



Dom Maklerski BDM S.A.

INSTAL KRAKÓW

RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji (19/10/2015, Kupuj) kurs Instalu Kraków w zasadzie nie uległ większej zmianie (+6%). W tym samym czasie WIG stracił blisko 11%. Kapitalizacja spółki nadal wynosi wyraźnie poniżej 100 mln PLN. Skonsolidowane wyniki 2015 roku ostatecznie były nawet lepsze niż zakładaliśmy, także zaraportowany wynik za 1Q'16 jest powyżej naszych prognoz. Zwracamy uwagę, że w 2015 roku spółka pokazała aż 16,4 mln PLN straty na sprzedaży w krajowym segmencie budowlanym. Wyeliminowanie dużej części tego rezultatu (ekspozycja na budownictwo w Polsce uległa już istotnemu ograniczeniu, pozostają nadal jednak koszty stałe), nawet przy zejściu rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów „rynkowych”, powinno zaowocować pozytywną ścieżką wyników w 2016 roku. Zwracamy uwagę, że sama bilansowa wartość aktywów netto segmentu deweloperskiego (grunty, projekty ukończone oraz w toku) przekracza obecną kapitalizację Instalu. Spółka ma także 16,1 mln PLN gotówki netto po 1Q'16. Nasza obecna wycena akcji wynosi 19,1 PLN i ulega nieznacznej korekcie w stosunku do poprzedniego raportu (18,6 PLN). Podtrzymujemy zalecenie Kupuj.

Skonsolidowane wyniki 2015 roku ostatecznie były nawet lepsze niż zakładaliśmy (zysk netto na poziomie 8,4 mln PLN vs 2,1 mln PLN). Udało się już sfinalizować kontrakty energetyczne pozyskane w 2013 roku (dla EdF i Enei). Miały one rozwinąć kompetencje spółki w generalnym wykonawstwie, przyniosły jednak ostatecznie szereg trudności i mocno ujemne wyniki. Zakładamy, że zarząd skoncentruje się obecnie na dochodowych liniach biznesu (deweloperka w Krakowie, Frapol, rynek niemiecki), a w segmencie budowlanym będzie selektywnie podchodził do przetargów, oczekując głównie na przetargi w segmencie wodno-ściekowym (gdzie spółka posiada największe kompetencje). Pozyskany kontrakt na podwykonawstwo w Jaworznie (62 mln PLN w konsorcjum) ma w naszej ocenie głównie pozwolić na pokrycie kosztów stałych segmentu.

Obecna kapitalizacja Instalu Kraków, przy kursie 11,9 PLN, wynosi 87 mln PLN. Poza wartością akcji uzyskaną modelem DCF (18,3 PLN), spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą (19,9 PLN), przykładając rynkowe wskaźniki do poszczególnych obszarów biznesowych. W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 87 mln PLN (wg P/BV=0,6x – mediana dla mniejszych deweloperów notowanych na GPW), 78,9% udziałów we Frapolu na 26 mln PLN (wg wskaźników porównywalnych spółek przemysłowych), działalności na rynku niemieckim na 16 mln PLN (5x średni roczny zysk za ostatnie 7 lat). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN. Gotówka netto po 1Q'16 wynosi 16 mln PLN.

W 2016 roku wyniki powinny być oparte o segment deweloperski (rozliczenie projektu Softysowska, licząc po kosztach budowy o wartości 77 mln PLN plus wartość gruntu: w 4Q'15/1Q'16 zostały ukończone 3 budynki, w 4Q'16 kolejne 4 – zakładamy przy tym, że rentowność będzie słabsza niż w poprzednich latach ze względu na dużą konkurencję na rynku krakowskim), Frapol (systemy klimatyzacyjne) oraz działalność podwykonawczą na rynku niemieckim. Biorąc pod uwagę obecny portfel zleceń działalność budowlana na rynku polskim zostanie istotnie ograniczona (historycznie spółka ma spore kompetencje w zakresie budowy/modernizacji oczyszczalni ścieków – odbudowa tego rynku jest możliwa, jednak raczej nie w takim zakresie jak w latach 2009-10). W modelu podtrzymujemy, że skonsolidowany zysk netto powróci do poziomu >10 mln PLN.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	566,0	491,1	308,1	320,0	329,8	332,1
EBITDA [mln PLN]	17,9	14,1	17,2	19,0	18,2	17,5
EBIT [mln PLN]	15,0	11,1	14,0	15,7	14,9	14,1
Zysk netto [mln PLN]	9,8	8,4	10,5	12,0	11,6	11,1
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
P/E	8,9	10,4	8,3	7,2	7,5	7,9
EV/EBITDA	3,9	4,2	3,4	2,6	2,3	1,9
EV/EBIT	4,6	5,3	4,2	3,2	2,8	2,4
DPS [PLN/akcję]	0,20	0,00	0,25	0,25	0,30	0,30

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 19,1 PLN

16 MAJ 2016

Wycena DCF [PLN]	18,2
Wycena porównawcza [PLN]	19,9
Wycena końcowa [PLN]	19,1
Potencjał do wzrostu / spadku	+59,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	11,94
Kapitalizacja [mln PLN]	87,0
Ilość akcji [mln szt.]	7,3

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	12,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,9

