



Dom Maklerski BDM S.A.

WASKO

RAPORT ANALITYCZNY

Rekordowy wynikowo 2015 rok i bardzo mocny cash flow operacyjny w 2H'15 sprawiły, że Wasko z mnożnikiem EV/EBITDA 2,4x jest najtańszym podmiotem w branży IT. Spółka atrakcyjnie prezentuje się także na lata 2016-2017 gdzie EV/EBITDA wynosi odpowiednio 3,6x i 3,0x. Po okresowym spowolnieniu w administracji publicznej zakładamy powrót do wyraźnej wzrostowej ścieżki wynikowej już od 2017 roku. Przyczynić się do tego mają silne kompetencje zbudowane w obszarze przemysłu, ochronie zdrowia oraz administracji publicznej i samorządowej. Informacja o sądowym finale sporu z GITD spowodowała słabsze zachowanie kursu. Mając na uwadze powyższe czynniki pozostajemy pozytywnie nastawieni do spółki i utrzymujemy cenę docelową na poziomie 2,51 PLN za akcję. Jednocześnie z uwagi na słabą perspektywę wynikową w 1H'16 oraz wszczęty spór sądowy z GITD zmieniamy zalecenie z Kupuj na Akumuluj.

W naszych założeniach na 2016 rok uwzględniliśmy spowolnienie w administracji publicznej wywołane przesunięciem rozpisywania przetargów z nowej perspektywy finansowej UE oraz 3,1 mln rezerwy na spór z GITD, które mogą być widoczne w wynikach za 1Q'16. Zwracamy jednak uwagę na udaną transformację wynikową, dzięki której Wasko zbudowało silne kompetencje w obszarze rozwiązań dla przemysłu, przez co oczekujemy utrzymania się satysfakcjonujących wyników (wzrost oczyszczonej marży EBITDA do poziomu 11,3%) także w 2016 roku. Podkreślamy również szanse jakie stoją przed spółką w związku z uruchomieniem nowej puli środków unijnych. Wasko zbudowało mocne kompetencje w ochronie zdrowia i w obszarze budowy sieci szerokopasmowych, te dwa zagadnienia znalazły się w pierwszym dwóch osiach priorytetowych Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa. Upowszechnienie dostępu do Internetu znajduje się w pierwszej osi tego programu, na którą wyasygnowano ponad 1 mld EUR ze środków unijnych, a problemy płynnościowe niektórych konkurentów mogą pozwolić Wasko na zwiększenie udziałów w rynku. Dodatkowo realizując kontrakty z poprzedniej perspektywy, spółka udowodniła, że jest w stanie realizować dzięki nim zadowalające marże.

Inną istotną szansą dla Wasko w kontekście cyfryzacji kraju jest informatyzacja służby zdrowia. Aktualne rozporządzenie Ministra Zdrowia zakłada, że do sierpnia 2017 roku wszystkie placówki medyczne (od prywatnych praktyk lekarskich po duże szpitale) będą musiały prowadzić dokumentację medyczną w formie elektronicznej. Stwarza to szansę dla Wasko do generowania wzrostowej ścieżki wynikowej również w tym segmencie, jednak ryzykiem może być ponowne przesunięcie się tego terminu i tym samym rozłożenie się tych przetargów w czasie. Trzecim ważnym obszarem dla Wasko jest branża przemysłowa. Już w 4Q'15 udało się podpisać dwa duże kontrakty z Katowickim Holdingiem Węglowym i Jastrzębską Spółką Węglową, na łączną kwotę 104,3 mln PLN. Oba kontrakty dotyczą utrzymania infrastruktury informatycznej oraz obsługi autorskiego oprogramowania SZYK2. Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku podobna umowa zostanie podpisana z PGG (podmiotem, który przejął kopalnię po Kompani Węglowej).

AKUMULUJ (POPRZEDNIO KUPUJ)

WYCENA 2,51 PLN

27 KWIETNIA 2016

Wycena DCF [PLN]	2,34
Wycena porównawcza [PLN]	2,90
Wycena końcowa [PLN]	2,51
Potencjał do wzrostu / spadku	27,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	1,97
Kapitalizacja [mln PLN]	179,6
Ilość akcji [mln szt.]	91,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,25
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,81
Stopa zwrotu za 3 mc	5,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	3,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	2,1%
Struktura akcjonariatu:	
Wojciech Wajda	
Krystyna Wajda	66,7%
Członkowie zarządu i RN	14,5%
Pozostali	5,2%

Marek Jurzec

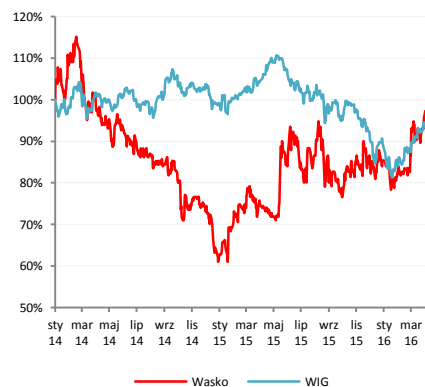
tel. (032) 20-81-435

e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	372,5	452,1	318,6	373,5	395,7	405,4
EBITDA [mln PLN]	32,9	49,2	33,0	42,4	43,7	44,5
EBIT [mln PLN]	18,9	33,6	16,9	26,4	27,3	27,8
Wynik netto [mln PLN]	13,5	26,0	14,0	21,9	22,6	22,9
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E	13,3	7,3	13,1	8,3	8,1	7,9
EV/EBITDA	5,8	2,4	3,6	3,0	3,0	3,0
EV/EBIT	10,1	3,5	7,0	4,8	4,8	4,9



SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OPIS RYZYK.....	8
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ZA 4Q'15	9
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	13
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	16

PODSUMOWANIE

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 2016 -2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 2,90 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 2,34 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 2,51 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

