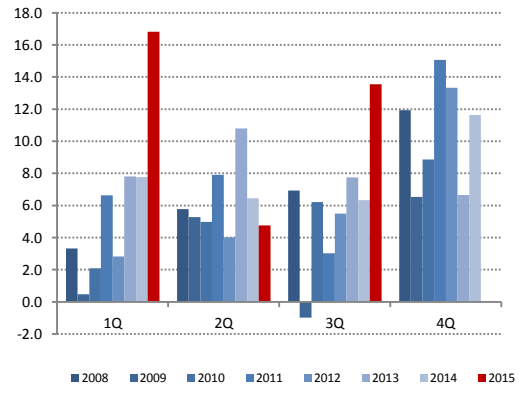
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu kwartalnym



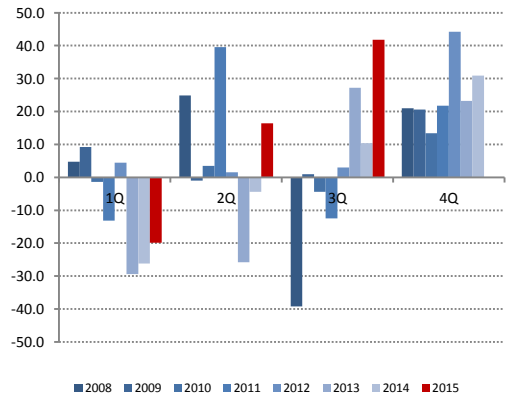
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Wynik EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Przepływy operacyjne w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



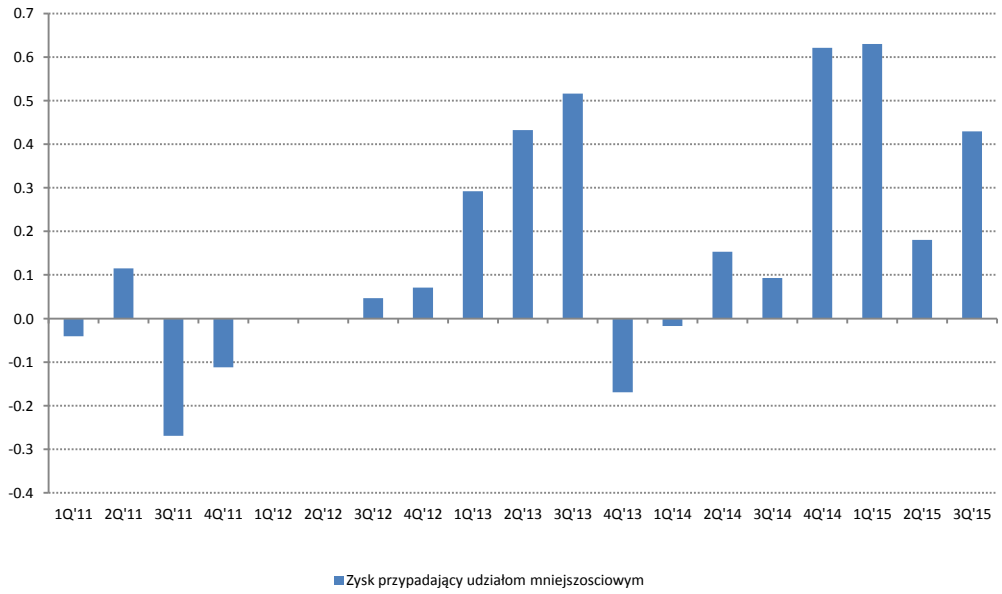
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI SPÓŁEK ZALEŻNYCH

Cechą charakterystyczną dla spółki jest wysoki udział wyników podmiotów zależnych w wyniku całej grupy kapitałowej. W skład grupy oprócz Wasko wchodzą również COIG, D2S i Gabos Software. Zdecydowanie największy wpływ na wynik grupy spośród spółek zależnych ma COIG, który został przejęty od Skarbu Państwa we wrześniu 2012 za 70,2 mln PLN, co stanowi ponad 1/3 obecnej kapitalizacji spółki, podobnie jak kontrybucja samego sektora wydobywczego do wyniku brutto na sprzedaży. W wyniku transakcji Wasko posiadało 85% udziałów, co zaczęło się zmieniać od początku 2015 roku. W okresie 1-3Q'15 udziały w COIG wzrosły do 93,6%, a w listopadzie pojawił się komunikat prasowy o ich zwiększeniu do 94% w wyniku czego Skarb Państwa nie posiada już żadnych akcji tego podmiotu. Szacujemy że całkowita kwota jką Wasko mogło wydać na te transakcje wynosi 2,2 mln PLN