Stopa zwrotu za 3 mc	4,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	1,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-22,2%

Struktura akcjonariatu*:	
Juszczak Piotr	27,7%
Legg Mason TFI	10,1%
Szybiński Jan	5,9%
Pozostali	4,5%

*wg liczby głosów na WZA

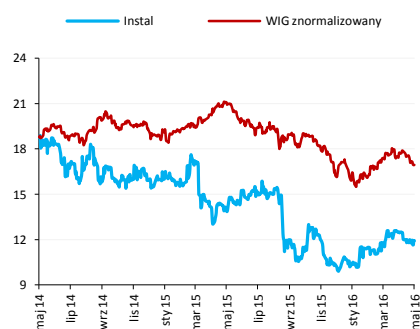
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE	8
WYNIKI ZA 1Q'16	10
PROGNOZY WYNIKÓW	12
DANE FINANSOWE	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Instal Kraków opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza dała wartość 1 akcji na poziomie 19,9 PLN, z kolei wycena metodą DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 18,2 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 19,1 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

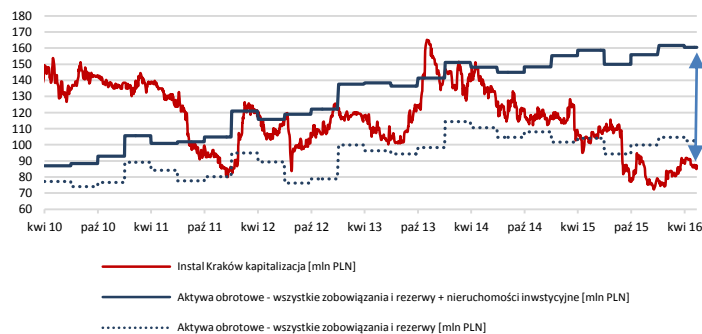
	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	18,2
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	19,9

Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]

19,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

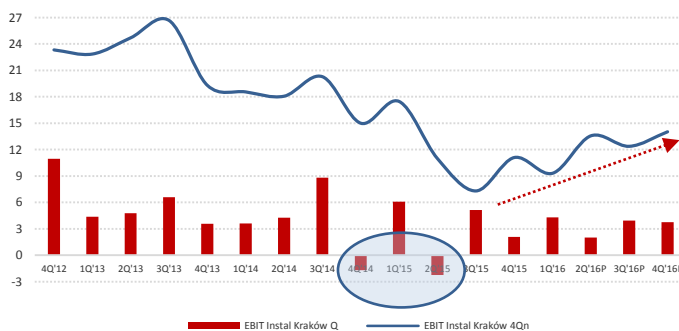
Kapitalizacja spółki a skorygowane aktywa netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A.

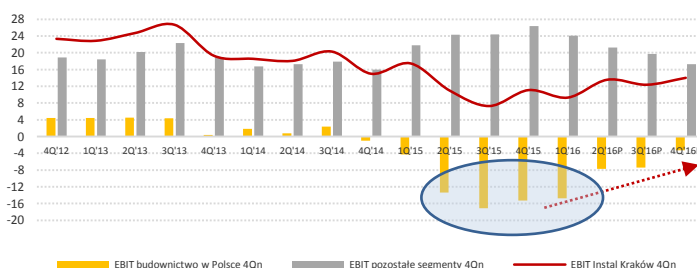
- Obecna kapitalizacja Instal Kraków wynosi 87 mln PLN. Gotówka netto po 1Q'16 wynosiła ok. 16 mln PLN.
- Wartość nieruchomości inwestycyjnych to 58 mln PLN.
- Wartość zapasów to 92,6 mln PLN (z tego 84,8 mln PLN zaksięgowane jest na bilansie jednostkowym – zdecydowana większość to ukończone i realizowane projekty deweloperskie).
- Poziom należności to 68,1 mln PLN a wycena kontraktów po stronie aktywów 8,7 mln PLN. Wartość zobowiązań handlowych wynosi 59,1 mln PLN, wycena kontraktów po stronie pasywów to 2,5 mln PLN. Pozostałe rezerwy to 6,1 mln PLN.

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



Źródło: BDM S.A.

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



Źródło: BDM S.A.

- Kontrakty energetyczne zostały pozyskane w 3/4Q'13 (dla EdF i Enei). Od tego czasu dotychczas stabilne zyski segmentu budowlanego uległy erozji a od 4Q'14 spółka notuje w tym obszarze narastająco (licząc za cztery kwartały) straty na poziomie EBIT.
- Obecnie ekspozycja na budownictwo w Polsce jest już mocno ograniczana. W 2014 roku przychody w tym obszarze wyniosły >300 mln PLN, w 2015 >200 mln PLN, tymczasem na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała tylko dwa istotne kontrakty - o wartości 27 mln PLN i 62 mln PLN w konsorcjach. Mają one w naszej ocenie głównie pozwolić na pokrycie kosztów stałych segmentu w oczekiwaniu na przetargi w segmencie wodno-ściekowym (spółka posiada tu największe kompetencje) i selektywne podejście do przetargów energetycznych (w komentarzu do wyników po 1Q'16 zarząd sygnalizuje, że toczące się obecnie przetargi dają podstawy do poprawy sprzedaży i rentowności w 2H16 i latach 2017-18).
- Zakładamy, że przy mniejszej skali działalności budowlanej w Polsce zarząd bardziej skoncentruje się na dochodowych liniach biznesu (deweloperka w Krakowie, Frapol, rynek niemiecki). Powinno to także przełożyć się na stopniową odbudowę wyników na poziomie skonsolidowanym na przestrzeni 2016 roku.