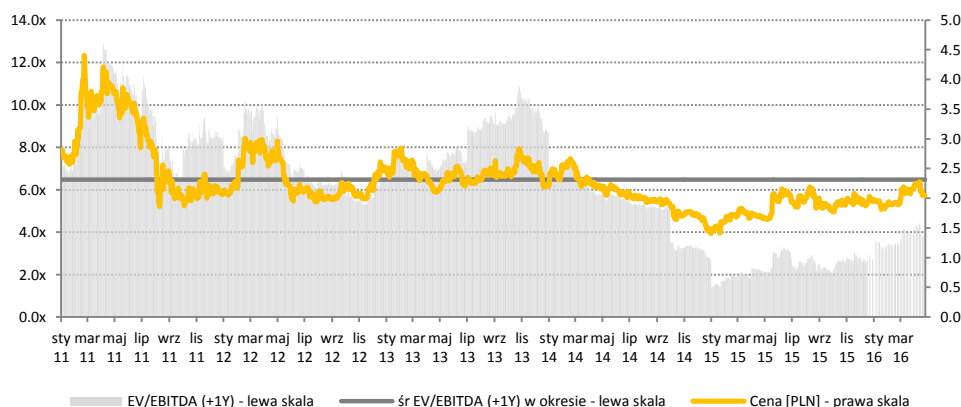
	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą	30%	2,90
Wycena metodą DCF	70%	2,33
Wycena 1 akcji [PLN]		2,51

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 2015 roku Wasko sfinalizowało kilka dużych projektów związanych z budową sieci szerokopasmowych, których realizacja wpłynęła na zaraportowanie rekordowych wyników. Ponadto rozliczenie tych kontraktów wpłynęło na rewelacyjny cash flow operacyjny, który skutkowało 61,6 mln PLN gotówki netto po 4Q'15, co stanowi około 30% kapitalizacji spółki. W rezultacie Wasko jest najtańszym podmiotem w branży IT - EV/EBITDA za 2015 rok wynosi 2,4x. W 2016 roku pomimo oczekiwanego w segmencie administracji publicznej spowolnienia oczekujemy utrzymania satysfakcjonujących wyników – oczyszczona marża EBITDA w 2016 na poziomie 11,3% vs 10,9% w 2015 roku. W bazowym scenariuszu założyliśmy, że wyniki za 1Q'16 zostaną obciążone rezerwą w wysokości 3,1 mln PLN na spór z GITD, który znalazł swój finał w sądzie. Powrót do silnie wzrostowej ścieżki wynikowej powinien być możliwy już od 2017 roku dzięki uruchomieniu środków z nowej perspektywy finansowej UE.

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 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, a w grudniu z JSW na kwotę 27,3 mln PLN. Podobny przetarg może być w tym roku rozpisany przez podmiot, który przejmie kopalnie należące obecnie do Kompanii Węglowej. 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 marżę.

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

- W związku ze spodziewanym opóźnieniem w rozpisywaniu przetargów finansowanych z nowej perspektywy UE, spodziewamy się, że spółka wkroczyła właśnie w okres raportowania słabszych wyników, na co ma także wpływ wysoka baza za rekordowy 2015 rok. Jednak dzięki udanej restrukturyzacji działalności w obszarze przemysłu, segment ten prezentuje wyraźnie wzrostową ścieżkę wynikową i zakładamy że w kolejnych okresach nadal powinien pozytywnie kontrybuować do skonsolidowanych wyników grupy kapitałowej Wasko.
- Rezultatem sądowego finału sporu z GITD zakładamy, że wyniki w 1Q'16 zostaną obciążone zwiększeniem rezerw z tego tytułu o 3,1 mln PLN.
- W dalszej perspektywie zakładamy pozytywny wpływ uruchomienia przetargów z nowej perspektywy finansowej UE. Wasko posiada silne kompetencje w zakresie budowy sieci światłowodowych, przez co może być jednym z głównych beneficjentów Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa, w którym ponad 1 mld EUR przeznaczono na rozpowszechnienie dostępu do Internetu w kraju. W zwiększaniu udziałów w tym rynku mogą pomóc problemy płynnościowe niektórych konkurentów. Również segment ochrony zdrowia powinien w przyszłości generować satysfakcjonujące rezultaty. Dzięki przejęciu Gabos Software Wasko zbudowało know-how, które powinno pozwolić spółce skorzystać na informatyzacji służby zdrowia.
- W 2021 oczekujemy istotnego wpływu wyczerpania się perspektywy finansowej UE na lata 2014 – 2020 i zakładamy 8% spadek skonsolidowanych 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 30 kwietnia 2016.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała wycenę jednej akcji na poziomie 2,34 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	318,6	373,5	395,7	405,4	412,2	378,3	379,6	380,7	382,0	383,2
EBIT[mln PLN]	16,9	26,4	27,3	27,8	28,1	25,5	24,6	23,5	22,5	21,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,0	5,2	5,3	5,3	4,8	4,7	4,5	4,3	4,1	4,1
NOPLAT[mln PLN]	11,9	21,2	22,0	22,4	23,3	20,8	20,1	19,2	18,4	17,3
Amortyzacja [mln PLN]	16,0	16,0	16,3	16,7	17,2	17,6	17,7	17,9	18,0	18,2
CAPEX [mln PLN]	-15,9	-18,7	-19,8	-20,3	-20,6	-18,9	-19,0	-19,0	-19,1	-19,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-8,6	-21,9	-10,4	-13,5	-7,5	9,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3
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]	3,5	-3,4	8,2	5,4	12,3	28,9	18,5	17,8	17,0	16,0
DFCF [mln PLN]	3,3	-3,0	6,5	3,9	8,2	17,7	10,4	9,2	8,0	6,9
Suma DFCF [mln PLN]	71,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	214,3									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	85,4		Wzrost w okresie rezydualnym			1,0%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	156,5									
Dług netto [mln PLN]	-61,6									
Dywidenda wypłacona [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	4,7									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	213,5									
liczba akcji [mln szt.]	91,2									
Wartość na akcje [PLN]	2,34									

