Dom Maklerski BDM S.A.

QUMAK

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 7,82 PLN

22 GRUDNIA 2015

Decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Qumaka od zalecenia Redukuj z ceną docelową 7,82 PLN/akcję. Zwracamy uwagę na znaczną ekspozycję spółki na segmenty uzależnione od środków publicznych (infrastruktura lotnicza, ekspozycje multimedialne, administracja publiczna i smart city), co może skutkować silną erozją wyników w 2016 roku. Potencjał do odbudowy wyników w kolejnych okresach również może być ograniczony z uwagi na znaczną ekspozycję na segment infrastruktury lotniczej.

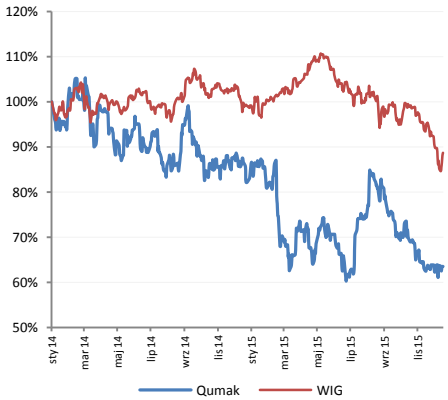
W 4Q'15 oczekujemy kontynuacji wzrostu sprzedaży jaki Qumak osiągał w poprzednich kwartałach. Ma się do tego przyczynić finalizacja kontraktów z obszaru infrastruktury lotniczej i data center. Przychody powinny wzrosnąć do poziomu 252,3 mln PLN (+46,1% r/r), a wynik EBIDTA i zysk netto odpowiednio do 6,1 mln PLN i 3,9 mln PLN, co jest wyraźnym wzrostem w porównaniu do straty EBITDA wynoszącej 9,6 mln PLN i straty netto 8,6 mln PLN w 4Q'14 wywołanej odpisami na projekcie e-dolnośląskie. W 2016 roku oczekujemy wyraźnie słabszej ścieżki wynikowej wywołanej spowolnieniem w sektorze publicznym. Prognozujemy spadek przychodów do 555,8 mln PLN (-28,3% r/r) oraz słabszy wynik EBITDA i zysk netto odpowiednio 12,7 mln PLN (-33,6% r/r) i 5,8 mln PLN (-46,9% r/r).

Powrót do wzrostowej ścieżki wynikowej powinien być możliwy dopiero w 2017 roku w wyniku uruchomienia środków z nowej perspektywy finansowej UE. Tutaj spółka mocno liczy na projekty z szeroko rozumianym obszarem smart city. W ramach tego segmentu Qumakowi udało się zbudować kompetencje dotyczące budowy inteligentnych systemów transportowych (TRISTAR w Trójmieście i system ITS dla Lublina), dzięki czemu liczy na inwestycje samorządów w tego typu technologie. Inne segmenty, które w 2015 roku przyniosły wyraźną poprawę sprzedaży takie jak budowa obiektów data center mogą w nadchodzących okresach nie powtórzyć takiej dynamiki z uwagi na obecne trendy w IT, które ograniczają potencjalne grono odbiorców. W przypadku infrastruktury lotniskowej odbudowa wyników wraz z uruchomieniem środków z nowej perspektywy UE także może nie być dynamiczna. W ostatnich okresach na rozwój portów lotniczych zostały poniesione znaczne nakłady, a komercyjna porażka lotniska w Radomiu stwarza ryzyko ograniczenia nakładów inwestycyjnych w tym obszarze przez nową administrację. Niepewność związana jest również z lotniskiem w Balicach gdyż wykonawcy wcześniejszych etapów ciągle się opóźniają, a umowa ta stanowi znaczną część obecnego backlogu.

Wycena DCF [PLN]	8,4
Wycena porównawcza [PLN]	7,8
Wycena końcowa [PLN]	**7,8**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-13,8%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,07
Kapitalizacja [mln PLN]	94,1
Ilość akcji [mln szt.]	10,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	12,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,87
Stopa zwrotu za 3 mc	-14,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-6,5%
Struktura akcjonariatu:	
Legg Mason TFI	9,4%
OFE PZU	5,4%
PTE Allianz Polska S.A.	8,2%
Aviva PTE	8,2%
Nationale-Nederlanden PTE	5,3%
Pozostali	63,6%

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]	540,1	577,5	775,7	555,8	625,2	652,5
EBITDA [mln PLN]	10,0	-0,3	19,2	12,7	15,5	16,6
EBIT [mln PLN]	7,8	-3,2	16,1	9,2	12,0	12,9
Wynik netto [mln PLN]	6,7	-3,7	11,0	5,8	8,1	8,7
P/BV	1,1	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
P/E	14,5	-	8,6	16,2	11,6	10,8
EV/EBITDA	6,5	-	6,0	8,1	7,6	6,9
EV/EBIT	8,3	-	7,2	11,3	9,7	9,0



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
WYNIKI ZA 3Q'15 10
PORTFEL ZLECEŃ 12
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY 14
INFORMACJE O SPÓŁCE 15
RYNKI I KONKURENCJA 20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 26

PODSUMOWANIE

Wyceny Qumaka dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2016 -2017 dała wycenę jednej akcji na poziomie 6,42 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 8,42 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Cena końcowa wynosi 7,82 PLN

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

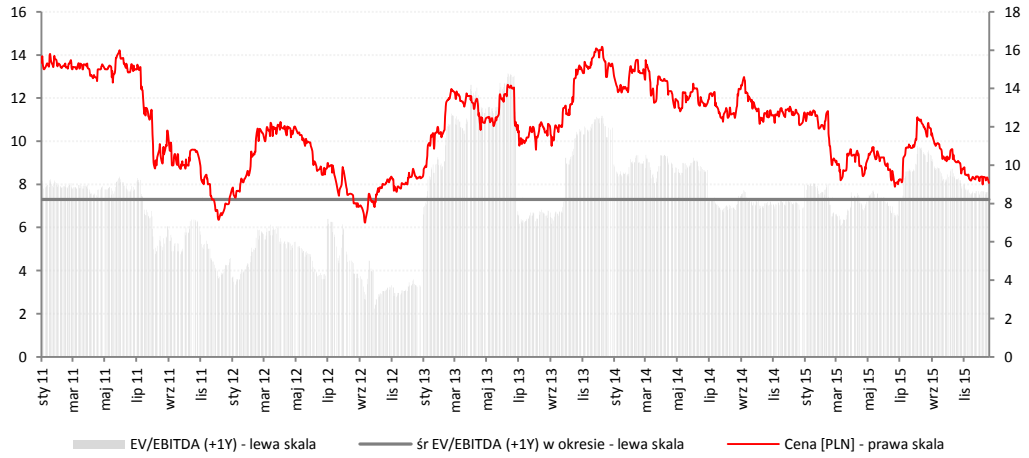
	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą	30%	6,42
Wycena metodą DCF	70%	8,42
Wycena 1 akcji [PLN]		**7,82**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekujemy, że rezultatem obecnej struktury przychodów Qumak może być jedną ze spółek, która w 2016 najmocniej odczuje spowolnienie w sektorze administracji publicznej. Wiąże się do uzależnieniem obszaru infrastruktury lotniczej i ekspozycji multimedialnych z finansowaniem ze środków unijnych. Nie oczekujemy także aby inne segmenty takie jak budowa obiektów typu data center miały skutecznie zneutralizować dziurę w portfelu zleceń powstałą po wyczerpaniu się środków ze starej perspektywy finansowej UE. Jest to efektem nowych trendów w IT, zgodnie z którymi popyt na takie obiekty zostanie ograniczony do wąskiej grupy podmiotów, które nie chcą lub nie mogą wydzielić swoich centrów danych na zewnątrz. Również nowa perspektywa może nie skutkować tak dynamiczną poprawą rezultatów z jaka spółka miała do czynienia w ostatnich okresach. Ma to związek z dość ograniczoną liczbą lotnisk w Polsce, a kolejne inwestycje jak np. modernizacja lądowisk dla śmigłowców będą raczej wyraźnie mniejsze (0,5 mln - 4 mln PLN) od dotychczas realizowanych przez spółkę. Po komercyjnej porażce lotniska w Radomiu, która miał silny medialny odsłuch istnieje ryzyko, że nowa administracja w znacznym stopniu ograniczy wydatki na rozwój infrastruktury lotniczej.

W 4Q'15 oczekujemy kontynuacji wzrostu sprzedaży jaki Qumak osiągał w poprzednich kwartałach. Ma się do tego przyczynić finalizacja kontraktów z obszaru infrastruktury lotniczej i data center. Przychody powinny wzrosnąć do poziomu 252,3 mln PLN (+46,1% r/r), a wynik EBIDTA i zysk netto odpowiednio do 6,1 mln PLN i 3,8 mln PLN, co jest wyraźnym wzrostem w porównaniu do straty EBITDA wynoszącej 9,6 mln PLN i straty netto 8,6 mln PLN w 4Q'14 wywołanej odpisami na projekcie e-Dolnośląskie. Cały 2015 rok zgodnie ze wcześniejszymi zapowiedziami przedstawicieli spółki miał być rekordowy pod względem raportowanych wyników jednak mając na uwadze niepewność co do ostatecznych rozliczeń na projekcie ISOK może się to okazać zbyt ambitnym założeniem. W 2016 roku oczekujemy wyraźnie słabszej ścieżki wynikowej wywołanej spowolnieniem w sektorze publicznym. Prognozujemy spadek przychodów do 555,8 mln PLN (-28,3% r/r) oraz słabszy wynik EBITDA i zysk netto odpowiednio 12,7 mln PLN (-33,6% r/r) i 5,8 mln PLN (-46,9% r/r).

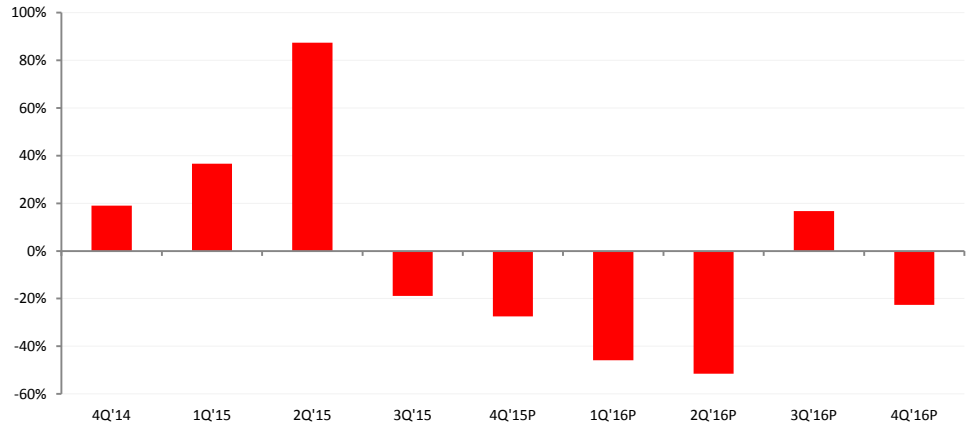
Akceptowalny przez inwestorów poziom EV/EBITDA



**Wyniki za 4Q'14 oczyszczone o rezerwę na e-dolnośląskie*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana EBITDA r/r*



*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *Wyniki za 4Q'14 oczyszczone o rezerwę na e-dolnośląskie*

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

- W całym 2015 roku wyniki spółki powinny ulec wyraźnej poprawie względem poprzedniego. Wpływ na lepsze rezultaty ma zdecydowanie większy backlog na 2015 rok, który po 1Q'15 był 24% większy niż w analogicznym okresie 2014 oraz odpisy związane z projektem e-dolnosląskie, które skutkowały stratą w całym 2014 roku.
- W 2016 oczekujemy zdecydowanego pogorszenia wyników w związku z wyczerpaniem się środków ze starej perspektywy UE. Wynika to z uzależnienia kluczowych dla spółki branż (ekspozycje multimedialne, infrastruktura lotniskowa) od środków publicznych. Zgodnie z zapowiedziami przedstawicieli zarządu, na mniejszych wysoko marżowych projektach dlatego pomimo spadku wolumenu sprzedaży możliwa jest nieznaczna poprawa marży brutto.
- W dalszych okresach spółka może w ograniczonym stopniu korzystać na środkach z nowego rozdania UE. Dotychczas dynamiczny wzrost wyników generowany był dzięki kontraktom z obszaru infrastruktury lotniczej. Istnieje ryzyko, że po komercyjnym nie powodzeniu nowego lotniska w Radomiu publiczne środki na inwestycje w porty powietrzne mogą zostać ograniczone.
- Nie zakładamy zawiązywanie większych rezerw na projekt ISOK ponad 1,6 mln PLN, które zostały odpisane na poczet większych kosztów realizacji tego projektu.
- 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%
- Dług netto został przyjęty na poziomie z końca 2014 .
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 10,4 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 22 grudnia 2015.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 8,42 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	775,7	555,8	625,2	652,5	678,3	696,7	682,2	697,5	713,2	729,3
EBIT[mln PLN]	16,1	9,2	12,0	12,9	13,7	14,3	13,1	13,6	14,0	14,5
Stopa podatkowa	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,1	1,7	2,3	2,4	2,6	2,7	2,5	2,6	2,7	2,8
NOPLAT[mln PLN]	13,0	7,5	9,7	10,4	11,1	11,6	10,6	11,0	11,4	11,7
Amortyzacja [mln PLN]	3,1	3,5	3,4	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1
CAPEX [mln PLN]	-7,9	-5,1	-5,0	-4,6	-4,1	-4,2	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11,0	10,2	-18,7	-4,3	-4,1	-2,9	2,3	-2,4	-2,5	-2,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-2,8	16,1	-10,5	5,3	6,9	8,5	12,9	8,4	8,7	8,9
DFCF [mln PLN]	-2,8	14,8	-8,9	4,2	5,0	5,7	7,9	4,8	4,5	4,3
Suma DFCF [mln PLN]	39,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	120,3									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	53,0	Wzrost w okresie rezydualnym			+1,0%					
Wartość firmy EV [mln PLN]	92,4									
Dług netto [mln PLN]	5,0									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	87,4									
liczba akcji [mln szt.]	10,4									
Wartość na akcje [PLN]	**8,42**									