WYCENA DCF

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

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2016 roku EBIT spółki wyraźnie poprawi się względem 2015 roku, kiedy Instal odnotował na tym poziomie najgorszy wynik od 2006 roku. W długim terminie przyjmujemy lekką tendencję zniżkową (spadek nadal ponadprzeciętnej rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży).
- Spadek przychodów, widoczny mocno w 2016 roku, związany jest z założeniem znacznego ograniczenia przez spółkę działalności w obszarze budownictwa w Polsce. Duże kontrakty energetyczne nie zostały zastąpione przez kolejne. Na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała jedynie dwa znaczące kontrakty (baza paliw za 27 mln PLN oraz podwykonawstwo przy budowie Elektrowni Jaworzno za 62 mln PLN – oba kontrakty realizowane są w konsorcjach). Historycznie Instal Kraków ma spore kompetencje w zakresie budowy/modernizacji oczyszczalni ścieków – odbudowa tego rynku jest możliwa, jednak raczej nie do poziomów z najlepszych lat 2009-10 (wg danych KZGW nakłady w 2010 roku wyniosły 3,0 mld PLN, w kolejnych latach spadły nawet o ponad połowę). Zakładamy kontynuację działalności podwykonawczej na rynku niemieckim (ok. 80 mln PLN sprzedaży rocznej, przy 5-6% marży EBIT – tak jak w trzech ostatnich latach).
- W segmencie deweloperskim zakładamy długoterminowo sprzedaż na poziomie ok. 40 mln PLN/rok (ok 200 przekazywanych mieszkań). Rynek krakowski zapewnia obecnie popyt na ok. 11,0 tys mieszkań rocznie. Jest dość atrakcyjny ze względu na zaplecze akademickie i relatywnie dobry rynek pracy. Instal od lat realizuje w deweloperce bardzo dobre marże EBIT na poziomie 20-30% (duży bank ziemi zbudowany po korzystnych cenach). W długim terminie konserwatywnie zakładamy, że marża spółki spadnie do przeciętnych poziomów rynkowych (około 10-11%).
- W przypadku Frapolu przyjmujemy wzrost na poziomie organicznym i utrzymanie bieżącej rentowności (dodatkowy potencjał dostrzegamy w przypadku przeprowadzenia inwestycji w SSE Niepołomice – może ona także uwolnić grunty z dotychczasowej lokalizacji w Krakowie).
- Ograniczenie przychodów w budowlance już w dużej mierze przełożyło się na spływ kapitału obrotowego do spółki w 3Q i 4Q'15. Dla segment deweloperskiego zakładamy utrzymanie wskaźnika *'(produkcja w toku + wyroby gotowe) / (przychód z roku n+1)'* na poziomie około 1,0x (poziom z poprzednich trzech lat).
- Dług (gotówka) netto uwzględnia pozycję „inne krótkoterminowe aktywa finansowe” (lokaty >3M – akurat na koniec 2015 roku pozycja była zerowa)
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 0,0%;
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 16.05.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 132,7 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 18,2 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	308,1	320,0	329,8	332,1	329,7	327,4	327,6	327,9	328,2	328,5
EBIT [mln PLN]	14,0	15,7	14,9	14,1	13,8	13,4	13,3	13,1	12,9	12,7
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,7	3,0	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4
NOPLAT [mln PLN]	11,3	12,7	12,1	11,4	11,1	10,9	10,7	10,6	10,4	10,3
Amortyzacja [mln PLN]	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8
CAPEX [mln PLN]	-4,0	-4,2	-4,1	-4,2	-4,1	-4,0	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-6,5	-1,7	-1,4	-0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	4,0	10,1	9,9	10,3	10,9	10,8	10,4	10,3	10,2	10,1
DFCF [mln PLN]	3,8	8,8	7,9	7,6	7,4	6,7	5,9	5,3	4,9	4,4
Suma DFCF [mln PLN]	62,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	113,9		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	49,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	112,4									
Dług netto 2015 [mln PLN]	-28,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	7,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	132,7									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	18,2									
Przychody zmiana r/r	-37,3%	3,9%	3,0%	0,7%	-0,7%	-0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT zmiana r/r	26,4%	12,3%	-5,3%	-5,6%	-2,2%	-2,2%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
FCF zmiana r/r	-76,3%	152,3%	-2,3%	4,2%	6,0%	-0,9%	-4,3%	-0,7%	-0,8%	-1,2%
Marża EBITDA	5,6%	5,9%	5,5%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
Marża EBIT	4,5%	4,9%	4,5%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%
Marża NOPLAT	3,7%	4,0%	3,7%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%
CAPEX / Przychody	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	126,6%	127,9%	123,1%	120,7%	116,2%	111,4%	108,9%	106,8%	104,8%	103,9%
Zmiana KO / Przychody	2,1%	0,5%	0,4%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-3,5%	14,2%	14,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	96,5%	98,4%	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	3,5%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	18,5	19,2	20,2	21,3	22,9	25,0	28,0	32,8	41,5
	0,8	17,7	18,3	19,2	20,2	21,5	23,2	25,6	29,2	35,3
	0,9	17,0	17,6	18,3	19,1	20,2	21,7	23,6	26,4	30,8
	1,0	16,3	16,9	17,5	18,2	19,1	20,3	21,9	24,2	27,5
	1,1	15,8	16,2	16,7	17,4	18,2	19,2	20,5	22,3	24,9
	1,2	15,2	15,6	16,1	16,6	17,3	18,2	19,3	20,8	22,8
	1,3	14,7	15,1	15,5	16,0	16,6	17,3	18,2	19,5	21,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	19,3	20,2	21,3	22,7	24,5	27,2	31,1	37,6	50,7
	4%	17,7	18,3	19,2	20,2	21,5	23,2	25,6	29,2	35,3
	5%	16,3	16,9	17,5	18,2	19,1	20,3	21,9	24,2	27,5
	6%	15,2	15,6	16,1	16,6	17,3	18,2	19,3	20,8	22,8
	7%	14,3	14,6	14,9	15,4	15,9	16,5	17,3	18,3	19,7
	8%	13,4	13,7	14,0	14,3	14,7	15,2	15,8	16,5	17,5
	9%	12,7	12,9	13,1	13,4	13,7	14,1	14,5	15,1	15,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą, przykładając rynkowe wskaźniki do poszczególnych obszarów biznesowych. W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 87 mln PLN (wg mediany P/BV deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW – do wyceny nie braliśmy pod uwagę największych deweloperów: Robyg, Dom Development oraz Atal, dla których P/BV wynosi dużo >1x), 78,9% udziałów we Frapolu na 26 mln PLN (wg mediany P/E i P/BV porównywalnych małych spółek przemysłowych), działalności na rynku niemieckim na 16 mln PLN (5x średni roczny zysk za ostatnie 7 lat). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN (zwracamy uwagę, że w pozytywnym scenariuszu wartość powinna być wyższa, np. ze względu na możliwy do odzyskania kapitał obrotowy). Gotówka netto po 1Q'16 wynosiła 16 mln PLN. **Tak skonstruowana wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 145,2 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 19,9 PLN.**