Przychody zmiana r/r	-29,5%	17,2%	6,0%	2,4%	1,7%	-8,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-49,6%	55,6%	3,7%	1,7%	1,2%	-9,3%	-3,7%	-4,4%	-4,3%	-5,0%
FCF zmiana r/r	-95,0%	-	-	-34,1%	129,5%	134,2%	-36,0%	-3,9%	-4,6%	-5,9%
Marża EBITDA	10,4%	11,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,4%	11,1%	10,9%	10,6%	10,3%
Marża EBIT	5,3%	7,1%	6,9%	6,9%	6,8%	6,7%	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%
Marża NOPLAT	3,7%	5,7%	5,6%	5,5%	5,6%	5,5%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%
CAPEX / Przychody	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX / Amortyzacja	99,4%	116,6%	121,1%	121,0%	120,0%	107,6%	107,0%	106,4%	106,0%	105,5%
Zmiana KO / Przychody	2,7%	5,9%	2,6%	3,3%	1,8%	-2,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-6,4%	39,9%	46,9%	139,9%	111,2%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%

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	100,0%	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	0,0%	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	2,27	2,36	2,48	2,62	2,81	3,07	3,44	4,03	5,09
	0,8	2,17	2,25	2,35	2,47	2,63	2,84	3,14	3,58	4,32
	0,9	2,08	2,15	2,24	2,34	2,48	2,65	2,89	3,23	3,76
	1	2,00	2,07	2,14	2,23	2,34	2,49	2,68	2,95	3,35
	1,1	1,93	1,98	2,05	2,13	2,22	2,34	2,50	2,72	3,03
	1,2	1,86	1,91	1,97	2,03	2,12	2,22	2,35	2,53	2,77
	1,3	1,80	1,84	1,89	1,95	2,02	2,11	2,22	2,37	2,56

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%	2,38	2,49	2,62	2,79	3,02	3,35	3,83	4,63	6,25
	4%	2,17	2,25	2,35	2,47	2,63	2,84	3,14	3,58	4,32
	5%	2,00	2,07	2,14	2,23	2,34	2,49	2,68	2,95	3,35
	6%	1,86	1,91	1,97	2,03	2,12	2,22	2,35	2,53	2,77
	7%	1,74	1,78	1,83	1,88	1,94	2,01	2,11	2,23	2,39
	8%	1,64	1,67	1,71	1,75	1,79	1,85	1,92	2,01	2,12
	9%	1,56	1,58	1,61	1,64	1,67	1,72	1,77	1,83	1,91

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%	3,51	3,33	3,28	3,02	2,89	2,87	2,67	2,57	2,48
	4%	3,12	2,93	2,78	2,63	2,51	2,40	2,29	2,20	2,12
	5%	2,81	2,63	2,49	2,34	2,22	2,12	2,02	1,94	1,86
	6%	2,57	2,39	2,25	2,12	2,01	1,91	1,82	1,74	1,67
	7%	2,37	2,20	2,06	1,94	1,83	1,75	1,66	1,59	1,53
	8%	2,20	2,04	1,91	1,79	1,70	1,62	1,54	1,47	1,41
	9%	2,06	1,91	1,78	1,67	1,58	1,51	1,44	1,38	1,32

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2016 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Wasko. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 33% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 2,90 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Atende	14,8	7,5	7,3	5,3	3,5	3,3
Asseco BS	18,1	17,0	16,2	11,1	10,7	10,1
Comarch	20,2	11,8	10,6	8,0	5,3	4,7
Comp	18,5	16,1	13,0	8,6	7,8	6,6
Qumak	21,3	10,4	9,8	8,0	7,5	6,9
Sygnity	26,2	10,4	9,9	5,4	3,8	3,5
Asseco Poland	13,6	13,3	12,8	4,1	3,8	3,6
Mediana	18,5	11,8	10,6	8,0	5,3	4,7
Wasko	13,1	8,3	8,1	3,6	3,0	3,0
Premia/dyskonto do mediany	-29,5%	-29,6%	-24,2%	-55,0%	-43,2%	-37,2%
Wycena wg wskaźnika	2,8	2,8	2,6	3,6	3,0	2,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		2,7			3,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	2,90					

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

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 zmianami w administracji centralnej. Na 2015 rok było planowane rozpisywanie przetargów związanych z nową perspektywą finansową UE, jednak ostatecznie powinno to mieć miejsce dopiero końcem 2016 roku.
- **Ryzyko prawne.** Popyt na niektóre rozwiązania jest uzależniony od obowiązujących regulacji. Obecnie spodziewana jest znaczna liczba wdrożeń systemów do elektronicznej obsługi dokumentacji medycznej w jednostkach związanych z ochroną zdrowia. Gdyby rozporządzenie regulujące termin wdrożenia tych rozwiązań zostało ponownie zmienione, wpłynęło by to zapewne na rezultaty generowane w obszarze ochrony zdrowia.
- **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 między 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 spółka działająca w sektorze informatycznym ponosi 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 Inspektorem Transportu Drogowego.** W raporcie bieżącym z 14 kwietnia 2016 roku Wasko poinformowało o otrzymaniu z Sądu Okręgowego w Warszawie odpisu pozwu w sprawie o zapłatę noty obciążeniowej w wysokości 50,67 mln PLN wystawionej przez Główny Inspektorat Transportu Drogowego. Spór 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. Z uwagi na sądowy finał tej sprawy oczekujemy zwiększenia rezerwy z tego tytułu o 3,1 mln PLN do poziomu 3,9 mln PLN (równowartość kontraktu), co może obciążyć wynik za 1Q'16.

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ZA 4Q'15

4Q'15 podobnie jak cały rok Wasko zaliczy do udanych. Przychody w ujęciu r/r wzrosły o 13,2% do poziomu 124,8 mln PLN, a EBITDA do 14,1 mln PLN (+13,8% r/r). Dwucyfrową dynamikę poprawy rezultatów spółka odnotowała również w skali całego 2015 roku, sprzedaż poprawiła się 21,4% r/r, a wynik EBITDA o 49,4% r/r. Wpływ na wygenerowanie rekordowych zysków w 2015 roku miała udana transformacja wynikowa grupy, dzięki której Wasko opiera swój rozwój na administracji rządowej i samorządowej, przemyśle oraz ochronie zdrowia.