Gabos Software stanowi zaplecze kompetencyjne dla Grupy w obszarze ochrony zdrowia udziały w tej spółce są wyceniane na 3,5 mln PLN. Z kolei D2S, w którym Wasko posiada 50,05% udziałów powstało na potrzeby realizacji Dolnośląskiej Sieci Szerokopasmowej oraz innych projektów z zakresu budowy sieci światłowodowych, po odpisie dokonanym w 2014 roku udziały w D2S nie wykazują żadnej wartości w bilansie Wasko .

Zyski przypadające udziałowcom mniejszościowym [mln PLN]



Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Dzięki finalizacji kontraktów związanych z budową sieci światłowodowych 2015 rok jest dotychczas dla Wasko niezwykle udany. Prognozujemy, że w całym br. skonsolidowane przychody wyniosą 448,0 mln PLN, co oznacza wzrost o 20,2% względem 2014 roku. Również na poziomie EBITDA i zysku netto oczekujemy wyraźnej poprawy odpowiednio o 36% i 39,8% r/r do poziomów 44,8 mln PLN i 23 mln PLN. W 4Q'15 spółka nadal powinna odczuwać pozytywną kontrybucję COIG oraz do wyniku skonsolidowanego jak miało to miejsce w poprzednich kwartałach tego roku. Zaznaczamy, że w naszych prognozach na 2015 rok uwzględniliśmy możliwość pojawienia się dodatkowych odpisów głównie z tytułu roszczeń ze strony Głównego Inspektoratu Transportu Drogowego, gdzie spór dotyczy kwoty ponad 50 mln PLN. Dotychczasowe rezerwy zostały zawiązane na kwotę około 20% wartości przychodów zrealizowanych dzięki tej umowie, dlatego w jednym ze scenariuszy zakładamy dodatkowy odpis w wysokości 3 mln PLN, który może obciążyć wynik za 4Q'15.

Oczekujemy, że w 4Q'15 Wasko zrealizuje przychody na poziomie 120,7 mln PLN (+9,4%), i wygeneruje oczyszczony wynik EBITDA w wysokości 12,6 mln PLN (+2,2% r/r). W rezultacie znacznej redukcji zadłużenia i pojawienia się gotówki netto oczekujemy poprawy salda finansowego, co powinno skutkować wzrostem zysku netto o 9,6% r/r (wynik oczyszczony o ewentualne rezerwy). Zwracamy uwagę, iż skutkiem ostatecznego rozliczenia dużych projektów światłowodowych, spółka może pozytywnie zaskoczyć wynikami podobnie jak miało to miejsce w 1Q'15.

Wspomniana finalizacja kontraktów związanych z budową sieci światłowodowych, powinna także pozytywnie przełożyć się na mocny cash flow zwłaszcza w 1Q' i 2Q'16. W bazowym scenariuszu zakładamy, że Wasko wypłaci około 1/3 zysku jak miało to miejsce dotychczas co i tak powinno skutkować dwa razy większą dywidendą w relacji do 2015 roku. Pomimo silnej pozycji gotówkowej nie spodziewamy się odstępstwa od dotychczasowej polityki dywidendowej. W 2H'16 oczekujemy startu przetargów publicznych związku z nową perspektywą finansową UE, przez co Wasko może ponownie potrzebować znacznych środków na kapitał obrotowy. To właśnie min. konserwatywna polityka dywidendowa pozwoliła spółce uniknąć problemów płynnościowych podczas realizacji ww. projektów sieciowych.

W nieco dalszej perspektywie rezultaty spółki powinny wspierać projekty realizowane dzięki finansowaniu z nowej perspektywy UE. W wyniku zdobytego doświadczeniu podczas realizacji licznych kontraktów związanych z budową sieci światłowodowych Wasko ma szansę pozyskać zlecenia w ramach realizacji Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa. Innym obszarem, mogącym istotnie wpływać na wyniki spółki w kolejnych latach są Inteligentne Systemy Transportowe.