Wycena porównawcza – podsumowanie

	mln PLN	PLN /akcję
Wartość segmentu deweloperskiego	86,9	11,9
Frapol (78,9% udziałów)	26,3	3,6
Wartość segmentu budowlanego w Polsce	0,0	0,0
Wartość segmentu budowlanego w Niemczech*	15,9	2,2
Gotówka netto	16,1	2,2
SUMA	145,2	19,9

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

Wycena segmentu deweloperskiego

	P/BV	kurs	MC	BV
Celtic	0,39	5,31	175	449
Inpro	1,07	5,85	234	218
JW Construction	0,57	3,94	350	617
Polnord	0,56	12,44	406	727
Ronson	0,89	1,48	403	453
Vantage	0,54	2,91	182	339
Mediana	0,56			
			[mln PLN]	/akcję
Wartość bilansowa aktywów netto deweloperki*			154,3	21,2
Wartość nieruchomości po dyskoncie (wg P/BV)			86,9	11,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wg stanu na 1Q'16

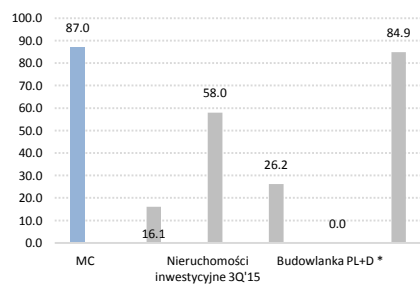
Wycena Frapolu

	P/BV	P/E	kurs	MC	BV	zysk netto 4Qn*
Berling	0,87	12,4	4,35	76,3	87,9	6,2
Mercor	1,07	26,7	9,52	149,1	139,7	5,6
ES-System	0,89	14,5	2,95	126,4	142,7	8,7
Mediana	0,89	14,5				
				[mln PLN]	[mln PLN]	
Wartość bilansowa aktywów netto Frapolu				33,9		3,6
Wartość Frapolu po dyskoncie wg mediany P/BV				29,1		37,6
Wartość Frapolu po dyskoncie (78,9% udziałów)				22,9		29,6
Waga wyceny				50,0%		50,0%
Wycena końcowa Frapolu (78,9% udziałów)				26,3	/akcję	3,6

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

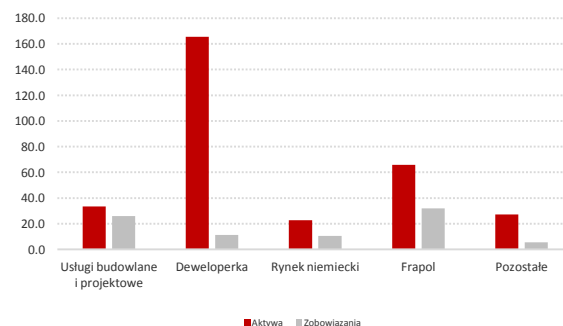
Poniżej, dla celów porównawczych, przedstawiamy także kapitalizację spółki na tle wartości bilansowej nieruchomości inwestycyjnych, kapitału obrotowego netto oraz bieżącego zadłużenia (przy konserwatywnym założeniu, że wartość rezydualna całej części budowlanej wynosi zero).