W segmencie administracji rządowej i samorządowej wzrost wyniósł 16,2% i jest wywołany głównie zakończeniem dużych projektów związanych z budową sieci szerokopasmowych. W 1Q'15 zakończona została budowa Dolnośląskiej Sieci Szerokopasmowej, a w 4Q'15 miała miejsce finalizacja budowy sieci szerokopasmowych w województwach świętokrzyskim i podlaskim oraz Pomorskiej Magistrali Teleinformatycznej. Rozliczenie tych kontraktów miało istotny wpływ na rewelacyjny cash flow w 4Q'15 dzięki, któremu Wasko posiada 61,6 mln gotówki netto, co stanowi około 30% obecnej kapitalizacji spółki.

Zarówno w 4Q'15 jak i w całym roku wyraźnie wzrosła sprzedaż w obszarze przemysłu. Szczególnie zwracamy uwagę na segment pozostałych przedsiębiorstw przemysłowych, usługowych i IT, gdzie w 2015 roku przychody zostały niemal podwojone, a w samym 4Q'15 były ponad trzykrotnie wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Jest to skutkiem udanej restrukturyzacji przejętego w 2012 roku COIG, dzięki czemu Wasko pozyskało kompetencje kluczowe dla rozwoju w tej branży.

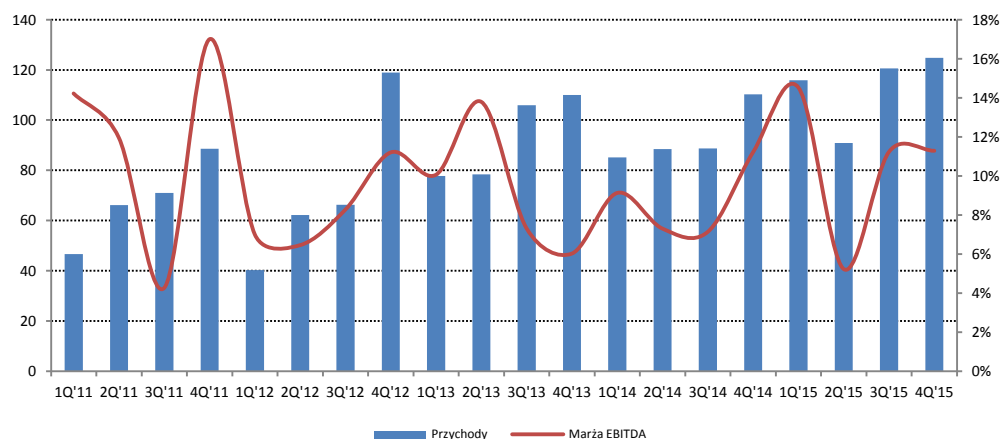
W ochronie zdrowia także udało się osiągnąć podwojenie sprzedaży względem 2014 roku, choć tutaj sam 4Q'15 okazał się wyraźnie słabszy. W 2015 roku Wasko realizowało liczne projekt z zakresu informatyzacji jednostek służby zdrowia. Największym z nich była modernizacja i rozbudowa infrastruktury serwerowej Centrum Onkologii w Gliwicach.

Wyniki za 4Q'15

	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	110,3	124,8	13,2%	372,5	452,1	21,4%
Telekomunikacja	7,8	13,9	77,7%	32,0	29,1	-9,0%
Administracja rządowa i samorządowa	42,1	47,0	11,6%	165,8	192,5	16,1%
Bankowość i ubezpieczenia	7,8	6,4	-18,4%	20,3	18,0	-11,4%
Sektor paliwo-energetyczny	6,5	2,8	-56,7%	19,3	6,0	-68,9%
Edukacja	6,0	9,7	62,5%	19,4	33,7	74,1%
Transport	7,0	2,5	-64,4%	20,5	5,7	-72,2%
Ochrona Zdrowia	12,8	3,1	-75,8%	18,2	35,7	95,9%
Przemysł wydobywczy	14,7	14,8	0,5%	53,5	58,5	9,3%
Przedsiębiorstwa produkcyjne, usługowe, IT	7,5	24,7	229,6%	35,8	68,3	90,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	19,1	27,4	43,2%	56,2	82,0	45,9%
EBITDA	12,4	14,1	13,8%	32,9	49,2	49,4%
EBIT	8,7	10,2	17,2%	18,9	33,6	77,5%
Wynik brutto	8,3	9,8	18,0%	18,6	33,1	78,5%
Wynik netto	6,3	7,5	19,7%	13,5	26,0	92,4%
Marża brutto	17,4%	21,9%		15,1%	18,1%	
Marża EBITDA	11,2%	11,3%		8,8%	10,9%	
Marża EBIT	7,9%	8,1%		5,1%	7,4%	
Marża netto	5,7%	6,0%		3,6%	5,8%	

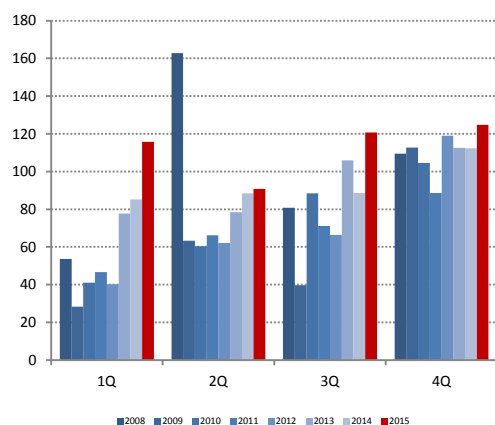
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Skonsolidowane wyniki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



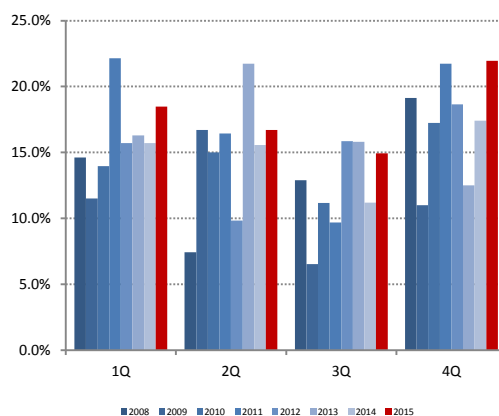
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