Przychody zmiana r/r	34,3%	-28,3%	12,5%	4,4%	4,0%	2,7%	-2,1%	2,2%	2,3%	2,3%
EBIT zmiana r/r	-	-42,8%	30,8%	6,9%	6,9%	4,3%	-8,3%	3,4%	3,4%	3,3%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	30,4%	22,8%	51,6%	-34,5%	2,9%	3,0%
Marża EBITDA	2,5%	2,3%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,6%
Marża EBIT	2,1%	1,7%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%
Marża NOPLAT	1,7%	1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Przychody	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	254,6%	145,2%	145,0%	121,2%	103,5%	105,6%	102,2%	104,0%	105,5%	106,7%
Zmiana KO / Przychody	1,4%	-1,8%	3,0%	0,7%	0,6%	0,4%	-0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,6%	4,6%	27,0%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

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	87,5%	85,5%	86,5%	87,1%	87,6%	88,0%	88,1%	88,4%	93,7%	93,8%
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	12,5%	14,5%	13,5%	12,9%	12,4%	12,0%	11,9%	11,6%	6,3%	6,2%
WACC	8,4%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,7%	8,7%

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%**
	0,7	7,74	8,23	8,84	9,63	10,65	12,07	14,14	17,47	23,67
	0,8	7,30	7,74	8,27	8,94	9,81	10,97	12,63	15,16	19,51
	0,9	6,91	7,29	7,75	8,33	9,07	10,04	11,39	13,36	16,55
Beta	**1**	6,55	6,88	7,29	7,79	8,42	9,24	10,35	11,92	14,34
	1,1	6,21	6,51	6,87	7,31	7,86	8,55	9,47	10,75	12,63
	1,2	5,91	6,18	6,49	6,88	7,35	7,94	8,72	9,77	11,27
	1,3	5,63	5,87	6,15	6,49	6,90	7,41	8,07	8,94	10,15

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%**
	3%	8,21	8,78	9,49	10,41	11,64	13,38	16,03	20,55	29,96
	4%	7,30	7,74	8,27	8,94	9,81	10,97	12,63	15,16	19,51
	5%	6,55	6,88	7,29	7,79	8,42	9,24	10,35	11,92	14,34
Premia za ryzyko	**6%**	5,91	6,18	6,49	6,88	7,35	7,94	8,72	9,77	11,27
	7%	5,37	5,58	5,83	6,13	6,49	6,94	7,50	8,23	9,22
	8%	4,90	5,07	5,27	5,51	5,79	6,13	6,55	7,08	7,77
	9%	4,49	4,63	4,80	4,98	5,21	5,47	5,79	6,19	6,69

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**
	3%	13,90	13,06	12,88	11,64	11,03	10,99	9,97	9,50	9,07
	4%	12,08	11,23	10,53	9,81	9,21	8,73	8,19	7,75	7,35
	5%	10,65	9,81	9,11	8,42	7,86	7,39	6,90	6,49	6,12
Premia za ryzyko	**6%**	9,50	8,67	8,00	7,35	6,81	6,37	5,92	5,54	5,21
	7%	8,55	7,75	7,10	6,49	5,99	5,57	5,15	4,81	4,50
	8%	7,75	6,98	6,37	5,79	5,32	4,93	4,54	4,22	3,93
	9%	7,07	6,34	5,75	5,21	4,76	4,39	4,04	3,74	3,48

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

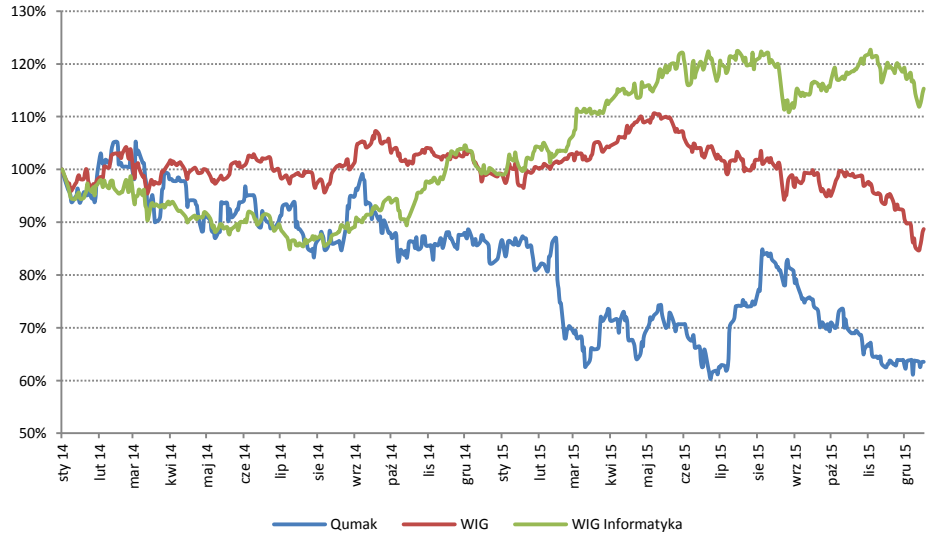
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2016 -2017 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalność Qumaka. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA,. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 50% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 6,42 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	**2016P**	**2017P**	**2015P**	**2016P**	**2017P**
Atende	8,3	8,2	6,6	4,0	3,6	3,2
Asseco BS	14,5	14,1	13,7	8,4	8,3	8,1
Comarch	13,6	15,7	9,6	6,4	6,4	4,7
Comp	12,5	10,7	10,9	8,2	7,0	6,6
Sygnity	-	22,3	9,2	7,3	6,0	4,9
Asseco Poland	13,5	12,3	11,7	4,3	4,0	3,8
Wasko	8,3	11,8	8,4	3,9	3,8	3,4
Mediana	**13,0**	**12,3**	**9,6**	**6,4**	**6,0**	**4,7**
Qumak	8,6	16,2	11,6	6,0	8,1	7,6
Premia/dyskonto do mediany	-34,0%	31,3%	20,4%	-5,7%	35,9%	61,0%
Wycena wg wskaźnika	13,8	6,9	7,5	9,7	6,4	4,8
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		**7,2**			**5,6**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	**6,42**					

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

Zachowanie kursu spółki względem WIG i WIG-informatyka



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

OPIS RYZYK

- **Ryzyko przetargów publicznych**. W rezultacie znacznego udziału kontraktów z sektorem publicznym w przychodach spółki, wyniki Qumaka 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.
- **Ryzyko związane z koncentracją na rynku krajowym**. Qumak prawie całość sprzedaży kieruje na rynek krajowy, przez co jego wyniki są uzależnione od koniunktury gospodarczej w Polsce
- **Ryzyko wejścia dużych spółek z branży IT do nisz rynkowych**. Dynamiczny wzrost wolumenów sprzedaży był możliwy dzięki skoncentrowaniu się na niszowych branżach (infrastruktura lotnicza, ekspozycje multimedialne), w których konkurencja jest niewielka. Wejście rynek dużych graczy może negatywnie odbić się na marżach jakie Qumak jest w stanie generować w poszczególnych segmentach.
- **Ryzyko kar umownych.** Qumak realizuje znaczną ilość złożonych projektów informatycznych, gdzie efekt końcowy zależy od bardzo wielu czynników. Niewłaściwe działanie niektórych systemów, błędy popełnione podczas ustalania warunków kontraktów oraz inne nieprzewidziane czynniki narażają spółkę na opóźnienia w realizacji zleceń bądź działanie budowanych systemów niezgodnie z oczekiwaniami klientów. Może to powodować pojawianie się niespodziewanych kosztów w związku z realizacją kontraktów i negatywnie odbijać się na wynikach raportowanych przez spółkę.
- **Rosnąca presja płacowa w sektorze IT.** Niedobór wykwalifikowanych specjalistów na rynku powoduje rosnącą presje na wzrost wynagrodzeń, co jest mocno odczuwalne przez firmy działające w sektorze informatycznym. Dodatkowo duża konkurencja miedzy firmami o pracowników stwarza ryzyko niepozyskania wystarczających zasobów ludzkich niezbędnych do realizacji zleceń. Ponadto działalność podmiotów z sektora informatycznego opiera się na kapitale intelektualnym pracowników, przez co wzmożona konkurencja może prowadzić do odejścia kluczowej kadry i w rezultacie doprowadzić do utraty przewag konkurencyjnych.
- **Ograniczenie inwestycji w lotniska.** Kontrakty z zakresu modernizacji i rozbudowy infrastruktury lotniczej były do tej pory głównym motorem wzrostu spółki. Jednak przykład lotniska w Radomiu może spowodować, że nowa administracja będzie dużo ostrożniej wydawać środki na inwestycje w tym obszarze i finalnie obroty Qumaka w tym segmencie mogą okazać się słabsze niż miało to miejsce dotychczas.

ISTOTNE SPORY KTÓRYCH STRONĄ JEST SPÓŁKA

Spór z Urzędem Marszałkowskim Województwa Dolnośląskiego

Celem projektu e-dolnośląskie było wykonanie i wdrożenie bazy wiedzy o Dolnym Śląsku oraz stworzenie infrastruktury potrzebnej do funkcjonowania tej platformy. Wartość kontraktu wynosiła 53,6 mln PLN netto. 24 lutego 2015 Województwo Dolnośląskie odstąpiło od umowy, podając jako przyczynę opóźnienia w realizacji poszczególnych etapów, co uniemożliwiało ukończenie prac w wymaganym umową terminie. W związku z opóźnieniami w projekcie Urząd Marszałkowski naliczył spółce kary na łączną sumę 7,2 mln PLN, dodatkowo została wystawiona nota obciążająca spółkę w wysokości 26,8 mln PLN z tytułu odstąpienia od umowy z winy wykonawcy. Zarząd Qumaka uznał te zarzuty za całkowicie bezpodstawne argumentując, że opóźnienia wynikały z braku współpracy zamawiającego przy realizacji umowy oraz sabotowania projektu przez zleceniobiorcę. Spółka wystąpiła do sądu o zapłatę pełnego wynagrodzenia pomniejszonego o dotychczasowe płatności w wysokości 64,7 mln PLN oraz odszkodowania w wysokości 30,9 mln PLN. Qumak domagał się również uznania bezzasadności kar naliczonych przez Urząd Marszałkowski.

Z racji nie uznania zasadności naliczenia kar przez Województwo Dolnośląskie, zarząd spółki zdecydował się nie zawiązywać rezerw na poczet naliczonych kar. Dokonano natomiast inwentaryzacji aktywów, które powstały w wyniku realizacji tego projektu i wyceniono je na 29,7 mln PLN na podstawie poniesionych nakładów. Ponieważ cześć z tych aktywów może być wykorzystana tylko i wyłącznie w województwie dolnośląskim zawiązano rezerwę na utratę wartości tych aktywów w wysokości 18 mln PLN. Spółka planuje wykorzystanie tych produktów i technologii w innych realizowanych przez siebie projektach projektach.

Dnia 19 czerwca 2015 została zawarta ugoda na mocy której obie strony zrzekają się wszystkich obecnych i przyszłych roszczeń wynikających z tytułu opóźnień bądź zerwania kontraktu. Ponadto Urząd Marszałkowski zobowiązał się do odkupienia ortofotomapy oraz wideobanerów za kwotę 1,65 mln PLN.