Kapitalizacja vs uproszczona wycena majątku spółki [mln PLN]



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

Struktura aktywów po 1Q'16 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

Licząc po liczbie głosów na WZA głównym akcjonariuszem spółki jest Piotr Juszczyk (prezes zarządu spółki od 1992 roku, a wcześniej związany z nią od lat 70.). W Instalu od 2006 roku funkcjonuje program menedżerski, który zapewnia zarządowi premię w wysokości 10% zysku netto, jeżeli wyniesie on w danym roku co najmniej 2,5 mln PLN.

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Juszczyk Piotr	656 299	9,0%	3 236 299	27,7%
Legg Mason TFI	1 176 388	16,1%	1 176 388	10,1%
Szybiński Jan	152 723	2,1%	689 523	5,9%
Generali OFE	528 000	7,2%	528 000	4,5%
Pozostali	4 772 090	65,5%	6 035 578	51,74%
Razem	7 285 500	100,0%	11 665 788	100,0%

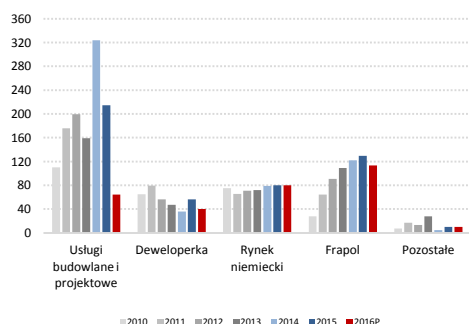
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Głównym źródłem przychodów Instalu Kraków jest działalność budowlana na rynku polskim (jako GW) i niemieckim (jako podwykonawca w robotach montażowych i remontowych). Przez wiele lat spółka świadczyła przede wszystkim usługi budowlano-montażowe oraz projektowe w zakresie technologii i instalacji dla uzdatniania wody przemysłowej i komunalnej, dla oczyszczania ścieków oraz kanalizacji. Kontrakty te finansowane są przede wszystkim ze środków unijnych. Spółka specjalizuje się także w instalacjach przemysłowych dla sektora energetycznego, instalacji dla ciepłownictwa i ogrzewnictwa czy instalacjach oczyszczania spalin. Na rynku niemieckim Instal posiada samodzielny oddział w Moers, który świadczy usługi w zakresie montażu instalacji technologicznych, montaż i remonty urządzeń w elektrowniach i zakładach przemysłowych oraz prace spawalnicze.

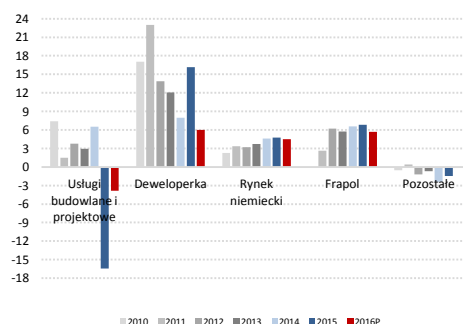
W zakresie produkcji i dostaw specjalistycznych systemów klimatyzacyjnych i wentylacyjnych działalność prowadzona jest przez spółkę zależną Frapol (78,9% udziałów). Oferta jest komplementarna do oferty Instalu Kraków.

Instal prowadzi także działalność w segmencie deweloperskim (mieszkania w Krakowie), który wnosi w ostatnich kilku latach znaczący wpływ na wynik.

Przychodów ze sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



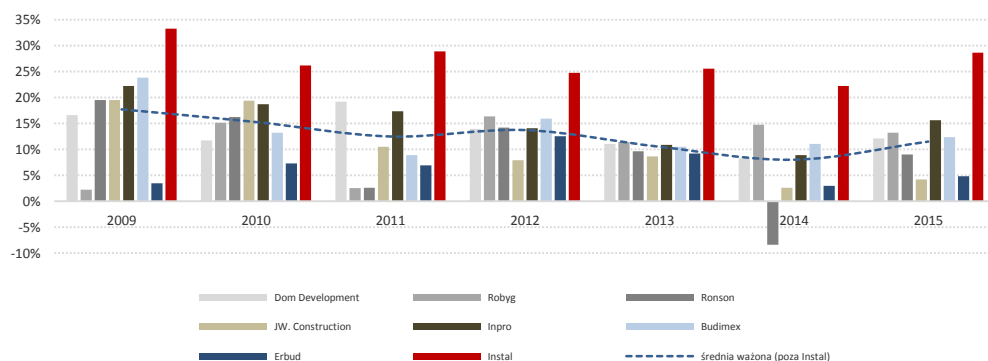
Zysk na sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

Rentowność wyniku na sprzedaży (oczyszczony EBIT) w działalności deweloperskiej wybranych spółek z GPW