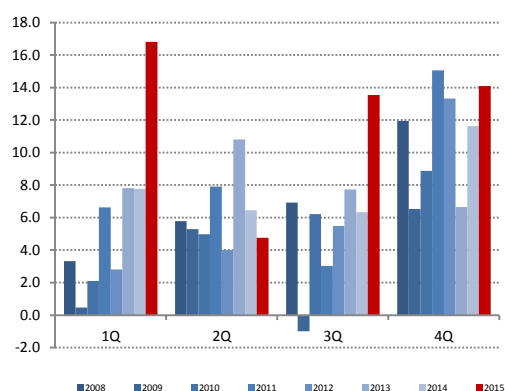
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu kwartalnym



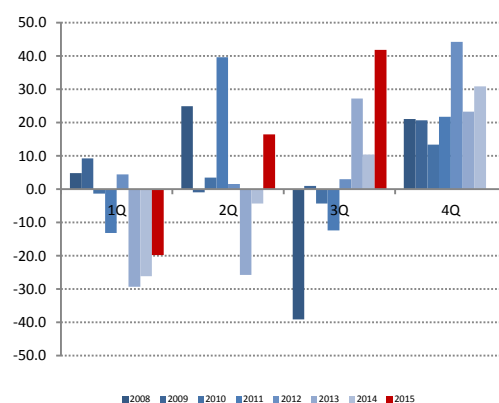
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

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.

Bilans [mln PLN]

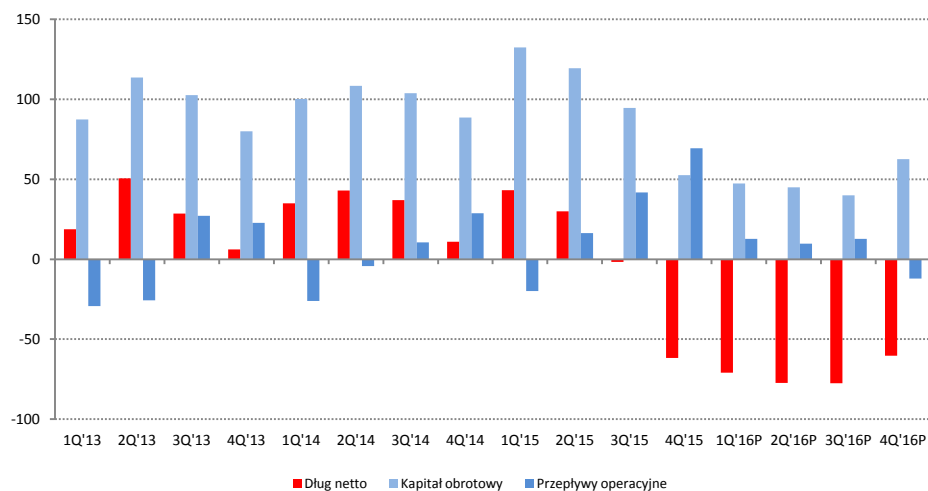
	2012	2013	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
Aktywa Trwałe	175,4	165,2	160,1	158,5	156,1	151,8	148,1
Rzeczowe aktywa trwałe	90,2	87,2	86,4	85,4	84,8	83,8	84,0
Wartości niematerialne i prawne	74,2	70,3	63,1	62,1	59,7	55,5	50,2
Pozostałe	11,0	7,7	10,7	10,9	11,6	12,4	13,8
Aktywa Obrotowe	187,7	168,6	167,0	225,3	186,9	171,9	156,4
Zapasy	13,1	12,5	14,9	20,6	20,7	11,9	5,7
Należności handlowe	125,3	140,0	129,9	184,0	148,2	131,9	76,2
Gotówka i jej ekwiwalenty	43,2	12,9	15,5	13,9	11,6	19,5	65,3
Pozostałe	6,0	3,2	6,7	6,9	6,5	8,7	9,2
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	1,8	6,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,1
Aktywa razem	364,9	340,2	328,5	385,2	344,4	325,0	305,5
Kapitał własny	186,7	189,5	201,0	211,4	207,0	213,6	221,0
w tym udział mniejszości	7,4	8,5	8,6	9,0	6,4	4,8	4,7
Zobowiązania długoterminowe	30,2	7,7	20,2	19,1	4,0	3,8	5,5
Zobowiązania finansowe	21,1	2,1	16,4	16,3	1,2	1,1	2,9
Pozostałe	9,1	5,6	3,9	2,9	2,8	2,8	2,6
Zobowiązania Krótkoterminowe	147,9	143,0	107,3	154,7	133,3	107,6	79,0
Zobowiązania handlowe	81,8	72,7	56,2	72,2	49,5	49,2	29,4
Zobowiązania finansowe	8,8	17,0	10,1	40,9	40,3	16,8	0,8
Pozostałe	57,4	53,3	41,0	41,6	43,6	41,6	48,8
Pasywa razem	364,9	340,2	328,5	385,2	344,4	325,0	305,5

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

Tak jak w przypadku większości spółek informatycznych również w Wasko najbardziej istotną pozycją w kapitale obrotowym są należności handlowe. W 2H'15 ich poziom uległ znacznej redukcji, co wynikało z ostatecznego rozliczenia kontraktów światłowodowych właśnie w tym okresie. Skutkowało to bardzo dobrymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, dzięki czemu po 4Q'15 Wasko miało 61,6 mln PLN gotówki netto, co stanowi około 30% obecnej kapitalizacji rynkowej.

W przeciwieństwie do niektórych konkurentów (Qumak), spółka nie finansowała działalności kredytem kupieckim, dlatego oczekujemy dalszej poprawy sytuacji płynnościowej również w kolejnych kwartałach. Stwarza to bardzo dobrą pozycję wyjściową do wypłaty dywidendy wyższej niż przed rokiem oraz agresywnej walki o kontrakty z nowej perspektywy finansowej UE.