Obszar przemysłu
Silnie wzrostowa ścieżka wynikowa jaką prezentował segment wydobywczy w ostatnich kwartałach była możliwa dzięki udanej transformacji wynikowej z obszaru telekomunikacyjnego do sektora przemysłowego i administracji publicznej, jaka miała miejsce po przejęciu COIG. W listopadzie 2015 roku spółka poinformowała o wygraniu przetargu na kontrakt dla Katowickiego Holdingu Węglowego wartego 77,1 mln PLN. W przyszłym roku podobne przetargi powinny zostać rozpisane przez Kompanię Węglową oraz Jastrzębską Spółkę Węglową. Z uwagi na silne kompetencje w obsłudze informatycznej podmiotów wydobywczych zakładamy, że Wasko ma duże szanse na wygranie również tych przetargów. Z tego powodu oczekujemy, że w kolejnych okresach ten segment w dalszym ciągu powinien pozytywnie kontrybuować do skonsolidowanych wyników całej grupy, podobnie jak miało to miejsce w poprzednich kwartałach.

Ochrona zdrowia
W samym 2015 roku oczekujemy 150% wzrostu przychodów i o 145% poprawy wyniku segmentu, do czego przyczynia się informatyzacja służby zdrowia. Zakładamy, że segment medyczny także istotnie wpłynie na poprawę rezultatów spółki w kolejnych okresach. Dzięki przejęciu Gabos Software Wasko pozyskało silne kompetencje w zakresie dostarczenia usług informatycznych dla podmiotów z obszaru ochrony zdrowia. W tym segmencie spółce powinna pomóc powszechna informatyzacja szpitali i nowe regulacje wymagające od wszystkich podmiotów świadczących usługi medyczne prowadzenie elektronicznej dokumentacji. Rozwój usług w zakresie e-zdrowia znalazł się w jednej z osi priorytetowych Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa.

Program Operacyjny Polska Cyfrowa

Celem Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa jest wzmocnienie cyfrowych fundamentów dla rozwoju kraju. Jako fundamenty tego rozwoju przyjęto: szeroki dostęp do szybkiego Internetu, efektywne i przyjazne użytkownikom e-usługi publiczne oraz stale rosnący poziom kompetencji cyfrowych społeczeństwa. Projekt ten ma służyć podniesieniu jakości życia obywateli.

W wyniku badań poprzedzających budowę założeń do POPC stwierdzono, że tylko 69% gospodarstw domowych ma dostęp do Internetu przy średniej dla UE wynoszącej 95%. Dostęp do Internetu o przepustowości ponad 30 Mb/s posiadało 44,5% gospodarstw domowych przy średniej dla UE wynoszącej 53,8%, a cel ustalony na 2020 w tym zakresie wynosi 100%. Rozwój sieci szerokopasmowych, który ma zapewnić powszechny dostęp do Internetu dla polskiego społeczeństwa stanowi pierwszą oś priorytetową POPC, na ten cel wyasygnowano ponad 1 mld EUR ze środków unijnych. Całość inwestycji koniecznych do zrealizowania Europejskiej Agendy Cyfrowej na 2020 ma mieć wartość około 4 mld EUR. Zgodnie z założeniami EAC w 2020 50% polaków powinno mieć dostęp do Internetu szerokopasmowego o przepustowości co najmniej 100 Mb/s.

Drugą osią priorytetową POPC jest cyfryzacja Administracji Publicznej dzięki której ma zostać poszerzony zakres spraw które obywatele i przedsiębiorcy będą mogli załatwić za pomocą komunikacji elektronicznej. Na ten cel zostanie przeznaczone około 950 mln EUR ze środków unijnych i wesprą one rozwój e-usług w takich obszarach jak e-zdrowie, ubezpieczenia społeczne, prowadzenie działalności gospodarczej, sądownictwo, podatki, edukacja, oraz upowszechnienie i usprawnienie działania profilu e-PUAP. W ramach tego programu zostanie również zwiększona efektywność działania Administracji Publicznej poprzez cyfryzację procesów wewnętrznych.

Pozostałymi osiami priorytetowymi są pomoc techniczna oraz cyfrowe kompetencje społeczeństwa, jednak na te cele UE wyasygnowała tylko 200 mln EUR.