Źródło: BDM S.A., MRN.pl

Portfel zleceń oraz największe zrealizowane kontrakty od 2009 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2016-02-09	E003B7 (Rafako)	Dostawa/montaż kanałów spalin, kanałów powietrza, reaktora SCR oraz zasobników węgla.	62	2018-02
2015-09-10	RZI w Krakowie	Rozbudowa i przebudowa bazy paliw w kompleksie wojskowym w Niedźwiedziu	27	2018-10
2014-09-18	PWiK Kraśnik	Modernizacja komunalnej oczyszczalni ścieków w Kraśniku	31	2015-11
2014-08-28	PWiK Konin	Modernizacja oczyszczalni ścieków Lewy Brzeg – Etap I	18	2015-08
2014-07-30	Elektrobudowa	Wykonanie robót technologicznych przy budowie nowego bloku EC Tychy	19	2015-07
2014-07-03	Budimex	Wykonanie instalacji wentylacji/klimatyzacji w nowym budynku Wyd. Chemii UJ	17	2015-06
2014-04-25	Wings Properties	Wykonanie budynku OVO we Wrocławiu	24	2016-04
2013-10-23	EDF	Projekt i budowa instalacji odzotowania spalin w Krakowie	175	2015-12*
2013-10-23	EDF	Projekt i budowa instalacji odzotowania spalin we Wrocławiu	76	2015-12
2013-08-30	Enea	Budowa kanałów spalin i wentylatorów wspomagających w ramach budowy IOS	88	2015-06
2013-08-06	MPWiK Kraków	Budowa stacji odbioru osadów z czyszczenia kanalizacji (Płaszów)	11	2014-06
2013-04-26	PIM Czechowice	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Czechowicach-Dziedzicach	44	2014-07
2013-03-21	RPWiK	Przebudowa oczyszczalni ścieków Radocha II w Sosnowcu – Etap III	29	2015-03
2013-03-19	ŁZK w Łańcut	Rozbudowy i przebudowa oczyszczalni ścieków w miejscowości Wola Dalsza	31	2014-09
2013-03-01	Mostostal W-wa	Wykonanie robót bud. – montażowych w zakresie instalacji wentylacji w Hali Czyżyny	20	2013-09
2012-10-18	MZWIK Nowy Targ	Modernizacja gospodarki wodnej i ściekowej w Nowym Targu	15	2014-12
2012-04-27	PWiK Gliwice	Modernizacja Stacji Uzdatniania Wody Łabędy	19	2014-02
2012-03-28	PR Wieliczka	Budowa ZSZ i Zespołu Szkół im. Brata Alojzego Kosiby w Wieliczce – Etap II	17	2012-09
2012-02-06	MPWiK Żywiec	Instalacja suszenia osadów	15	2013-09
2011-09-08	Tauron	Układ gospodarki olejowej w ramach odbudowy mocy wytwórczych w ZEC B-B EC1	10	2013-03
2011-07-01	ZIM Mikołów	Budowa kanalizacji sanitarnej i deszczowej oraz przebudowa sieci wodociągowej	21	2012-12
2011-05-23	Tauron	Układ odpowiadania zewnętrznego i sorbentu (ZEC Bielsko-Biała EC-1)	22	2013-08
2011-05-09	PWiK Dąbr. Gór.	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni ścieków	35	2013-08
2011-04-08	PGNiG	Przebudowa budynku B dla potrzeb Gazowni Krakowskiej	15	2012-10
2011-01-25	KIW-K	Modernizacja oczyszczalni ścieków "Podlesie"	29	2012-09
2011-01-05	SWS Nowy Sącz	Modernizacja i rozbudowa SUW miasto Stary Sącz	30	2011-12
2010-12-30	EDF	Modernizacja wewnętrznego członu ciepłowniczego - regulacyjność w Elektrociepł. Krk.	10	2011-12
2010-11-17	PGK	Budowa oczyszczalni ścieków w Przyszowicach	10	2012-12
2010-11-15	WiK Krzeszowice	Modernizacja Centralnej Oczyszczalni Ścieków w Krzeszowicach	25	2012-09
2010-09-30	MPWiK	Beztlenowa stabilizacja osadów z wykorzystaniem biogazu na terenie MOŚ w Zduńskiej W.	14	2013-06
2010-08-11	Aquanet	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni ścieków w Borówcu	30	2013-01
2010-06-22	Gmina Myślenice	Budowa oczyszczalni ścieków	12	2011-06
2010-06-10	Gmina Bojków	Modernizacja istniejącej oczyszczalni ścieków w miejscowości Wolbromek	10	2011-10
2010-05-11	EDF	Budowa instalacji akumulatora ciepła w Elektrociepłowni Kraków	31	2011-12
2010-04-22	WiK	Rozbudowa oczyszczalni ścieków w Strzegomiu	16	2012-06
2010-04-12	YIT Germany	Montaż instalacji wewnętrznych w obiekcie Airrail Center Frankfurt am Main	20	2011-03
2010-03-30	g. Wilamowice	Modernizacja i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Pisarzowicach	8	2011-09
2009-12-16	EDF	Budowa instalacji transportu, magazynowania i przeróbki biomasy na terenie EK - III etap	16	2010-12
2009-10-26	g. Czernichów	Budowa oczyszczalni ścieków w Wołowicach - etap I	8	2010-12
2009-10-08	Średzka Woda	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Środzie Śląskiej	11	2011-09
2009-05-20	g. Radłów	Rozbudowa i przebudowa istniejącej oczyszczalni ścieków w miejscowości Radłów	10	2010-10