Pozycja gotówkowa spółki [mln PLN]



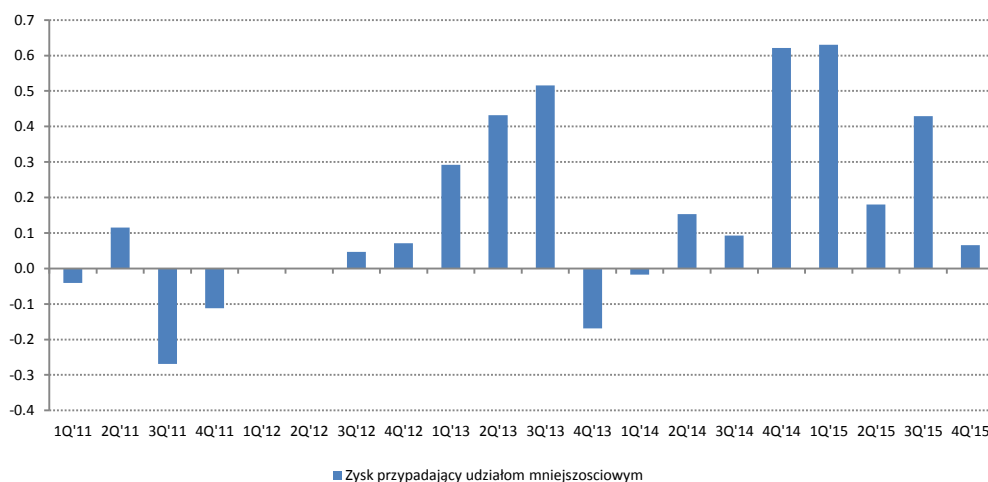
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

WYNIKI SPÓŁEK ZALEŻNYCH

Cechą charakterystyczną dla spółki jest wysoki udział wyników podmiotów zależnych w wyniku całej grupy kapitałowej. W skład grupy oprócz Wasko wchodzi 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 około 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. Całkowita kwota jaką Wasko wydało na te transakcje wynosi 3,4 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 dokonany 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.

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

W 2015 roku Wasko sfinalizowało większość długoterminowych kontraktów związanych z budową sieci światłowodowych, czemu zawdzięcza rekordowe wyniki i znakomitą sytuację płynnościową. Udało się także podpisać wieloletnie umowy z Kompanią Węglową i Jastrzębską Spółką Węglową o łącznej wartości 104,3 mln PLN. W 2016 roku można oczekiwać podpisania podobnej umowy z podmiotem, który przejmie kopalnię po dotychczasowej Kompani Węglowej. W nieco dalszej perspektywie spółka może liczyć na przetargi związane z rozbudową sieci szerokopasmowych w ramach Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa. W ich pozyskiwaniu mogą pomóc problemy płynnościowe niektórych konkurentów jak np. Hawe.

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 utrzymanie sieci, oraz świadczenie usług internetowych	77,1	12-2019
21.12.2015	JSW		wsparcia serwisowego oprogramowania klasy ERP SZYK2 własnej produkcji, wsparcia serwisowego Hurtowni Danych, usług Service Desk.	27,2	12.2018
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.

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Okczekujemy, że erozja wyników spowodowana wyczerpaniem się środków ze starej perspektywy będzie częściowo zneutralizowana przez mocny wynik w obszarze przemysłu. Niezmiennie zakładamy pozytywną kontrybucję COIG do wyników skonsolidowanych, który obecnie stanowi ważne zaplecze kompetencyjne w obszarze podmiotów przemysłowych. Jednak w 1Q'15 mieliśmy do czynienia z bardzo wysoką bazą wynikową wywołaną rozliczeniem kontraktu na budowę Dolnośląskiej Sieci Szerokopasmowej, która będzie bardzo trudna do poprawienia. Dodatkowo spodziewamy się, że sądowy finał sporu z Głównym Inspektorem Transportu Drogowego będzie skutkował zwiększeniem rezerw o 3,1 mln PLN, co może obciążyć wynik 1Q'16.

Okczekujemy, że w 1Q'16 Wasko wygeneruje przychody słabsze o 39% r/r, a wynik EBITDA o 69% niższy r/r. Zwracamy jednak uwagę na szansę dalszej poprawy pozycji gotówkowej, która jest możliwa dzięki konserwatywnej polityce zarządzania kapitałem obrotowym. Spółka może próbować wykorzystać problemy płynnościowe niektórych konkurentów podczas ubiegania się o przetargi z nowej perspektywy finansowej UE, co zapewne będzie wymagało ponownego zaangażowania znacznych środków w kapitał obrotowy. Dlatego też w 2017 roku zakładamy powrót do dynamicznej poprawy wyników, co powinno być efektem zbudowania silnych kompetencji w takich obszarach jak administracja rządowa i samorządowa, przemysł oraz służba zdrowia.

Segment wydobywczo - przemysłowy

Silnie wzrostowa ścieżka wynikowa jaką prezentował segment wydobywczy w ostatnich kwartałach była możliwa dzięki udanej restrukturyzacji COIG stanowiącego zaplecze kompetencyjne Wasko w tym obszarze. W listopadzie 2015 roku spółka poinformowała o wygraniu przetargu na kontrakt dla Katowickiego Holdingu Węglowego wartego 77,1 mln PLN, a w grudniu zdobyła podobny kontrakt dla JSW wart 27,3 mln PLN. W tym roku oczekujemy rozpisania takiego konkursu przez podmiot, który przejmie kopalnie po Kompanii Węglowej. Z uwagi na silne kompetencje w obsłudze informatycznej przedsiębiorstw wydobywczych zakładamy, że Wasko ma duże szanse na wygranie również tego przetargu. 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

Dzięki przejściu 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 regulacje wymagające od wszystkich podmiotów świadczących usługi medyczne prowadzenie elektronicznej dokumentacji medycznej. Według aktualnego rozporządzenia ministra zdrowia wszystkie placówki muszą do sierpnia 2017 roku wdrożyć u siebie elektroniczną obsługę dokumentacji medycznej w formie elektronicznej. Rozwój usług w zakresie e-zdrowia znalazł się w jednej z osi priorytetowych Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa.

Administracja rządowa i samorządowa

Według naszych prognoz 2016 rok przyniesie najmocniejszą erozję wyników właśnie w tym segmencie, co wynika ze wspomnianego już przesunięcia się w czasie rozpisywania przetargów z nowej perspektywy finansowej UE. Spodziewamy się jednak, ogłoszenia nowych przetargów jeszcze w tym roku, co powinno mieć wyraźne przełożenie na rezultaty Wasko już w 2017 roku. Minister Cyfryzacji Anna Streżyńska w jednej ze swoich pierwszych wypowiedzi na nowym stanowisku, podkreślała rolę infrastruktury sieciowej i zapowiedziała, że jej rozbudowa będzie jednym z priorytetów obecnego rządu. Jednym z największych beneficjentów takiego stanu rzeczy jest Wasko, które przejmując COIG, a później startując w przetargach na budowę sieci szerokopasmowych zbudowało silne kompetencje w tym obszarze. Mogą pozwolić one nie tylko skutecznie zabiegać o podobne przetargi, ale także realizować na nich satysfakcjonujące marże.