Spór z Komendą Główną Policji

Spór z Policją dotyczył zapłaty 2,7 mln PLN za prace dodatkowe jakie Qumak musiał wykonać realizując kontrakt dla Komendy Głównej Policji zawarty w 2008. Umowa polegał kompleksowym wykonaniu przebudowy budynku Komendy Głównej Policji w Warszawie wraz z infrastrukturą techniczną. Począwszy od opracowania koncepcji programowo-przestrzennej przez wykonanie dokumentacji projektowej oraz robót budowlanych i instalacyjnych wraz z uruchomieniem i montażem pierwszego wyposażenia inwestycji. Wartość umowy opiewała na kwotę 49,9 mln zł brutto. Przedmiotem sporu była terminowość oraz zakres wykonanych prac, w trakcie realizacji kontraktu okazało się, że zakres prac musi być większy przez co wydłużył się termin realizacji zlecenia z winy zamawiającego.

Spór z Narodowym Centrum Sportu

Obecnie przedmiotem sporu jest kwota 6,4 mln PLN należna Qumakowi za wykonane prace teletechniczne podczas budowy Stadionu Narodowego. Qumak realizował kontrakt w konsorcjum podwykonawców Elektrobudowa – Qumak – Agat, generalnym wykonawcą budowy Stadionu Narodowego było konsorcjum Hudrobuowa – PBG – Alpine. W związku z bankructwem generalnego wykonawcy konsorcjum EQA zwróciło się do NCS o zapłatę należności. NCS uznało roszczenia podwykonawców i wypłaciło część zobowiązań, jednak później NCS stwierdziło, że uznając te należność działało pod wpływem błędu i odmówiło zapłaty pozostałej części kwoty należnej konsorcjum EQA. Konsorcjum skierowało sprawę do sądu i domaga się 16,6 mln PLN wynagrodzenia za realizację umowy głównej i 3,5 mln PLN za wykonanie prac dodatkowych.

Nałożenie kary przez UOKiK

W związku z domniemaną zmową między Qumakiem, a Thales Polska przy przetargu na wybudowanie zintegrowanego systemu sterowania ruchem kolejowym na odcinku Warszawa Okręcie – Radom, UOKiK nałożył na Qumak 0,9 mln PLN kary. Zmowa miała polegać na tym że obie spółki brały udział w przetargu jednak Thales było zatrudnione jako podwykonawca Qumaka. Zdaniem Urzędu współpraca między obiema spółkami była tak dalece posunięta, że miała znamiona zmowy. Zarząd Qumaka odrzuca zarzuty i zwraca uwagę na to, że oferta Qumaka była badana przez Krajową izbę Odwoławczą, Sąd Okręgowy w Warszawie oraz Urząd Zamówień Publicznych i żaden z tych organów nie stwierdził zmowy przetargowej. Spółka zwraca również uwagę na to, że podstawą naliczenia kary są przychody spółki, a nie potencjalne korzyści jakie Qumak mógł osiągnąć z realizacji tego kontraktu.

Projekt ISOK

Qumak zawarł z Krajowym Zarządem Gospodarki Wodniej umowę o wykonanie i wdrożenie krajowego systemu osłony kraju przed nadzwyczajnymi zdarzeniami. W październiku 2015 roku na rynek dobiegła informacja o opóźnieniach podczas realizacji II etapu projektu za które naliczono spółce kary w wysokości 0,66 mln PLN i rozpoczęciu naliczania kar za kolejny etap. Spółka nie zgadza się z zasadnością naliczonych kar, jednak w ciężar wyników za 3Q'15 została zawiązana rezerwa na łączna kwotę 1,6 mln PLN. Pierwotnie wartość umowy wynosiła 50,6 mln, a w wyniku późniejszych aneksów zwiększyła się do 52,7 mln PLN. W grudniu KZGW poinformował o odbiorze IV etapu, jednak ostateczne decyzje co do kar nie zostały jeszcze podjęte.

WYNIKI ZA 3Q'15

W 3Q'15 Qumak zaraportował wyraźny wzrost przychodów w porównaniu do 3Q'14, który wyniósł 37,2% r/r, co jest rezultatem większej ilości zamówień w obszarze infrastruktury lotniczej (+426% r/r) i data center (+914% r/r). Również w całym okresie 1Q' – 3Q'15 spółka odnotowała wyraźny wzrost wyników do czego przyczynił się niezwykle udany 2Q'15 oraz ugoda z Komendą Główną Policji zawarta jeszcze w 1Q'15 zwiększająca wynik operacyjny o 2,5 mln PLN. Przychody w porównaniu do okresu 1Q – 3Q'14 wzrosły o 29,3%, a EBITDA i zysk netto odpowiednio o 41% i 45,4%.

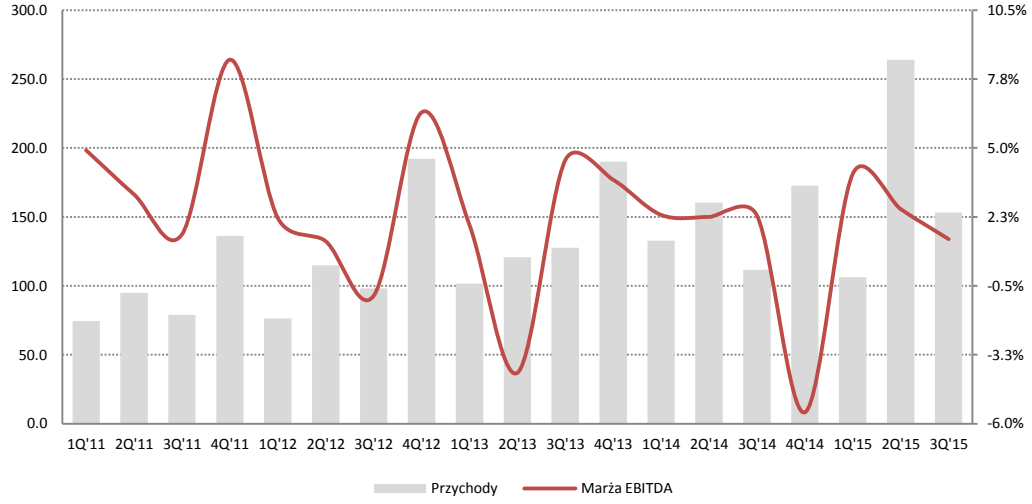
Na tle tych statystyk sam 3Q'15 wypada blado. Pomimo wspomnianego już dynamicznego wzrostu sprzedaży w porównaniu do 3Q'14 wyraźnemu pogorszeniu uległ wynik EBITDA spółki (-18,9% r/r), który osiągnął poziom 2,1 mln PLN. Za taki stan rzeczy odpowiada rezerwa zawiązana na poczet ewentualnych dodatkowych kosztów na projekcie ISOK. Pod koniec października na rynek dotarły informacje o opóźnieniach przy realizacji tego kontraktu oraz o tym, że niektóre elementy tego systemu nie działają prawidłowo. Zamawiający wystawił Qumakowi notę karną w wysokości 0,66 mln PLN za II etap projektu i rozpoczął naliczanie kar za kolejny etap. Dotychczas zawiązana rezerwa wynosi 1,6 mln PLN.

Wyniki spółki kwartalnie [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q' - 3Q'14	1Q' - 3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	4Q'14 - 3Q'15	zmiana r/r
Przychody	111,7	153,2	37,2%	404,9	523,4	29,3%	594,9	696,1	17,0%
Data Center	*2,1*	*21,2*	*913,6%*	*26,7*	*49,2*	*83,8%*	*56,8*	*64,2*	*13,0%*
Infrastruktura lotnicza	*5,0*	*25,6*	*416,4%*	*46,5*	*130,9*	*181,7%*	*55,3*	*153,8*	*178,3%*
BMS i technologie budynkowe	*17,3*	*28,2*	*62,8%*	*71,9*	*96,2*	*33,9%*	*94,4*	*117,5*	*24,5%*
Systemy IT dla sektora publicznego	*14,4*	*9,1*	*-36,5%*	*70,6*	*30,8*	*-56,3%*	*103,8*	*24,2*	*-76,7%*
Ekspozycje multimedialne	*19,6*	*3,9*	*-80,3%*	*31,1*	*22,0*	*-29,3%*	*32,0*	*32,6*	*1,7%*
Zarządzanie i serwis systemów komputerowych	*14,7*	*12,5*	*-15,0%*	*39,8*	*43,1*	*8,1%*	*59,6*	*69,9*	*17,2%*
Sprzedaż sprzętu komputerowego i licencji	*12,6*	*22,9*	*81,7%*	*47,2*	*64,7*	*37,0%*	*69,7*	*105,5*	*51,3%*
Pozostałe	*20,4*	*26,2*	*28,9%*	*71,1*	*86,6*	*21,8%*	*123,8*	*128,4*	*3,7%*
EBITDA	2,6	2,1	-18,9%	9,3	13,1	41,0%	16,3	3,5	-78,7%
EBIT	1,8	1,3	-28,1%	7,2	10,7	50,0%	13,6	0,3	-97,5%
Zysk brutto	1,1	0,9	-21,7%	6,4	8,6	33,7%	13,5	-2,0	-114,8%
Zysk netto	0,9	0,8	-2,9%	4,9	7,1	45,4%	10,3	-1,5	-114,6%
Marża EBITDA	2,3%	1,4%		2,3%	2,5%		2,7%	0,5%	
Marża EBIT	1,6%	0,9%		1,8%	2,1%		2,3%	0,0%	
Marża netto	0,8%	0,5%		1,2%	1,4%		1,7%	-0,2%	

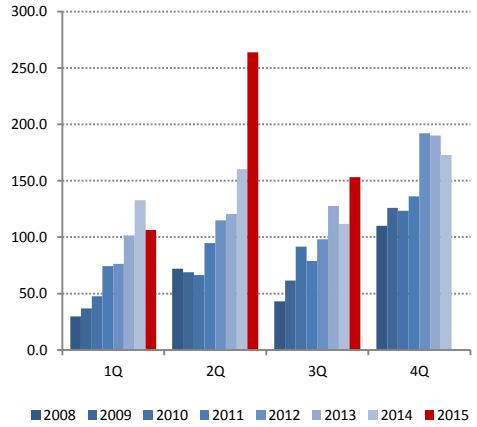
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Wyniki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



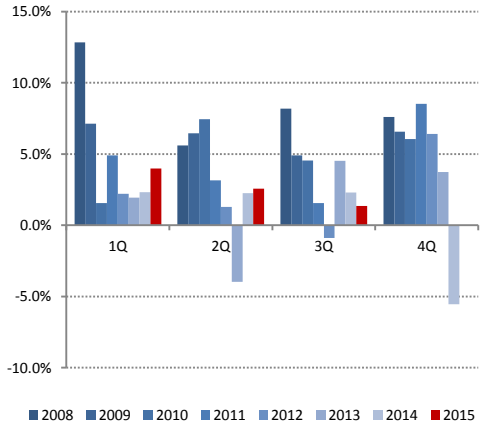
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Przychody kwartalnie [mln PLN]



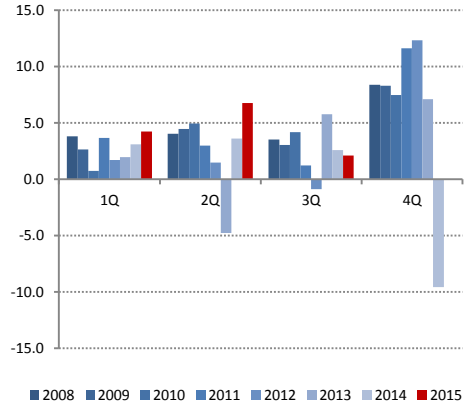
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Marża EBITDA kwartalnie



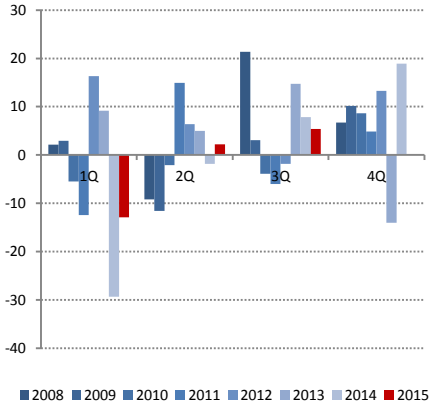
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

EBITDA kwartalnie [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Przepływy operacyjne [mln PLN]