Źródło: BDM S.A., spółka, *wg komunikatu spółki kontrakt do 2017 roku, jednak Fortum i EdF podały 2015 rok jako termin ukończenia głównych prac

WYNIKI ZA 1Q'16

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	94,3	120,3	124,5	79,1	90,3	117,5	128,6	93,6	125,7	176,0	170,7	115,9	114,7	138,7	121,8	70,0
Zysk brutto ze sprzedaży	10,0	9,5	18,6	8,8	12,1	13,1	14,7	7,9	12,9	14,9	14,6	11,1	5,4	11,8	6,5	9,3
rentowność	10,6%	7,9%	14,9%	11,1%	13,4%	11,2%	11,4%	8,4%	10,3%	8,5%	8,6%	9,6%	4,7%	8,5%	5,3%	13,3%
Zysk na sprzedaży	3,0	4,6	12,6	3,6	4,3	7,5	8,4	2,6	4,2	9,0	7,4	5,0	-1,8	6,2	0,4	1,9
rentowność	3,2%	3,8%	10,2%	4,5%	4,8%	6,4%	6,5%	2,8%	3,4%	5,1%	4,4%	4,3%	-1,5%	4,5%	0,3%	2,8%
EBIT	2,9	4,6	11,0	4,4	4,8	6,6	3,6	3,6	4,3	8,8	-1,7	6,1	-2,2	5,1	2,1	4,3
rentowność	3,1%	3,8%	8,8%	5,5%	5,3%	5,6%	2,8%	3,9%	3,4%	5,0%	-1,0%	5,3%	-1,9%	3,7%	1,7%	6,2%
EBITDA	3,5	5,2	11,7	4,9	5,3	7,2	4,4	4,3	4,9	9,5	-0,7	6,8	-1,4	5,9	2,8	5,0
rentowność	3,7%	4,3%	9,4%	6,2%	5,9%	6,1%	3,4%	4,5%	3,9%	5,4%	-0,4%	5,9%	-1,2%	4,3%	2,3%	7,1%
Usługi budowlane i projektowe	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	54,7	60,1	47,3	25,5	30,6	49,9	53,2	39,8	71,4	110,5	102,3	49,9	52,2	72,8	39,7	10,2
Zysk na sprzedaży	1,1	0,9	1,2	-0,6	1,4	1,2	1,1	0,9	1,1	3,0	1,5	-2,7	-8,4	-0,3	-5,0	-2,2
rentowność	2,1%	1,5%	2,6%	-2,5%	4,4%	2,3%	2,0%	2,2%	1,5%	2,7%	1,5%	-5,4%	-16,2%	-0,4%	-12,5%	-21,8%
Deweloperka	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	4,5	9,6	29,2	9,1	7,2	14,1	16,9	10,5	7,0	11,0	7,3	19,1	12,4	10,4	14,7	15,8
Zysk na sprzedaży	0,4	1,2	9,3	2,1	0,9	3,9	5,2	2,4	1,3	2,8	1,5	6,1	4,1	3,1	2,9	2,4
rentowność	8,3%	12,6%	31,8%	22,9%	12,0%	27,8%	30,9%	22,6%	19,2%	25,0%	20,1%	31,8%	33,2%	29,8%	19,7%	15,2%
Rynek niemiecki	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	15,8	19,2	20,4	18,3	17,6	18,0	18,1	12,3	24,2	4,5	38,1	17,8	19,1	21,0	22,1	18,4
Zysk na sprzedaży	0,8	0,8	0,5	1,4	0,7	0,8	0,8	0,7	1,3	0,4	2,2	1,2	1,5	1,3	0,8	1,4
rentowność	5,1%	3,9%	2,6%	7,6%	4,1%	4,4%	4,4%	5,3%	5,4%	8,5%	5,9%	7,0%	7,8%	6,1%	3,4%	7,6%
Frapol	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	16,4	25,6	28,6	21,3	29,0	26,4	32,7	28,0	22,7	49,3	22,3	26,6	29,7	33,9	39,5	22,8
Zysk na sprzedaży	0,8	1,7	2,8	1,1	1,7	1,3	1,7	0,2	0,6	3,4	2,4	0,7	1,6	2,5	2,0	0,2
rentowność	5,0%	6,6%	9,8%	5,0%	5,7%	4,9%	5,2%	0,8%	2,6%	6,8%	10,7%	2,6%	5,3%	7,4%	5,1%	1,1%
Pozostałe	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	2,8	5,8	-1,1	4,9	6,0	9,1	7,7	3,0	0,5	0,7	0,6	2,6	1,3	0,7	5,7	2,7
Zysk na sprzedaży	-0,2	0,1	-1,2	-0,4	-0,3	0,3	-0,4	-1,5	-0,1	-0,6	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	0,1
rentowność	-5,5%	1,2%	-112,3%	-7,5%	-4,9%	3,5%	-4,7%	-51,5%	-14,5%	-77,1%	-35,1%	-13,3%	-38,7%	-41,9%	-5,8%	3,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane za 1Q'2016 [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P*	odchyl.	2015	2016P	zmiana r/r
Przychody	115,9	70,0	-39,6%	81,4	-14,0%	491,1	308,1	-37,3%
Wynik brutto na sprzedaży	11,1	9,3	-16,0%	6,9	34,4%	34,8	37,5	7,9%
Zysk na sprzedaży	5,0	1,9	-61,2%	1,8	9,3%	9,9	12,3	24,9%
EBITDA	6,8	5,0	-27,0%	2,5	99,7%	14,1	17,2	21,7%
EBIT	6,1	4,3	-29,3%	1,7	150,1%	11,1	14,0	26,4%
Zysk brutto	6,3	4,3	-30,9%	1,7	154,3%	11,0	14,1	27,6%
Zysk netto	4,0	2,9	-28,2%	1,3	118,4%	8,4	10,5	24,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,6%	13,3%		8,5%	7,1%	12,2%		
Marża EBITDA	5,9%	7,1%		3,0%	2,9%	5,6%		
Marża EBIT	5,3%	6,2%		2,1%	2,3%	4,5%		
Marża zysku netto	3,5%	4,2%		1,6%	1,7%	3,4%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *prognoza z Prognoz kwartalnych na 1Q'16