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 przeznaczane 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 przeznaczono tylko 200 mln EUR.

Prognozy wyników [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	115,8	90,9	120,6	124,8	69,9	72,0	72,3	104,5	452,1	318,6	373,5	395,7
Administracja rządowa i samorządowa	49,0	33,0	63,5	47,0	24,5	23,1	19,1	28,2	192,5	94,9	142,3	156,5
Sektor przemysłowy	23,4	35,5	31,6	42,3	27,3	31,5	33,2	44,9	132,8	136,8	139,2	141,6
Ochrona Zdrowia	14,2	7,2	11,2	3,1	3,6	4,3	4,5	5,6	35,7	17,9	19,7	21,7
Telekomunikacja	4,5	5,9	4,8	13,9	4,5	4,8	4,8	7,0	29,1	21,0	21,2	21,4
Edukacja	18,9	1,3	3,8	9,7	4,9	4,9	4,9	9,7	33,7	24,3	26,7	29,3
Transport	0,8	1,0	1,4	2,5	1,2	1,0	1,4	2,6	5,7	6,2	6,4	6,6
Bankowość i ubezpieczenia	5,0	2,3	4,3	6,4	4,0	2,4	4,4	6,6	18,0	17,4	17,9	18,5
Zysk brutto ze sprzedaży	21,4	15,2	18,0	27,4	11,9	12,1	12,6	17,5	82,0	54,0	63,6	66,1
EBITDA*	16,8	4,8	13,6	14,1	5,2	8,3	8,8	10,7	49,2	33,0	42,4	43,7
EBIT*	13,4	1,1	8,9	10,2	1,1	4,3	4,8	6,7	33,6	16,9	26,4	27,3
Wynik brutto*	13,3	0,8	9,2	9,8	1,2	4,4	4,9	6,8	33,1	17,3	27,0	27,8
Wynik netto*	10,6	0,5	7,4	7,5	1,0	3,6	4,0	5,5	26,0	14,0	21,9	22,6
Marża brutto	18,5%	16,7%	14,9%	21,9%	17,0%	16,8%	17,4%	16,7%	18,1%	17,0%	17,0%	16,7%
Marża EBITDA*	14,5%	5,2%	11,2%	11,3%	7,4%	11,6%	12,2%	10,2%	10,9%	10,4%	11,3%	11,0%
Marża EBIT*	11,6%	1,2%	7,4%	8,1%	1,6%	6,0%	6,7%	6,4%	7,4%	5,3%	7,1%	6,9%
Marża netto*	9,1%	0,6%	6,1%	6,0%	1,4%	5,0%	5,5%	5,3%	5,8%	4,4%	5,9%	5,7%

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A. *Prognozy uwzględniają zwiększenie rezerwy na spór z GITD w wysokości 3,1 mln, które mogą obciążyć wynik za 1Q'16

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa Trwałe	160,1	148,1	148,0	150,6	154,1	157,6	161,0	162,4	163,6	164,8	165,8	166,8
Wartości niematerialne i prawne	63,1	50,2	50,2	51,2	52,5	53,8	55,1	55,6	56,1	56,5	56,9	57,3
Rzeczowe aktywa trwałe	86,4	84,0	84,0	85,6	87,8	90,0	92,2	93,0	93,8	94,5	95,2	95,8
Pozostałe aktywa trwałe	10,7	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Aktywa obrotowe	167,0	156,4	167,3	196,0	207,3	216,7	223,6	222,4	220,6	218,7	217,0	215,2
Zapasy	14,9	5,7	8,0	10,4	11,0	11,3	11,4	10,5	10,5	10,6	10,6	10,6
Należności handlowe	129,9	76,2	88,5	124,5	137,4	152,0	160,3	147,1	147,6	148,0	148,6	149,0
Środki pieniężne	15,5	65,3	61,7	51,9	49,7	44,2	42,7	55,6	53,3	51,0	48,7	46,4
Pozostałe aktywa obrotowe	6,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Aktywa razem	328,5	305,5	316,4	347,7	362,4	375,4	385,7	385,8	385,4	384,6	384,0	383,2
Kapitały własne	201,0	221,0	226,5	241,3	252,9	264,6	274,0	278,8	278,1	277,2	276,4	275,5
Zobowiązania długoterminowe	20,2	5,5	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Zobowiązania krótko terminowe	107,3	79,0	84,2	100,7	103,8	105,1	106,1	101,4	101,6	101,7	101,9	102,1
Zobowiązania handlowe	56,2	29,4	35,4	51,9	55,0	56,3	57,2	52,5	52,7	52,9	53,1	53,2
Pozostałe zobowiązania	51,1	49,7	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8
Pasywa razem	328,5	305,5	316,4	347,7	362,4	375,4	385,7	385,8	385,4	384,6	384,0	383,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	372,5	452,1	318,6	373,5	395,7	405,4	412,2	378,3	379,6	380,7	382,0	383,2
Koszt własny sprzedaży	316,3	370,1	264,6	309,8	329,6	338,2	344,1	314,3	316,3	318,2	320,3	322,3
Zysk brutto ze sprzedaży	56,2	82,0	54,0	63,6	66,1	67,3	68,1	64,0	63,3	62,5	61,7	60,9
Koszty sprzedaży i marketingu	17,0	19,1	15,9	18,7	19,8	20,3	20,6	18,9	19,0	19,0	19,1	19,2
Koszty ogólnego zarządu	17,3	21,9	19,8	20,4	20,8	21,0	21,2	21,4	21,6	21,9	22,1	22,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,0	-7,4	-1,3	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
EBITDA	32,9	49,2	33,0	42,4	43,7	44,5	45,3	43,1	42,3	41,4	40,5	39,5
EBIT	18,9	33,6	16,9	26,4	27,3	27,8	28,1	25,5	24,6	23,5	22,5	21,4
Saldo działalności finansowej	-0,4	-0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
Wynik brutto	18,6	33,1	17,3	27,0	27,8	28,3	28,6	25,9	25,1	24,0	23,0	21,8
Wynik netto	13,5	26,0	14,0	21,9	22,6	22,9	23,1	21,0	20,3	19,4	18,6	17,7