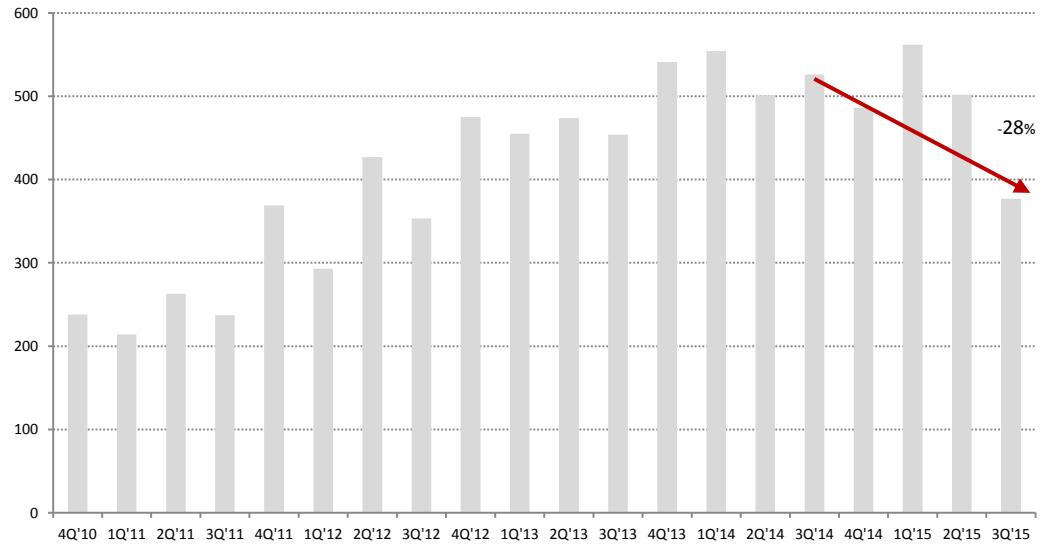


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

PORTFEL ZLECEŃ

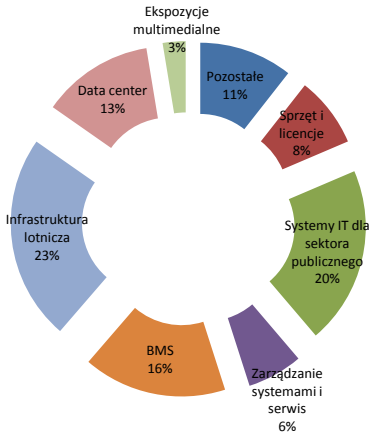
Przesunięcie rozdysponowania środków z nowej perspektywy finansowej UE może być w 2016 roku wyraźnie odczuwalne przez Qumak. W 2015 spadek sprzedaży do podmiotów z administracji publicznej udało się zneutralizować poprzez pozyskanie znacznej liczby kontraktów w segmencie infrastruktury lotniczej, data center i automatyki budynkowej. W portfelu zamówień zaprezentowanym początkiem listopada 2015 widać wyraźny spadek (-28% r/r) kontraktacji na kolejne okresy. Jest to pokłosie finalizowania dużych kontraktów w segmencie infrastruktury lotniczej, gdyż inwestycje w tym obszarze także są w pewnym stopniu zależne od finansowania ze środków publicznych, Większość z nich zostanie sfinalizowana do końca 4Q'15. Na 2016 pozostanie projekt w Balicach, jednak harmonogram prac na tym lotnisku ciągle pozostaje niewiadomą, gdyż wykonawcy wcześniejszych etapów wciąż opóźniają się z zakończeniem prac w wyniku czego Qumak jeszcze nie przystąpił do realizowania prac będących w jego kompetencjach. Wyraźny spadek zamówień jest widoczny także w sektorze publicznym, którego udział w ogólnej wartości backlogu spadł do 5%. Tendencja w tym segmencie może zacząć się odwracać dopiero końcem 2016 roku kiedy powinny ruszyć przetargi z nowej perspektywy UE.

Backlog spółki [mln PLN]



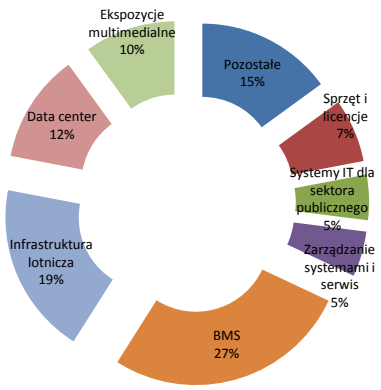
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Struktura backlogu po 3Q'14



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Struktura backlogu po 3Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Portfel zleceń spółki

Zawarcie umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Termin zakończenia
2015-12-14	KIR	Realizacja i serwis Data Center	27,1	2016-12
2015-12-10	Inspektorat Uzbrojenia	Dostawa sprzętu	9,6	2015-12
2015-08-20	T4B	Zaprojektowanie i wykonanie instalacji bezpieczeństwa na obiektach warszawskiego węzła kolejowego.	16,0	2015-12
2015-08	Lotnisko Modlin	Budowa drogi patrolowej	8,6	2015-10
2015-09	UŚ	Klaster Obliczeniowy na UŚ	8,7	2015-12
2015-04-22	Wojskowa Akademia Techniczna	Wyposażenie nowej serwerowni Wojskowej Akademii Technicznej i wdrożenie tzw. chmury prywatnej	16,3	2016-02
2015-04-29	ZUS	Modernizacja serwerów i pamięci masowych firmy IBM dla Zakładu Ubezpieczeń Społecznych oraz 3-letni serwis i usługi wsparcia technicznego.	13,5	2017-10
2015-05-12	Muzeum II Wojny Światowej	Realizacja wystawy stałej w Muzeum II Wojny Światowej w Gdańsku.	35,8	2016
2015-03-20	Lotnisko Poznań Ławica	Wykonanie instalacji i konfiguracji oświetlenia nawigacyjnego, dostawę i instalację systemu Ice-Alert, oraz instalacje elektroenergetyczne oraz teletechniczne	12,2	2015-12
2015-03-23	HESA	Wykonanie instalacji energetycznej, teletechniczne i automatyki budynkowej.	33,4	2016-11
2015-02-23	Zarząd Dróg i Mostów w Lublinie	Wykonanie systemu ITS w Lublinie	22,7	2015-11
2014-12-12	Mostostal Warszawa	Wykonanie, dostawa i montaż systemów lotniskowych (BHS), prześwietlarek RTG, FIS, FIDS, DCS oraz zintegrowanego systemu bezpieczeństwa dla Portu Lotniczego „Mazury" w Szymanach.	12,5	2015-07
2014-12-05	IMGW	Kompleksowe wykonanie systemu AWOS na lotniskach w Katowicach, Krakowie, Wrocławiu, Rzeszowie, Łodzi, Szczecinie i Gdańsku oraz automatycznych systemów stanu nawierzchni drogi startowej Ice-alert, dla portów lotniczych w Katowicach, Krakowie, Rzeszowie, Łodzi i Szczecinie	24,4	2016-02
2014-12-05	Krajowy Zarząd Gospodarki Wodnej, IMGW	projekt, budowa i wdrożenie informatycznego systemu osłony kraju przed nadzwyczajnymi zagrożeniami (ISOK) oraz świadczenie usługi gwarancyjnej po wdrożeniu tego systemu przez okres 5 lat	52,7	2015-09
2013-11-15	Port Lotniczy Kraków Balice	Zaprojektowanie, dostawa i montaż systemu transportu i kontroli bagażu rejestrowanego	56,8	2015-12
2014-10-17	Port Lotniczy Gdańsk	Wykonanie energooszczędnego oświetlenia nawigacyjnego oraz modernizację systemu energetycznego zasilającego system oświetlenia nawigacyjnego	59,4	2015-08
17-07-2014	SPS Construction	Wykonanie instalacji: elektrycznych, automatyki budynkowej, systemów ochrony przeciwpożarowej, telewizji przemysłowej oraz kontroli dostępu, a także okablowania strukturalnego.	31,1	2015-05
2014-08-19	PKO BP	Wykonanie robót i dostaw niezbędnych do zrealizowania Inwestycji jaką jest Ośrodek Przetwarzania Danych	55,5	2015-11
2014-06-30	IMGW	Zaprojektowanie i budowa „pod klucz" stacji radaru meteorologicznego na Górze św. Anny	15,4	2015-08
2014-04-16	IDS-BUD	Kompleksowe wykonanie instalacji i sieci elektrycznych, teletechnicznych oraz BMS w zakresie inwestycji prowadzonej przez Politechnikę Warszawską	46,8	2016-01
2014-04-15	SPV Grodzisk	Zapewnienie ciągłości funkcjonowania oraz obsługi serwisowej gwarancyjnej i prewencyjnej urządzeń, układów, instalacji i systemów	9,9	2017-04
2014-02	TPSA	Realizacja przez Spółkę na rzecz Telekomunikacji Polskiej S.A. usług, w szczególności Service Desk i Field Support	10/rocznie	nieokreślony
2012-07-05	Erbud SA	Wykonanie instalacji elektrycznych, teletechnicznych oraz instalacji obiektu i BMS	32,2	2016-04

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli spółki jeszcze z 1H'15, cały 2015 rok miał być rekordowy pod względem raportowanych wyników. Jednak patrząc na wyniki osiągnięte w 1Q' – 3Q'15 i na backlog, który pozostał do końca roku wydaje się to bardzo ambitnym wyzwaniem. Potencjalnym ryzykiem jest również kwestia problemów przy realizacji projektu ISOK i związane z tym potencjalne kary. Portfel zamówień na 4Q'15 opublikowany początkiem listopada wyniósł 187 mln PLN i był o 40% większy w porównaniu do tego sprzed roku. Zwracamy uwagę na wyczerpującą się perspektywę środków unijnych, przez co spółka może mieć trudność w zdobywaniu znacznej ilości dodatkowych zleceń pod koniec roku jak miało to miejsce w poprzednich latach.

W 4Q'15 spodziewamy się kontynuacji dynamicznego wzrostu przychodów z jakim Qumak miał do czynienia w poprzednich kwartałach. Co prawda portfel zamówień po 3Q' jest 28% niższy r/r, to jego część przypadająca na 4Q'15 jest wyższa o ponad 50 mln PLN w porównaniu z 4Q'14. Zakładamy wzrost przychodów o 46,1% r/r do poziomu 252,3 mln PLN, a EBIDA i zysk netto powinny wynieść 6,1 mln PLN i 3,9 mln PLN, co także jest wyraźna poprawą, gdyż w ciężar 4Q'14 zostały wpisane rezerwy na projekt e-dolnosląskie.

Kolejne kwartały mogą przynieść wyraźnie słabszą ścieżkę wynikową w związku z wspomnianym już przesunięciem w rozpisywaniu nowych przetargów publicznych. Dlatego w 2016 spodziewamy się erozji rrezulatatów Qumaka, która powinna skutkować 28,3% spadkiem przychodów, a w przypadku wyniku EBITDA i zysku netto odpowiednio o 33,6% i 46,9% słabszymi w relacji do 2015 roku.

Spółka zbudowała mocną pozycję w obszarze infrastruktury lotniczej, co miało swoje przełożenie na wyniki generowane w 2015 roku. Z racji zakończenia większości dużych projektów jeszcze w 4Q'15 kolejne okresy mogą już być wyraźnie słabsze. Pierwszym czynnikiem jest uzależnienie inwestycji na lotniskach od środków publicznych, których na inwestycje w 2016 roku może być relatywnie mało. Kolejną kwestią jest komercyjne niepowodzenie lotniska w Radomiu, co pokazuje, że niektóre projekty w tym obszarze były w ostatnich latach nietrafione. Przez to istnieje obawa o ograniczenie środków publicznych na rozwój infrastruktury na lotniskach i na rynku pozostaną do zagospodarowania mniejsze projekty niż miało to miejsce dotychczas. W rezultacie, pomimo silnych kompetencji w segmencie infrastruktury lotniskowej Qumaka może to ograniczyć potencjalne korzyści dla spółki płynące z nowego rozdania środków unijnych.