Prognozy wyników [mln PLN]

	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	**110,3**	**115,8**	**90,9**	**120,6**	**120,7**	**72,4**	**71,1**	**88,7**	**117,1**	**372,5**	**448,0**	**349,2**	**418,3**
Administracja rządowa i samorządowa	*42,1*	*49,0*	*33,0*	*63,5*	*46,3*	*24,5*	*23,1*	*31,8*	*41,7*	*165,8*	*191,9*	*121,1*	*181,6*
Sektor przemysłowy	*28,7*	*23,4*	*35,5*	*31,6*	*33,4*	*27,3*	*29,5*	*31,6*	*33,6*	*108,6*	*123,9*	*122,0*	*123,9*
Ochrona Zdrowia	*12,8*	*14,2*	*7,2*	*11,2*	*13,2*	*7,1*	*7,2*	*11,5*	*13,6*	*18,2*	*45,8*	*39,5*	*43,4*
Telekomunikacja	*7,8*	*4,5*	*5,9*	*4,8*	*6,3*	*4,5*	*4,8*	*4,8*	*6,3*	*32,0*	*21,5*	*20,3*	*20,5*
Edukacja	*6,0*	*18,9*	*1,3*	*3,8*	*6,1*	*3,1*	*3,1*	*3,1*	*6,1*	*19,4*	*30,2*	*15,4*	*16,9*
Transport	*7,0*	*0,8*	*1,0*	*1,4*	*7,2*	*0,8*	*1,0*	*1,4*	*7,5*	*20,5*	*10,4*	*10,7*	*11,1*
Bankowość i ubezpieczenia	*7,8*	*5,0*	*2,3*	*4,3*	*8,1*	*5,2*	*2,4*	*4,4*	*8,3*	*20,3*	*19,7*	*20,3*	*20,9*
Zysk brutto ze sprzedaży	19,1	21,4	15,2	18,0	18,8	12,2	11,9	13,7	18,6	56,2	73,4	56,4	67,9
EBITDA	**12,4**	**16,8**	**4,8**	**13,6**	**9,6**	**8,3**	**8,1**	**9,0**	**12,5**	**32,9**	**44,8**	**37,9**	**45,5**
EBIT	8,7	13,4	1,1	8,9	5,5	4,1	3,8	4,8	8,3	18,9	28,9	21,0	28,6
Wynik brutto	8,3	13,3	0,8	9,2	5,5	4,1	3,9	4,9	8,4	18,6	28,8	21,2	28,9
Wynik netto	6,3	10,6	0,5	7,4	4,5	3,3	3,2	4,0	6,8	13,5	23,0	17,2	23,4
Marża brutto	17,4%	18,5%	16,7%	14,9%	15,6%	16,8%	16,7%	15,5%	15,9%	15,1%	16,4%	16,1%	16,2%
Marża EBITDA	11,2%	14,5%	5,2%	11,2%	8,0%	11,5%	11,3%	10,2%	10,6%	8,8%	10,0%	10,8%	10,9%
Marża EBIT	7,9%	11,6%	1,2%	7,4%	4,5%	5,6%	5,4%	5,4%	7,1%	5,1%	6,5%	6,0%	6,8%
Marża netto	5,7%	9,1%	0,6%	6,1%	3,7%	4,6%	4,4%	4,5%	5,8%	3,6%	5,1%	4,9%	5,6%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Podane prognozy uwzględniają ewentualne zwiększenie rezerwy na spór z GITD w wysokości 3 mln PLN. W przypadku braku rezerwy marża EBITDA w 4Q'15 powinna wynieść 10,5%, a w całym '15 10,7%*