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	8,6	107,7	24,2	15,9	28,5	26,1	32,8	48,0	37,7	37,0	36,3	35,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,6	-15,7	-15,6	-18,7	-19,8	-20,3	-20,6	-18,9	-19,0	-19,0	-19,1	-19,2
Przepływy z działalności finansowej	3,6	-42,2	-12,3	-7,0	-10,9	-11,3	-13,7	-16,2	-21,0	-20,3	-19,4	-18,6
Przepływy pieniężne netto	2,6	49,8	-3,7	-9,8	-2,3	-5,4	-1,6	12,9	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2
Środki pieniężne na początek okresu	12,9	15,5	65,4	61,7	51,9	49,7	44,2	42,7	55,6	53,3	51,0	48,7
Środki pieniężne na koniec okresu	15,5	65,4	61,7	51,9	49,7	44,2	42,7	55,6	53,3	51,0	48,7	46,4

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Dane Finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	0,2%	21,4%	-29,5%	17,2%	6,0%	2,4%	1,7%	-8,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EBITDA zmiana r/r	-0,2%	49,4%	-33,0%	28,5%	3,0%	2,0%	1,7%	-4,9%	-1,8%	-2,2%	-2,1%	-2,4%
EBIT zmiana r/r	1,0%	77,5%	-49,6%	55,6%	3,7%	1,7%	1,2%	-9,3%	-3,7%	-4,4%	-4,3%	-5,0%
Zysk netto zmiana r/r	60,0%	92,4%	-46,1%	55,9%	3,2%	1,6%	1,0%	-9,2%	-3,1%	-4,4%	-4,3%	-4,9%
Marża brutto na sprzedaży	15,1%	18,1%	17,0%	17,0%	16,7%	16,6%	16,5%	16,9%	16,7%	16,4%	16,2%	15,9%
Marża EBITDA	8,8%	10,9%	10,4%	11,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,4%	11,1%	10,9%	10,6%	10,3%
Marża EBIT	5,1%	7,4%	5,3%	7,1%	6,9%	6,9%	6,8%	6,7%	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%
Marża netto	3,6%	5,8%	4,4%	5,9%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,4%	5,1%	4,9%	4,6%
COGS/przychody	84,9%	81,9%	83,0%	83,0%	83,3%	83,4%	83,5%	83,1%	83,3%	83,6%	83,8%	84,1%
SG&A/ przychody	9,2%	9,1%	11,2%	10,5%	10,3%	10,2%	10,1%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%
SG&A/COGS	10,8%	11,1%	13,5%	12,6%	12,3%	12,2%	12,2%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%
ROE	6,7%	11,8%	6,2%	9,1%	8,9%	8,7%	8,4%	7,5%	7,3%	7,0%	6,7%	6,4%
ROA	4,1%	8,5%	4,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,4%	5,3%	5,1%	4,8%	4,6%
Dług	26,4	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	11,6%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	13,2%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	6,9%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	10,9	-61,6	-61,7	-51,9	-49,7	-44,2	-42,7	-55,6	-53,3	-51,0	-48,7	-46,4
Dług netto / Kapitał własny	5,4%	-27,9%	-27,2%	-21,5%	-19,6%	-16,7%	-15,6%	-19,9%	-19,2%	-18,4%	-17,6%	-16,9%
Dług netto / EBITDA	33,1%	-125,3%	-187,1%	-122,6%	-113,8%	-99,3%	-94,2%	-128,9%	-126,0%	-123,2%	-120,2%	-117,5%
Dług netto / EBIT	57,6%	-183,4%	-364,1%	-197,0%	-181,8%	-159,2%	-151,8%	-217,8%	-217,0%	-217,1%	-216,7%	-217,4%
EV	190,5	118,0	117,9	127,7	130,0	135,4	137,0	124,1	126,4	128,7	131,0	135,2
Dług / EV	13,9%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	2,9%	2,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX/Amortyzacja	77,4%	64,1%	99,4%	116,6%	121,1%	121,0%	120,0%	107,6%	107,0%	106,4%	106,0%	105,5%
Amortyzacja/Przychody	3,8%	3,4%	5,0%	4,3%	4,1%	4,1%	4,2%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Zmiana KO/Przychody	2,4%	-8,0%	2,7%	5,9%	2,6%	3,3%	1,8%	-2,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	1353,2%	-45,4%	-6,4%	39,9%	46,9%	139,9%	111,2%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%

Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P.E	13,3	7,3	13,1	8,3	8,1	7,9	7,9	8,7	8,9	9,4	9,8	10,4
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE	6,5	4,5	6,0	4,8	4,7	4,6	4,5	4,7	4,7	4,8	4,9	5,1
EV/EBITDA	5,8	2,4	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
EV/EBIT	10,1	3,5	7,0	4,8	4,8	4,9	4,9	4,9	5,1	5,5	5,8	6,3
EV/S	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
BVPS	2,1	2,4	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9
EPS	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	0,9	3,6	8,6	7,0	10,9	11,3	13,7	16,2	21,0	20,3	19,4	18,6
DPS	0,01	0,04	0,09	0,08	0,12	0,12	0,15	0,18	0,23	0,22	0,21	0,20
DYield	0,5%	2,0%	4,8%	3,9%	6,1%	6,3%	7,7%	9,0%	11,7%	11,3%	10,8%	10,2%
Payout ratio	10,8%	27,0%	33,0%	50,0%	50,0%	50,0%	60,0%	70,0%	100,0%	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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	2,51	Kupuj	2,51	27.04.2016	1,97	47 914
Kupuj	2,51	-	-	18.12.2015	1,92	45 684

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	33%
Trzymaj	1	33%
Redukuj	1	33%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo 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 portfelowo inwestycji i jakiegokolwiek 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 27.04.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.04.2016 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 rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 27.04.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.