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	172,7	106,3	263,9	153,2	252,3	97,9	150,3	111,5	196,0	577,5	775,7	555,8	612,9
Data Center	*15,1*	*7,9*	*20,0*	*21,2*	*29,2*	*7,9*	*14,0*	*14,9*	*20,4*	*41,8*	*78,3*	*57,2*	*57,8*
Infrastruktura lotnicza	*22,9*	*19,2*	*86,1*	*25,6*	*46,2*	*19,2*	*17,2*	*10,3*	*13,9*	*69,4*	*177,1*	*60,5*	*60,5*
BMS i technologie budynkowe	*21,3*	*25,8*	*42,2*	*28,2*	*65,6*	*25,8*	*42,2*	*28,2*	*65,6*	*93,2*	*161,9*	*161,9*	*169,9*
Systemy IT dla sektora publicznego	*-6,6*	*5,4*	*16,3*	*9,1*	*12,2*	*4,3*	*4,1*	*4,6*	*9,7*	*64,0*	*43,0*	*22,7*	*45,3*
Ekspozycje multimedialne	*10,6*	*2,5*	*15,6*	*3,9*	*24,3*	*2,5*	*3,1*	*3,9*	*24,3*	*41,7*	*46,3*	*33,8*	*40,6*
Zarządzanie i serwis systemów komputerowych	*26,8*	*14,9*	*15,7*	*12,5*	*12,2*	*8,9*	*9,4*	*7,5*	*7,3*	*66,7*	*55,2*	*33,1*	*33,5*
Sprzedaż sprzętu komputerowego i licencji	*40,8*	*13,8*	*27,9*	*22,9*	*26,2*	*9,7*	*19,6*	*16,0*	*18,3*	*88,0*	*90,9*	*63,6*	*70,0*
Pozostałe	*41,8*	*19,6*	*40,7*	*26,2*	*36,5*	*19,6*	*40,7*	*26,2*	*36,5*	*112,9*	*123,0*	*123,0*	*135,3*
EBITDA	-9,6	4,2	6,8	2,1	6,1	2,3	3,3	2,4	4,7	-0,3	19,2	12,7	15,0
EBIT	-10,4	3,5	6,0	1,3	5,3	1,4	2,4	1,5	3,8	-3,2	16,1	9,2	11,5
Zysk brutto	-10,5	3,0	4,7	0,9	4,8	0,9	1,9	1,1	3,3	-4,1	13,3	7,2	9,6
Zysk netto	-8,6	2,6	3,7	0,8	3,9	0,7	1,5	0,9	2,7	-3,7	11,0	5,8	7,7
Marża EBITDA	-5,5%	4,0%	2,6%	1,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,4%	-0,1%	2,5%	2,3%	2,4%
Marża EBIT	-6,0%	3,3%	2,3%	0,9%	2,1%	1,5%	1,6%	1,4%	2,0%	-0,6%	2,1%	1,7%	1,9%
Marża netto	-6,1%	2,8%	1,8%	0,6%	1,9%	0,9%	1,3%	0,9%	1,7%	-0,7%	1,7%	1,3%	1,6%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka * Po oczyszczeniu o rezerwę na projekt e-dolnosląskie wynik EBITDA za 4Q'14 wyniósłby 8,4 mln PLN*

INFORMACJE O SPÓŁCE

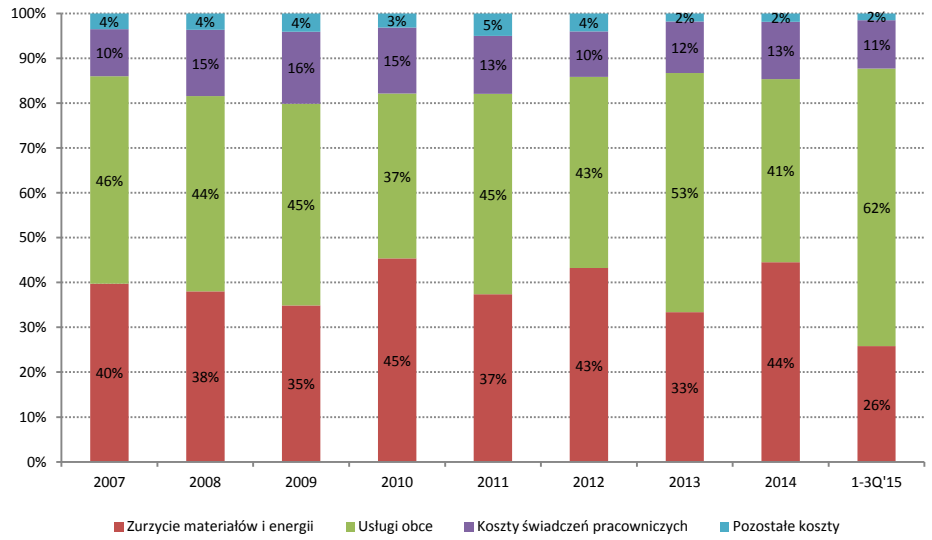
Qumak jest integratorem systemów IT, którego działalność skupia się głównie na rynku krajowym. Spółka opiera swój rozwój koncentrując się na niszowych segmentach takich jak budowa Data Center, konstruowanie i budowa inteligentnych systemów budynkowych (BMS), Ekspozycje Multimedialne, czy Infrastruktura Lotnicza. Koncentracja na tego typu działalności sprawia, że wyniki Qumaka są uzależnione także od koniunktury w budownictwie, choć zwykle charakteryzują się typową dla branży IT sezonowością zgodnie z która znaczna cześć wyników generowana jest w 4Q' roku kalendarzowego.

Struktura akcjonariatu

	Liczba akcji [tys. szt.]	Udział w kapitale zakładowym	Liczba głosów na WZA [tys.]	Udział w ogólnej liczbie głosów na WZA
Legg Mason TFI	973,91	9,39%	973,9	9,4%
OFE PZU	558,00	5,38%	558,0	5,4%
PTE Allianz Polska S.A.	849,60	8,19%	849,6	8,2%
Aviva PTE	849,60	8,19%	849,6	8,2%
Nationale-Nederlanden PTE	547,28	5,27%	547,3	5,3%
Pozostali	6596,69	63,58%	6596,7	63,6%

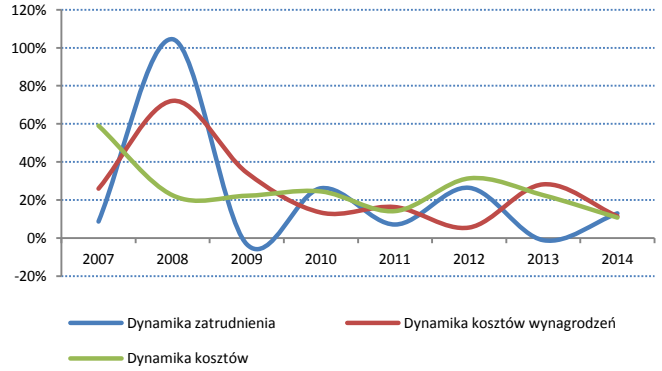
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

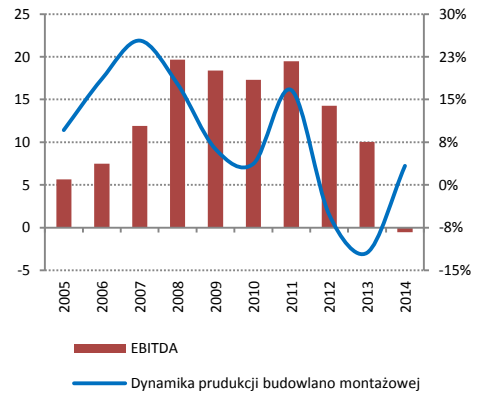
Dynamika zatrudnienia i kosztów



W przeciwieństwie to większości spółek branży IT fundusz płac stanowi tylko niewielką część ogółu kosztów, przez co dynamika kosztów nie jest istotnie skorelowana z poziomem zatrudnienia.

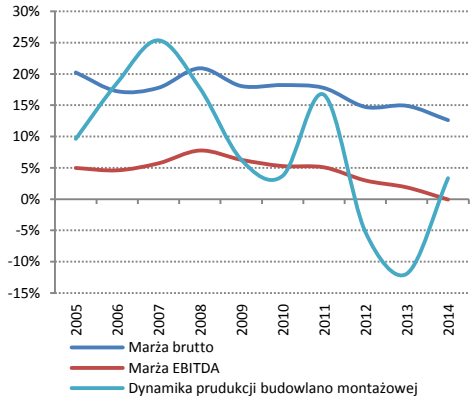
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w porównaniu do dynamiki produkcji budowlano montażowej



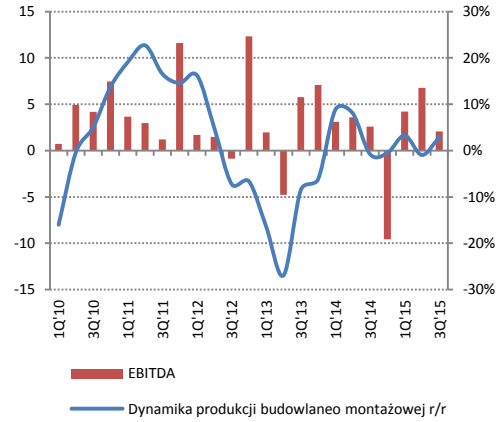
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka

Marże w porównaniu do dynamiki produkcji budowlano montażowej



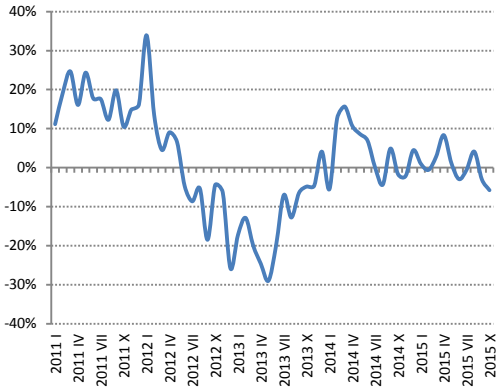
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka

Kwartalny EBITDA na tle dynamiki produkcji budowlano montażowej



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

Dynamika koniunktury w budownictwie w ujęciu r/r



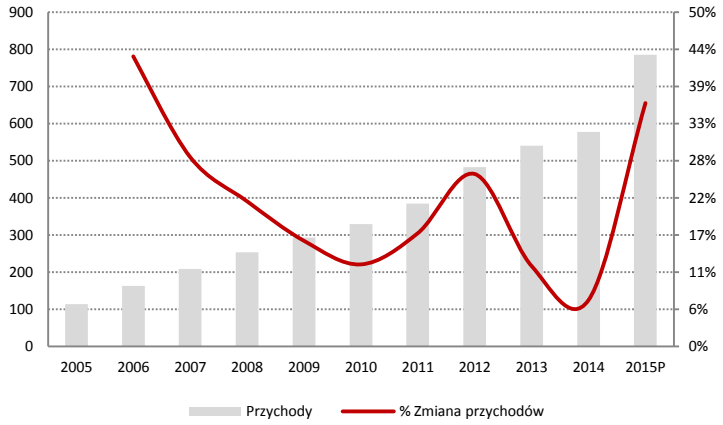
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka

Wyniki spółki w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P
Przychody	114,1	163,1	208,8	253,7	293,4	329,1	384,4	482,6	540,1	577,3	785,3
Zysk brutto ze sprzedaży	23,1	28,2	37,2	53,1	53,1	60,1	68,3	71,2	80,6	72,9	46,9*
EBITDA	5,7	7,5	11,9	19,7	18,4	17,3	19,5	14,3	10,0	-0,5	19,3
EBIT	4,2	5,8	10,1	17,3	16,1	14,8	16,8	11,7	7,8	-3,5	16,2
Zysk brutto	3,9	5,9	10,5	17,6	17,8	16,6	16,7	13,2	9,4	-4,4	14,6
Zysk netto	3,2	4,7	8,4	14,1	14,3	13,2	13,3	10,4	7,1	-3,9	12,0
Marża brutto	20,3%	17,3%	17,8%	20,9%	18,1%	18,2%	17,8%	14,8%	14,9%	12,6%	6,0%*
Marża EBITDA	5,0%	4,6%	5,7%	7,8%	6,3%	5,3%	5,1%	3,0%	1,9%	-0,1%	2,5%
Marża EBIT	3,7%	3,6%	4,8%	6,8%	5,5%	4,5%	4,4%	2,4%	1,4%	-0,6%	2,1%
Marża netto	3,4%	3,6%	5,0%	7,0%	6,1%	5,0%	4,3%	2,7%	1,7%	-0,8%	1,9%

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A. Spadek marży brutto na sprzedaży wynika ze zmiany sposobu prezentacji niektórych usług posprzedażowych

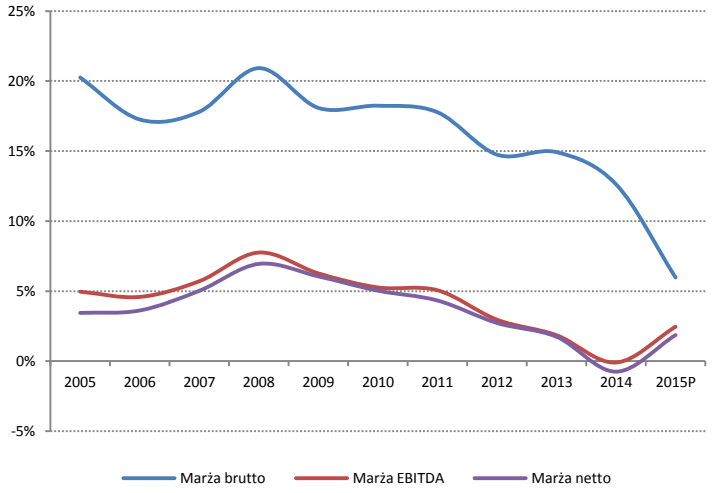
Przychody spółki historycznie [mln PLN]



Wyraźny wzrost przychodów w 2015 roku jest efektem pozyskania znacznej ilości kontraktów, głównie w obszarze infrastruktury lotniczej. Inną priorytetową linia biznesową są ekspozycje multimedialne, które także przyczyniły się do wzrostu wolumenów sprzedaży.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże



Spadek marżowości biznesu Qumaka jest zauważalny od dłuższego czasu. Proces ten udało się zahamować w 2014 roku jednak odpis na kontrakcie e-dolnosląskie skutkował zaraportowaniem straty EBITDA w całym 2014 roku. Dzięki dynamicznej odbudowie portfela zleceń rentowność i pozytywnemu rozstrzygnięciu sporu z Komenda Główną Policji spółce udało się mocno poprawić rentowność biznesu już od 1Q'15.