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	**165,2**	**160,1**	**153,6**	**154,2**	**154,0**	**154,9**	**156,2**	**157,6**	**157,0**	**156,5**	**156,1**	**155,8**
Wartości niematerialne i prawne	70,3	63,1	56,3	56,5	56,4	56,8	57,3	57,9	57,6	57,4	57,3	57,2
Rzeczowe aktywa trwałe	87,2	86,4	84,9	85,3	85,2	85,7	86,5	87,3	87,0	86,7	86,4	86,3
Pozostałe aktywa trwałe	7,7	10,7	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Aktywa obrotowe	**168,6**	**167,0**	**161,3**	**158,3**	**183,9**	**202,5**	**215,0**	**224,7**	**225,1**	**225,1**	**224,9**	**224,6**
Zapasy	12,5	14,9	11,2	8,7	10,5	11,1	11,4	11,6	10,5	10,5	10,5	10,5
Należności handlowe	140,0	129,9	134,4	104,8	139,4	148,5	152,3	154,8	139,4	139,7	140,1	140,6
środki pieniężne	12,9	15,5	7,0	36,1	25,3	34,0	42,6	49,6	66,5	66,1	65,5	64,8
Pozostałe aktywa obrotowe	3,2	6,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	6,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Aktywa razem	**340,2**	**328,5**	**316,3**	**313,9**	**339,3**	**358,7**	**372,6**	**383,6**	**383,5**	**382,9**	**382,3**	**381,8**
Kapitały własne	**189,5**	**201,0**	**218,0**	**227,6**	**245,4**	**261,8**	**274,4**	**284,6**	**289,6**	**288,9**	**288,2**	**287,5**
Zobowiązania długoterminowe	**7,7**	**20,2**	**3,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**
Zobowiązania krótko terminowe	**143,0**	**107,3**	**94,4**	**83,4**	**91,1**	**94,1**	**95,4**	**96,2**	**91,1**	**91,2**	**91,3**	**91,5**
Zobowiązania handlowe	72,7	56,2	49,8	38,8	46,5	49,5	50,8	51,6	46,5	46,6	46,7	46,9
Pozostałe zobowiązania	70,3	51,1	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6
Pasywa razem	**340,2**	**328,5**	**316,3**	**313,9**	**339,3**	**358,7**	**372,6**	**383,6**	**383,5**	**382,9**	**382,3**	**381,8**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	371,9	372,5	448,0	349,2	418,3	445,6	456,8	464,3	418,3	419,2	420,4	421,8
Koszt własny sprzedaży	311,0	316,3	374,5	292,9	350,4	374,8	384,7	391,2	350,5	352,2	354,0	356,0
Zysk brutto ze sprzedaży	60,9	56,2	73,4	56,4	67,9	70,9	72,1	73,1	67,7	67,0	66,4	65,8
Koszty sprzedaży i marketingu	15,8	17,0	19,1	17,5	20,9	22,3	22,8	23,2	20,9	21,0	21,0	21,1
Koszty ogólnego zarządu	17,5	17,3	20,1	18,4	19,0	19,5	19,7	19,9	20,1	20,3	20,5	20,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8,9	-3,0	-5,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBITDA	33,0	32,9	44,8	37,9	45,5	46,5	47,1	47,6	44,6	43,5	42,6	41,7
EBIT	18,8	18,9	28,9	21,0	28,6	29,6	30,1	30,5	27,2	26,3	25,4	24,6
Saldo działalności finansowej	-4,9	-0,4	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7
Wynik brutto	13,9	18,6	28,8	21,2	28,9	29,8	30,4	30,9	27,7	27,0	26,1	25,2
Wynik netto	8,5	13,5	23,0	17,2	23,4	24,2	24,7	25,0	22,5	21,8	21,1	20,4

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,1	8,6	48,7	54,9	11,6	34,3	38,9	40,4	51,2	38,9	38,0	37,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,5	-9,6	-16,1	-17,2	-16,7	-17,8	-18,3	-18,6	-16,7	-16,8	-16,8	-16,9
Przepływy z działalności finansowej	-18,2	3,6	-41,2	-8,6	-5,7	-7,7	-12,1	-14,8	-17,5	-22,5	-21,8	-21,1
Przepływy pieniężne netto	-30,8	2,6	-8,5	29,1	-10,8	8,8	8,6	7,0	16,9	-0,4	-0,6	-0,7
Środki pieniężne na początek okresu	43,2	12,9	15,5	7,0	36,1	25,3	34,0	42,6	49,6	66,5	66,1	65,5
Środki pieniężne na koniec okresu	12,5	15,5	7,0	36,1	25,3	34,0	42,6	49,6	66,5	66,1	65,5	64,8