Spadek raportowanej marży brutto jest spowodowany zmianą w sposobie ujmowania niektórych kosztów związanych z posprzedażą, które do tej pory ujmowane były w kosztach sprzedaży.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

BILANS

Bilans Qumaka [mln PLN]

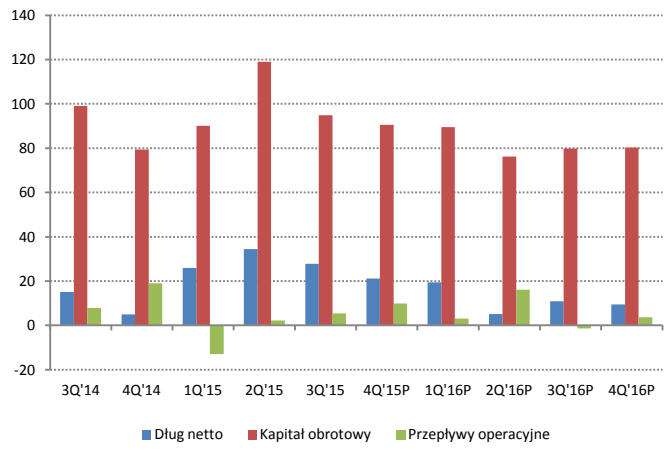
	2011	2012	2013	2014	3Q'14	3Q'15
Aktywa trwałe	**14,9**	**13,9**	**12,3**	**20,0**	**12,7**	**30,6**
Rzeczowe aktywa trwałe	5,5	4,7	6,5	9,3	8,9	10,1
Wartości niematerialne i prawne	0,1	0,1	0,1	1,6	0,0	3,8
Pozostałe	9,4	9,2	5,7	9,2	3,8	16,7
Aktywa obrotowe	**203,3**	**269,7**	**222,9**	**247,9**	**210,8**	**293,3**
Zapasy	6,9	7,9	7,7	18,8	9,1	31,0
Należności handlowe	184,4	212,6	116,4	146,9	81,2	120,6
Aktywa z tytułu kontraktów długoterminowych	0,0	0,0	55,6	53,7	92,3	107,2
Gotówka i jej ekwiwalenty	10,8	46,1	37,0	16,7	9,8	14,2
Pozostałe	1,1	3,1	6,2	11,7	18,3	20,3
Aktywa razem	**218,2**	**283,6**	**235,2**	**267,9**	**223,4**	**323,9**
Kapitał własny	**84,2**	**94,6**	**84,4**	**70,0**	**79,0**	**77,0**
w tym udział mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Zobowiązania długoterminowe	**6,6**	**7,7**	**13,6**	**12,8**	**11,6**	**10,8**
Zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Pozostałe	6,6	7,7	13,6	12,8	11,6	10,3
Zobowiązania krótkoterminowe	**127,4**	**181,4**	**137,2**	**185,2**	**132,9**	**236,1**
Zobowiązania finansowe	6,8	8,0	4,7	21,7	24,9	42,1
Zobowiązania handlowe	73,8	101,5	106,3	140,0	83,7	163,9
Pozostałe	46,8	71,9	26,3	23,5	24,4	30,1
Pasywa razem	**218,2**	**283,6**	**235,2**	**267,9**	**223,4**	**323,9**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

W odróżnieniu od większości spółek działających w branży informatycznej wartości niematerialne i prawne stanową niewielką część ogółu aktywów. Również poziom finansowania kredytem kupieckim jest wyższy niż w większości podmiotów w obszarze IT. Wynika to ze specyfiki działalności spółki, która podczas realizacji większości projektów korzysta z usług podwykonawców, a tylko w niewielkim stopniu z kapitału intelektualnego pracowników.

Realizując większość zleceń Qumak występuje jako główny wykonawca, jednak w rezultacie ograniczonych kompetencji w niektórych obszarach musi zlecać znaczną część prac podwykonawcom, co wymaga angażowania znacznego kapitału obrotowego. W wyniku prac nad kilkoma takimi projektów (np. Data Center dla PKO BP), na bilansie pojawił się dług netto. Oczekujemy, że dzięki finalizacji kontraktów w zakresie infrastruktury lotniczej i Data Center dla PKO BP będzie możliwa znaczna redukcja kapitału obrotowego, jednak w celu finansowania realizacji projektów z nowej perspektywy finansowej UE spółka może być zmuszona ponownie sięgnąć po finansowanie zewnętrzne.

Pozycja gotówkowa Qumaka



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

STRUKTURA ORGANIZACYJNA SPÓŁKI

Z powodu braku powodzenia w przejmowaniu nowych podmiotów Qumak zdecydował się na budowę grupy kapitałowej poprzez powoływanie do życia nowych spółek. W 2015 roku powstało MAE Multimedia Art. & Education działające w obszarze ekspozycji multimedialnych. Wcześniej bo jeszcze w lipcu 2014 roku powołane zostały podmioty operujące w innych strategicznych liniach biznesowych Qumaka jakimi są Inteligentne Systemy Transportowe i Infrastruktura Lotniskowa.

Struktura Grupy Kapitałowej Qumak

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

STAR ITS
Podmiot oferuje projektowanie i konsulting dotyczący systemów sterowania ruchem oraz odpowiada za ich kalibrację, obsługę i wdrażanie. Star ITS stanowi zaplecze kompetencyjne Qumaka przy realizacji kontraktów z obszaru inteligentnych systemów transportowych, jak również samodzielnie pozyskuje i realizuje mniejsze zlecenia.

SKYLAR
Spółka koncentruje swoje działania w sektorze infrastruktury lotniczej. Przedmiotem jej działalności jest projektowanie, wdrażanie i obsługa serwisowa systemów nawigacyjnych (świetlnych jak i radiowych typu ILS/DME DVOR/DME), systemów osłony meteo (stacje radarowe, AWOS, Ice-Alert), modernizacja i serwis systemów radiokomunikacji, a także projektowanie, realizacja, uruchomienie, rejestracja w Urzędzie Lotnictwa Cywilnego oraz pomoc w uzyskaniu środków dofinansowania z EU dla całodobowych lądowisk dla śmigłowców. Skylar oferuje również kompleksową realizację systemów bagażowych BHS (Baggage Handling Systems) oraz systemów prześwietlarek do wykrywania materiałów niebezpiecznych (EDS).

MAE Multimedia Art & Education
MAE opracowuje i wdraża projekty związane z usługami w obszarze technik ekspozycyjnych i multimedialnych dla podmiotów prywatnych i publicznych, w tym muzeów i centrów nauki. Spółka stanowi zaplecze kompetencyjne Qumaka w zakresie ekspozycji multimedialnych.

RYNKI I KONKURENCJA

Według nowej strategii opublikowanej w 2013 roku spółka w swoich sprawozdaniach prezentuje wyniki w następujących obszarach.

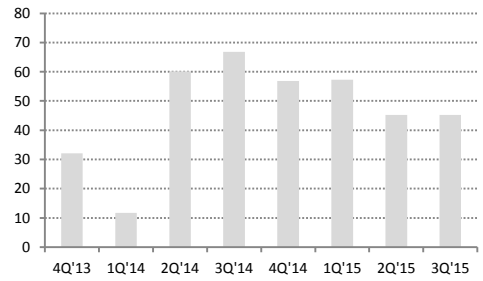
- Data Center
- Infrastruktura lotnicza (Airport automation)
- BMS i technologie budynkowe (Building automation)
- Systemy IT dla sektora publicznego (Software development)
- Ekspozycje multimedialne
- Zarządzanie i serwis systemów komputerowych
- Sprzedaż sprzętu i licencji
- Pozostałe

Od 3Q'15 spółka zmieniła również politykę raportowania wyników segmentów. Do tej pory był to wynik EBIT operacyjny pomniejszony o koszty zarządu, natomiast obecnie jest to druga marża.

DATA CENTER

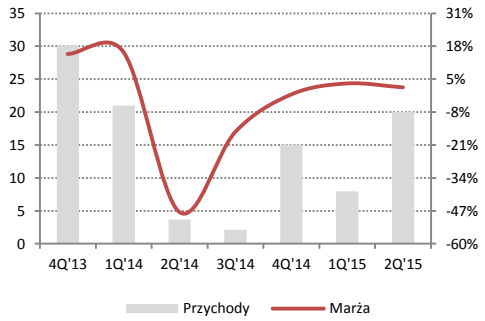
W ramach tego segmentu spółka realizuje obiekty data center. Qumak występuje zwykle jako lider konsorcjum oferując projektowanie, budowę, wyposażenie oraz serwis tego typu obiektów. Z racji rosnącego zapotrzebowania ze strony przedsiębiorstw na systemy umożliwiające gromadzenie i obsługę dużych baz danych spodziewamy się, że ten segment może w przyszłości stanowić stabilne źródło przychodów spółki. Jednak należy zaznaczyć, że poważną konkurencją dla Qumaka mogą być duże spółki informatyczne takie jak Comarch, które świadczą usługi informatyczne poprzez swoje centra danych. Obecnie można zauważyć wyraźny trend outsourcingu usług IT, który polega udostępnianiu licencji na oprogramowanie w formie usługowej, przez co firmy mogą uwolnić środki i przeznaczyć je podstawową działalność operacyjną. W miarę wzrostu przepustowości infrastruktury sieciowej takie rozwiązania powinny stawać się coraz bardziej popularne. Zauważalna jest również tendencja wśród firm polegająca na przenoszeniu swoich baz danych do profesjonalnych podmiotów świadczących usługi kolokacyjne. Takie trendy mogą ograniczyć potencjalne grono odbiorców Qumaka do podmiotów, które centra danych będą chciały posiadać wyłącznie we własnych strukturach.

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

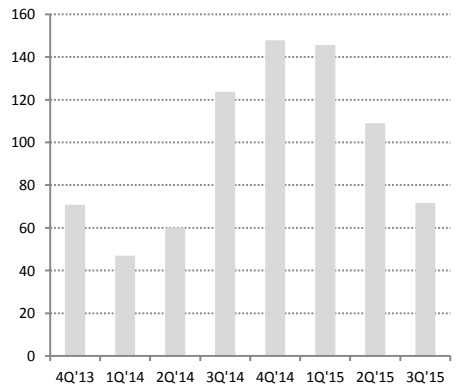
	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	26,7	49,2	83,8%
Wynik segmentu	2,7	2,7	-2,7%
Marża	10,2%	5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

INFRASTRUKTURA LOTNICZA

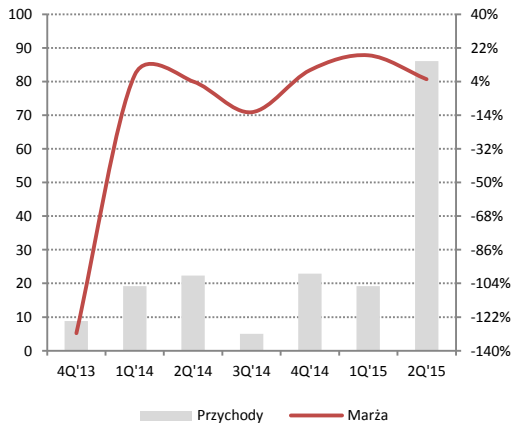
Dzięki pozyskaniu znacznej ilości kontraktów spółce udało się zrealizować mocny wzrost rezultatów w tym obszarze w 1-3Q'15 przychody wzrosły 181,7% r/r, a wynik segmentu wzrósł 250,8% r/r. Jednak w 4Q'14 większość tych kontraktów zostanie sfinalizowana już w 4Q'15, a liczba dużych lotnisk w Polsce jest ograniczona. Przez to nie przewidujemy w najbliższym czasie tylu inwestycji w branży lotniczej na tak dużą skalę, co może wpłynąć na spadek przychodów Qumaka z tego segmentu w 2016 roku. W najbliższych kwartałach spółka powinna realizować dużą ilość mniejszych zleceń o wartości nie przekraczającej kilku mln PLN w aeroklubach i na lądowiskach dla śmigłowców. Z dużych przedsięwzięć może pojawić się kolejny kontrakt w Balicach związany z budową nowego pasa startowego bądź modernizacją starego tak aby lotnisko mogło skutecznie konkurować z portem lotniczym w Pyrzowicach. Z racji komercyjnego niepowodzenia lotniska w Radomiu oczekujemy ograniczonego wsparcia inwestycji w infrastrukturę lotniczą ze środków publicznych, przez co efekt nowych przetargów może nie być tak wyraźnie odczuwalny jak u niektórych konkurentów z branży IT.

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

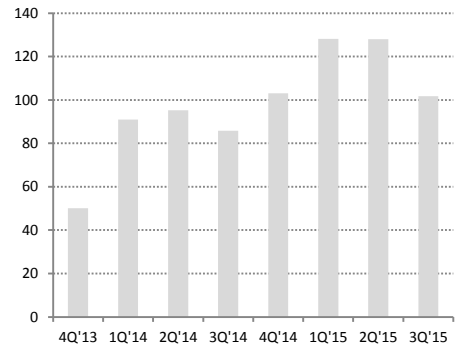
	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	46,474	130,921	181,7%
Wynik segmentu	3,698	12,972	250,8%
Marża	8,0%	9,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

BMS I TECHNOLOGIE BUDYNKOWE

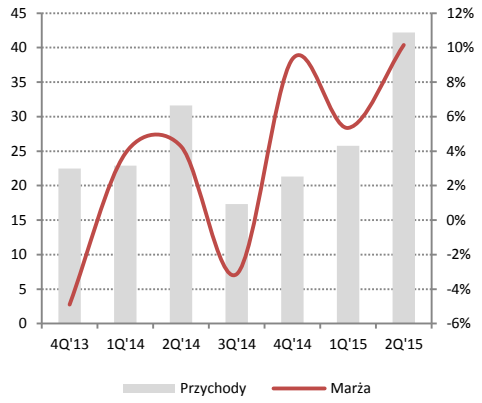
W ramach tego sektora Qumak oferuje kompleksowe usługi doradztwa, projektowania i prowadzenia inwestycji związanych z ze zintegrowanymi systemami bezpieczeństwa obiektów, systemów komunikacyjnych i automatyki budynkowej. Spółka może pochwalić się Świadectwem Bezpieczeństwa Przemysłowego I stopnia potwierdzającego pełną zdolność do ochrony informacji niejawnych oznaczonych klauzulami TAJNE, SECRET UE, NATO SECRET. Posiada również koncesję MSWiA na wykonywanie systemów ochrony. W tym obszarze spółka ma zbudowane na tyle mocne kompetencje, że w najbliższym czasie ten segment powinien stanowić stabilne źródło przychodów.

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

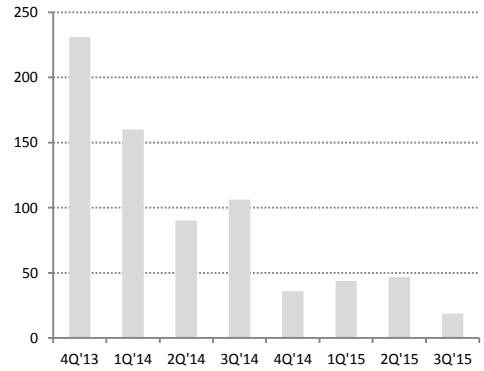
	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	71,9	96,2	33,9%
Wynik segmentu	5,9	14,3	143,9%
Marża	8,2%	14,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SYSTEMY IT DLA SEKTORA PUBLICZNEGO

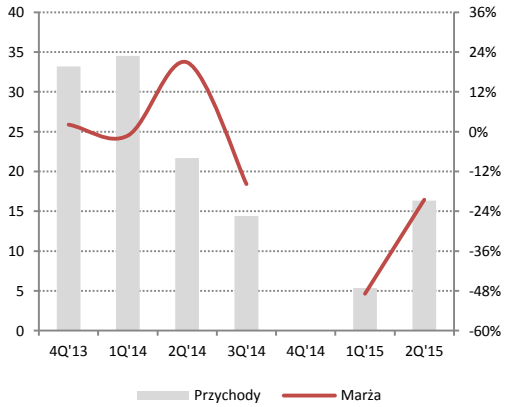
W ramach tego segmentu Qumak oferuje rozwiązania, w skład których wchodzą infrastruktura sprzętowa oraz sieciowa, rozwiązania dotyczące bezpieczeństwa, systemy archiwizacji i hurtownie danych, jak również dedykowane oprogramowanie. Spółka liczy na przetargi publiczne z nowej perspektywy finansowej UE, które obecnie przesunęły się w czasie i oczekujemy ich wyraźnego wpływy na wyniki dopiero pod koniec 2016 roku. Tutaj chcemy zwrócić uwagę na to, że wiele spółek z branży informatycznej liczy na te kontrakty, dlatego spodziewamy się ostrej walki cenowej między uczestnikami przetargów. Może się to negatywnie odbić na Qumaku, który dotychczas w znacznej mierze korzystał z usług podwykonawców oddając im część możliwych do pozyskania marż.

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	70,6	30,8	-56,3%
Wynik segmentu	5,9	-4,7	-
Marża	8,4%	-15,3%	

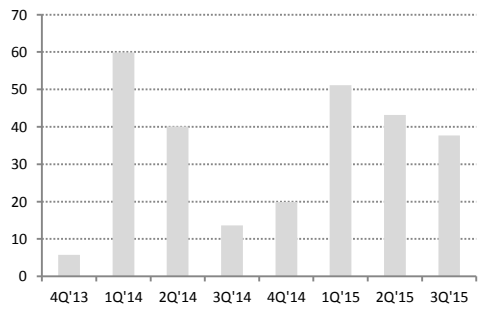
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

EKSPOZYCJE MULTIMEDIALNE

Ekspozycje multimedialne to obszar oferujący rozwiązania wystawiennicze i multimedialne. Qumak oferuje pakiet usług polegających na projektowaniu, produkcji, wdrożeniu, utrzymaniu i rozwoju ekspozycji ze szczególnym uwzględnieniem technologii multimedialnych i interaktywnych dla potrzeb muzeów, centrów nauki i edukacji. Rozwiązania te mogą być również wykorzystywane komercyjnie w dużych przestrzeniach publicznych takich jak: galerie handlowe, dworce, lotniska, ekspozycje targowe.

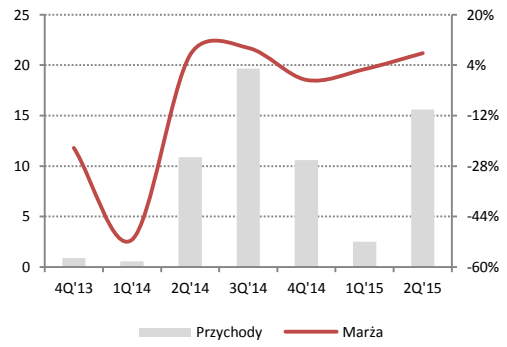
Zarząd spółki zakłada, że do 2020 roku rynek Ekspozycji Multimedialnych w Polsce osiągnie wartość około 500 mln PLN. Zgodnie ze strategią Qumaka ten obszar powinien stanowić jeden z głównych motorów rozwoju na kolejne lata. Do tej pory spółce udawało się pozyskiwać zlecenia od muzeów i podmiotów związanych z edukacją, które także są mocno uzależnione od finansowania ze środków publicznych

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

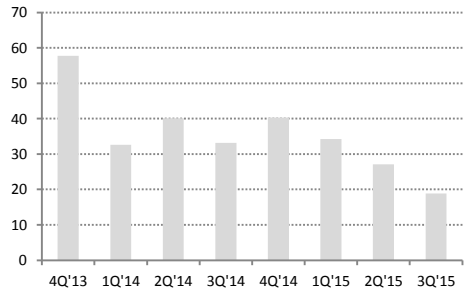
	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	31,1	22,0	-29,3%
Wynik segmentu	4,1	2,1	-47,4%
Marża	13,0%	9,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZARZĄDZANIE I SERWIS SYSTEMÓW KOMPUTEROWYCH

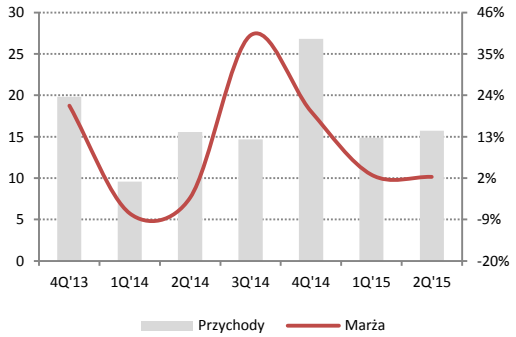
W tym obszarze Qumak zapewnia prawidłowe działanie sprzętu komputerowego, oprogramowania i infrastruktury IT swoich klientów. Świadczy także usługi typu Service Desk i zarządzania majątkiem.

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

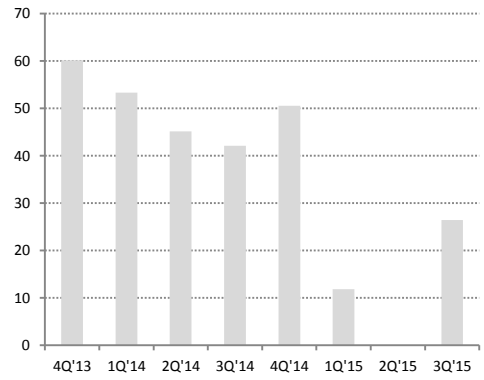
	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	39,8	43,1	8,1%
Wynik segmentu	6,7	10,2	50,4%
Marża	16,9%	23,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SPRZEDAŻ SPRZĘTU KOMPUTEROWEGO I LICENCJI

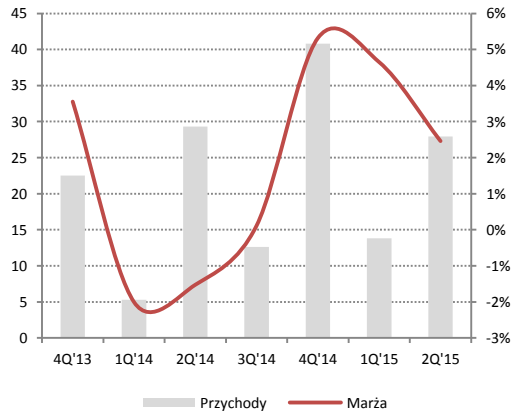
W ramach tego segmentu spółka dostarcza sprzęt i oprogramowanie obce, jest to dość istotny obszar działalności Qumaka jednak nie przynosi wysokich marż i nie należy raczej oczekiwać istotnej zmiany w tym obszarze.

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

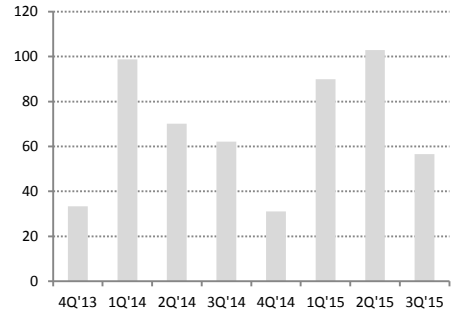
	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	47,2	64,7	37,0%
Wynik segmentu	2,4	3,0	24,3%
Marża	5,1%	4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

POZOSTAŁE

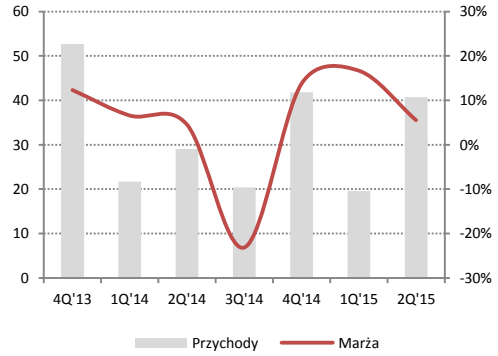
W ramach segmentu pozostałe publikowane są wyniki linii biznesowych, które mają niewielki udział w sprzedaży spółki. takie jak Outsourcing Usług IT polegający na udostępnianiu pracowników oraz outsourcingu informatycznym dla firm z różnych gałęzi gospodarki. Oprócz outsourcingu Qumak świadczy takie usługi jak Deskop, Business Inteligence & Big Data, Contact Center oraz Business Contiuity & Data Security

Backlog segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Wyniki segmentu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Wyniki segmentu wg nowej polityki raportowania [mln PLN]

	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	71,1	86,6	21,8%
Wynik segmentu	8,4	13,9	66,5%
Marża	11,8%	16,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