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Dane Finansowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	29,3%	0,2%	20,2%	-22,0%	19,8%	6,5%	2,5%	1,6%	-9,9%	0,2%	0,3%	0,3%
EBITDA zmiana r/r	28,6%	-0,2%	36,0%	-15,4%	20,2%	2,2%	1,4%	1,1%	-6,4%	-2,3%	-2,2%	-2,1%
EBIT zmiana r/r	28,8%	1,0%	52,7%	-27,4%	36,0%	3,5%	1,8%	1,2%	-10,6%	-3,5%	-3,4%	-3,3%
Zysk netto zmiana r/r	-21,5%	60,0%	69,8%	-25,1%	36,1%	3,1%	2,1%	1,5%	-10,2%	-2,8%	-3,3%	-3,2%
Marża brutto na sprzedaży	16,4%	15,1%	16,4%	16,1%	16,2%	15,9%	15,8%	15,7%	16,2%	16,0%	15,8%	15,6%
Marża EBITDA	8,9%	8,8%	10,0%	10,8%	10,9%	10,4%	10,3%	10,3%	10,7%	10,4%	10,1%	9,9%
Marża EBIT	5,0%	5,1%	6,5%	6,0%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,3%	6,0%	5,8%
Marża netto	2,3%	3,6%	5,1%	4,9%	5,6%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,2%	5,0%	4,8%
COGS/przychody	83,6%	84,9%	83,6%	83,9%	83,8%	84,1%	84,2%	84,3%	83,8%	84,0%	84,2%	84,4%
SG&A/ przychody	8,9%	9,2%	8,8%	10,3%	9,5%	9,4%	9,3%	9,3%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%
SG&A/COGS	10,7%	10,8%	10,5%	12,2%	11,4%	11,2%	11,1%	11,0%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
ROE	4,5%	6,7%	10,5%	7,6%	9,5%	9,2%	9,0%	8,8%	7,8%	7,6%	7,3%	7,1%
ROA	2,5%	4,1%	7,3%	5,5%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	5,9%	5,7%	5,5%	5,3%
Dług	19,1	26,4	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	9,2%	11,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	10,1%	13,2%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	10,0%	6,9%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	6,2	10,9	-5,9	-36,1	-25,3	-34,0	-42,6	-49,6	-66,5	-66,1	-65,5	-64,8
Dług netto / Kapitał własny	3,3%	5,4%	-2,7%	-15,8%	-10,3%	-13,0%	-15,5%	-17,4%	-23,0%	-22,9%	-22,7%	-22,5%
Dług netto / EBITDA	18,7%	33,1%	-13,3%	-95,3%	-55,6%	-73,3%	-90,4%	-104,1%	-149,2%	-151,9%	-153,8%	-155,2%
Dług netto / EBIT	32,9%	57,6%	-20,5%	-171,8%	-88,6%	-115,1%	-141,5%	-162,8%	-244,1%	-251,6%	-258,0%	-263,7%
EV	181,3	186,0	169,1	139,0	149,8	141,0	132,5	125,5	108,6	108,9	109,6	110,3
Dług / EV	10,5%	14,2%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	3,1%	2,9%	3,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
CAPEX/Amortyzacja	79,9%	77,4%	85,9%	103,6%	98,8%	105,4%	107,4%	108,2%	96,5%	97,1%	97,8%	98,3%
Amortyzacja/Przychody	3,8%	3,8%	3,5%	4,8%	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Zmiana KO/Przychody	6,2%	2,4%	1,6%	-6,0%	6,9%	1,5%	0,6%	0,4%	-2,7%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	27,5%	1353,2%	9,5%	21,4%	41,6%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%

Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MC/S	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P.E	20,7	12,9	8,1	11,5	8,2	7,9	7,7	7,6	8,6	8,8	9,2	9,5
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE	7,7	6,4	4,7	5,5	4,6	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9
EV/EBITDA	5,5	5,6	3,8	3,7	3,3	3,0	2,8	2,6	2,4	2,5	2,6	2,6
EV/EBIT	9,7	9,8	5,8	6,6	5,2	4,8	4,4	4,1	4,0	4,1	4,3	4,5
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	2,0	2,1	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
EPS	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	3,6	0,9	3,6	7,6	5,7	7,7	12,1	14,8	17,5	22,5	21,8	21,1
DPS	0,04	0,01	0,04	0,08	0,06	0,08	0,13	0,16	0,19	0,25	0,24	0,23
DYield	2,1%	0,5%	2,1%	4,3%	3,2%	4,4%	6,9%	8,5%	10,0%	12,8%	12,5%	12,1%
Payout ratio	33,8%	10,8%	27,0%	33,0%	33,0%	33,0%	50,0%	60,0%	70,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, 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
Akmuluj	2,51	-	-	18.12.2015	1,92	45 684

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	6	30%
Akumuluj	4	20%
Trzymaj	6	30%
Redukuj	3	15%
Sprzedaj	1	5%

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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 obarczona 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 uwzględniać, 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 dodatniej 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 dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 18.12.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.12.2015 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 niemniejszym 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 18.12.2015 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 subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM pełni funkcję 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 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.