INTELIGENTNE SYSTEMY TRANSPORTOWE

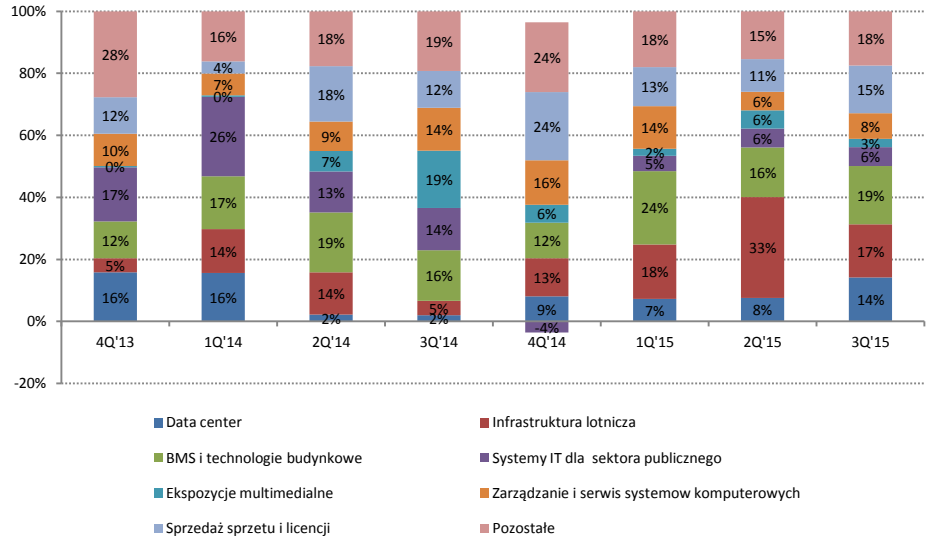
W ramach tej linii biznesowej Qumak realizuje projekty mające na celu podniesienie komfortu życia w miastach poprzez usprawnienie ruchu, zmniejszenie zużycia energii i podniesienie bezpieczeństwa. Udaje się to osiągnąć dzięki zastosowaniu systemów zarządzania ruchem, które podnoszą efektywność wykorzystania dostępnej infrastruktury miejskiej. W tym obszarze spółka liczy na dużą liczbę przetargów związanych z uruchomieniem środków z nowej perspektywy finansowej UE i szacuje ich łączną wartość na około 10 mld EUR. Dzięki kompetencjom zdobytym przy realizacji projektu TRISTAR

Wyniki segmentów wydzielonych wg starej strategii [mln PLN]

Przychody	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Integracja Systemowa	68,2	85,2	77,2	100,1	95,4	127,5	132,1	179,6	212,2
Technologie Inteligentnego Budynku	35,4	67,6	118,7	128,3	150,4	144,8	187,1	186,2	223,7
Aplikacje biznesowe	9,3	9,4	12,0	11,7	11,6	19,4	13,0	16,7	25,5
Wsparcie i serwis technologiczny	0,0	0,0	0,0	12,2	35,2	36,8	52,0	99,6	78,2
Pozostałe	1,1	1,0	0,8	1,4	0,9	0,6	0,3	0,5	0,6
Wyniki	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Integracja Systemowa	3,1	4,8	5,8	8,2	4,9	9,1	12,6	16,0	9,6
Technologie Inteligentnego Budynku	4,0	4,5	7,4	14,2	14,2	6,9	11,1	-0,5	6,8
Aplikacje biznesowe	3,7	3,0	5,1	4,5	5,4	8,2	4,5	5,4	6,2
Wsparcie i serwis technologiczny				-0,1	1,0	2,1	1,0	3,4	5,7
Pozostałe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,1	0,3	0,3
Koszty ogólnego zarządu	-6,3	-6,6	-7,4	-8,7	-9,8	-11,4	-12,0	-13,0	-12,7
Rozwiązane rezerwy i odpisy	0,3	0,5	0,2	1,5	3,1	2,6	3,0	3,2	3,3
Utworzone rezerwy i odpisy	-0,8	-0,7	-1,4	-2,5	-2,8	-3,5	-3,4	-3,0	-11,5
EBIT	**4,2**	**5,8**	**10,1**	**17,3**	**16,1**	**14,8**	**16,8**	**11,7**	**7,8**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Struktura przychodów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	**12,3**	**20,0**	**32,1**	**33,7**	**35,3**	**36,1**	**36,2**	**36,4**	**36,5**	**36,7**	**36,9**	**37,2**
Wartości niematerialne i prawne	0,1	1,6	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,9	4,9	4,9	5,0	5,1
Rzeczowe aktywa trwałe	6,5	9,3	11,2	12,4	13,8	14,4	14,5	14,7	14,7	14,8	15,0	15,2
Pozostałe aktywa trwałe	5,7	9,2	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Aktywa obrotowe	**222,9**	**247,9**	**304,1**	**256,7**	**277,3**	**289,2**	**302,0**	**313,5**	**316,7**	**327,1**	**318,7**	**327,6**
Zapasy	7,7	18,8	25,9	18,5	20,8	21,8	22,6	23,2	22,7	23,2	23,8	24,3
Należności handlowe	116,4	146,9	193,9	139,0	156,3	163,1	169,6	174,2	170,5	174,4	178,3	182,3
Aktywa z tytułu niezakończonych umów	55,6	53,7	43,1	46,3	60,8	63,4	65,9	67,7	66,3	67,8	69,3	70,9
środki pieniężne	37,0	16,7	20,9	32,6	19,1	20,6	23,6	28,1	36,8	41,4	27,0	29,8
Pozostałe aktywa obrotowe	6,2	11,7	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3
Aktywa razem	**235,2**	**267,9**	**336,2**	**290,4**	**312,5**	**325,3**	**338,2**	**349,9**	**353,2**	**363,8**	**355,6**	**364,8**
Kapitały własne	**84,4**	**69,9**	**80,4**	**83,5**	**90,1**	**96,8**	**104,1**	**111,6**	**118,1**	**125,3**	**133,7**	**139,3**
Zobowiązania długoterminowe	**13,6**	**12,8**	**10,8**	**10,8**	**10,8**	**10,8**	**10,8**	**10,8**	**10,8**	**10,8**	**10,3**	**10,3**
Zobowiązania Finansowa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	13,6	12,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,3	10,3
Zobowiązania krótko terminowe	**137,2**	**185,2**	**244,5**	**195,7**	**211,1**	**217,2**	**222,9**	**227,0**	**223,7**	**227,1**	**211,2**	**214,7**
Zobowiązania Finansowe	4,7	21,7	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	22,6	22,6
Zobowiązania handlowe	106,3	140,0	172,4	123,5	138,9	145,0	150,7	154,8	151,6	155,0	158,5	162,1
Pozostałe zobowiązania	26,3	23,5	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1
Pasywa razem	**235,2**	**267,9**	**335,7**	**289,9**	**312,0**	**324,8**	**337,8**	**349,4**	**352,7**	**363,3**	**355,1**	**364,3**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	540,1	577,5	775,7	555,8	625,2	652,5	678,3	696,7	682,2	697,5	713,2	729,3
Koszt własny sprzedaży	459,5	504,1	729,3	521,6	586,1	611,7	635,8	653,1	639,9	654,3	669,0	684,2
Zysk brutto ze sprzedaży	80,6	73,4	46,4	34,2	39,1	40,9	42,5	43,7	42,2	43,2	44,1	45,1
Koszty sprzedaży i marketingu	55,4	66,0	18,0	13,9	15,6	16,3	17,0	17,4	17,1	17,4	17,8	18,2
Koszty ogólnego zarządu	13,7	12,1	15,4	11,1	11,4	11,7	11,8	11,9	12,0	12,2	12,3	12,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,8	1,5	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,0	-0,3	19,2	12,7	15,5	16,6	17,7	18,3	17,1	17,6	18,1	18,6
EBIT	7,8	-3,2	16,1	9,2	12,0	12,9	13,7	14,3	13,1	13,6	14,0	14,5
Saldo działalności finansowej	1,1	-0,9	-2,7	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-1,9	-0,8	-1,0
Wynik brutto	8,8	-4,1	13,3	7,2	10,0	10,7	11,6	12,3	11,1	11,6	13,2	13,5
Wynik netto	6,7	-3,7	11,0	5,8	8,1	8,7	9,4	9,9	9,0	9,4	10,7	11,0

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	14,9	-3,1	4,6	21,6	-5,1	10,3	11,4	13,1	17,3	13,0	13,1	13,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,9	-6,8	-7,2	-4,9	-4,7	-4,4	-3,9	-3,9	-3,8	-3,8	-3,9	-4,1
Przepływy z działalności finansowej	-21,5	-10,4	1,3	-5,1	-3,8	-4,3	-4,5	-4,7	-4,8	-4,6	-23,6	-6,6
Przepływy pieniężne netto	-9,4	-20,3	-1,4	11,7	-13,6	1,5	3,0	4,4	8,7	4,6	-14,4	2,8
Środki pieniężne na początek okresu	45,9	37,0	14,9	20,9	32,6	19,1	20,6	23,6	28,1	36,8	41,4	27,0
Środki pieniężne na koniec okresu	36,4	14,9	20,9	32,6	19,1	20,6	23,6	28,1	36,8	41,4	27,0	29,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Dane Finansowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	12,2%	6,9%	34,3%	-28,3%	12,5%	4,4%	4,0%	2,7%	-2,1%	2,2%	2,3%	2,3%
EBITDA zmiana r/r	-31,3%	-	-	-33,6%	21,6%	7,4%	6,3%	3,5%	-6,3%	2,7%	2,8%	2,8%
EBIT zmiana r/r	-35,5%	-	-	-42,8%	30,8%	6,9%	6,9%	4,3%	-8,3%	3,4%	3,4%	3,3%
Zysk netto zmiana r/r	-37,1%	-	-	-47,1%	40,2%	6,9%	8,4%	5,3%	-9,4%	4,8%	13,5%	2,5%
Marża brutto na sprzedaży	14,9%	12,7%	6,0%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Marża EBITDA	1,9%	-0,1%	2,5%	2,3%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,6%
Marża EBIT	1,4%	-0,6%	2,1%	1,7%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%
Marża netto	1,2%	-0,6%	1,4%	1,0%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,5%	1,5%
COGS/przychody	85,1%	87,3%	94,0%	93,8%	93,7%	93,7%	93,7%	93,7%	93,8%	93,8%	93,8%	93,8%
SG&A/ przychody	12,8%	13,5%	4,3%	4,5%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%
SG&A/COGS	15,0%	15,5%	4,6%	4,8%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
ROE	7,9%	-5,3%	13,6%	7,0%	9,0%	9,0%	9,1%	8,9%	7,6%	7,5%	8,0%	7,9%
ROA	2,8%	-1,4%	3,3%	2,0%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,5%	2,6%	3,0%	3,0%
Dług	4,7	21,7	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	22,6	22,6
D/(D+E)	5,2%	23,7%	34,3%	33,5%	31,8%	30,3%	28,8%	27,4%	26,3%	25,1%	14,5%	13,9%
D/E	5,5%	31,0%	52,3%	50,4%	46,7%	43,4%	40,4%	37,7%	35,6%	33,6%	16,9%	16,2%
Odsetki/EBIT	2,2%	-16,6%	7,9%	25,1%	19,2%	18,0%	16,8%	16,1%	17,6%	17,0%	8,8%	8,6%
Dług netto	-31,8	6,8	21,1	9,4	23,0	21,5	18,4	14,0	5,3	0,7	-4,4	-7,2
Dług netto / Kapitał własny	-0,4	0,1	0,3	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	-3,2	-16,1	1,1	0,7	1,5	1,3	1,0	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,4
Dług netto / EBIT	-4,2	-1,5	1,3	1,0	1,9	1,7	1,3	1,0	0,4	0,0	-0,3	-0,5
EV	61,8	99,1	115,2	103,5	117,1	115,6	112,5	108,1	99,4	94,8	89,7	86,9
Dług / EV	7,5%	21,9%	36,5%	40,6%	35,9%	36,4%	37,4%	38,9%	42,3%	44,4%	25,2%	26,0%
CAPEX/Przychody	0,8%	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja	55,3%	40,6%	39,3%	68,9%	69,0%	82,5%	96,6%	94,7%	97,9%	96,1%	94,8%	93,7%
Amortyzacja/Przychody	0,4%	0,5%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO/Przychody	8,4%	-1,0%	-1,4%	1,8%	-3,0%	-0,7%	-0,6%	-0,4%	0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,4%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-77,6%	16,1%	5,6%	4,6%	27,0%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P.E	14,1	-25,3	8,6	16,2	11,6	10,8	10,0	9,5	10,5	10,0	8,8	8,6
P/BV	1,1	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/CE	10,5	-118,2	6,7	10,1	8,1	7,5	7,0	6,8	7,2	7,0	6,4	6,2
EV/EBITDA	6,2	-320,6	6,0	8,1	7,6	6,9	6,4	5,9	5,8	5,4	5,0	4,7
EV/EBIT	8,0	-30,6	7,2	11,3	9,7	9,0	8,2	7,5	7,6	7,0	6,4	6,0
EV/S	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	8,1	6,7	7,7	8,0	8,7	9,3	10,0	10,8	11,4	12,1	12,9	13,4
EPS	0,6	-0,4	1,1	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0	1,1
CEPS	0,9	-0,1	1,4	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5
Dywidenda [mln PLN]	18,2	10,4	0,0	2,7	1,5	2,0	2,2	2,4	2,5	2,2	2,4	5,3
DPS	1,8	1,0	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5
Dyield	19,3%	11,0%	0,0%	2,9%	1,5%	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%	2,4%	2,5%	5,7%
Payout ratio	170,7%	155,1%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

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
Redukuj	7,82	-	-	22.12.2015	9,07	46 247

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	6	27%
Akumuluj	4	18%
Trzymaj	6	27%
Redukuj	5	23%
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 22.12.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.12.2015 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 22.12.2015 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 subemisje 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 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.