1Q'2016

Wyniki oczyszczone za 1Q'16 są praktycznie zgodne z naszymi prognozami na poziomie EBIT (zysk na sprzedaży). Raportowana EBITDA jest podwyższona przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+2,4 mln PLN). Przychody w części budowlanej spadły nawet mocniej niż zakładaliśmy (wyniosły jedynie 10,2 mln PLN). Strata na sprzedaży w tym obszarze naszym zdaniem jest wynikiem braku możliwości pokrycia wszystkich kosztów stałych przy tak mocnym ograniczeniu backlogu – skończyły się realizowane w poprzednich kwartałach kontrakty energetyczne (kontrakt na podwykonawstwo w Jaworznie pozyskano dopiero na przestrzeni 1Q'16). Wyraźnie spadła rentowność segmentu deweloperskiego (marża na sprzedaży na poziomie 15% i tak jest wyższa niż u większość deweloperów). Obecnie rynek krakowski jest dość wymagający (duża konkurencja, niskie ceny Budimexu) i nie zakładamy, że rentowność powróci do poziomów 20-30%. Cash flow operacyjny był ujemny: -10,8 mln PLN, głównie skutek wzrostu zapasów na

bilansie jednostkowym (realizacji projektów deweloperskich). Gotówka netto po 1Q'16 wynosiła ok. 16 mln PLN.

W komentarzu zarząd wskazuje, że niski backlog może powodować ujemną rentowność segmentu budowlanego w 1H'16. Jednak ogłoszone w ostatnim okresie postępowania przetargowe w sektorze wodno-ściekowym oraz toczące się już postępowania przetargowe instalacji około blokowych w sektorze energetycznym mogą znacząco poprawić portfel zamówień, a w konsekwencji polepszyć sprzedaż i rentowność w 2H'16 oraz w najbliższych dwóch latach. Spółka zakłada także dobrą sprzedaż mieszkań w kolejnych kwartałach.

Segment deweloperski

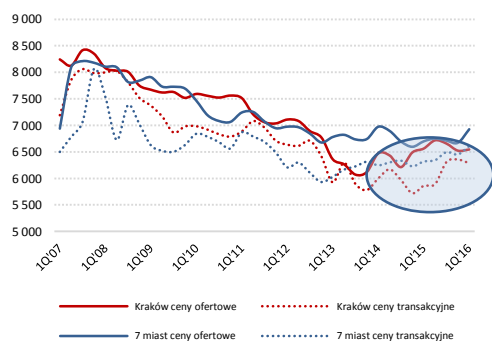
Obecny bank ziemi spółki (wartość nieruchomości inwestycyjnych to 55,6 mln PLN po 2Q'15) został zbudowany głównie w latach 2010-2014 (a więc już po załamaniu się rynku po hossie 2004-07 – w tym okresie średnie ceny mkw gruntu pod mieszkania na Podgórzu wzrosły z 300 PLN do 1200 PLN, by później szybko załamać się o co najmniej połowę).

Obecnie spółka ma jeszcze w sprzedaży resztówkę mieszkań w inwestycji Nowy Przewóz (lokalizacja: Podgórze). W 4Q'15 ukończono pierwszy budynek I etapu inwestycji przy ul. Sołtysowskiej (Czyżyny). Dwa kolejne budynki zostały oddane w 1Q'16 (w sumie trzy budynki to ok. 240 mieszkań), natomiast II etap (cztery budynki) ukończony zostanie w 4Q'16. Spółka podpisała już także umowę z generalnym wykonawcą na kolejne 5 budynków w inwestycji Nowy Przewóz, które mają zostać ukończone na początku 2018 roku. Działalność deweloperska spółki jest nadal wysoce rentowna na tle branży (choć 1Q'16 przyniósł spadek marży), w czym zasługa naszym zdaniem korzystnie zakupywanych dotychczas gruntów.

Krakowski pierwotny rynek mieszkań na przełomie 2012/13 roku wszedł pod sporą presję cenową. Wynikało to m.in. z nadpodaży projektów, które pojawiły się jednocześnie na rynku (>10 tys mieszkań w ofercie deweloperów, co w szczytowym momencie oznaczało ponad 2-letni okres sprzedaży). Obecnie (po 1Q'16) roczna sprzedaż wynosi już 11,2 tys mieszkań (przy ofercie na poziomie 9,5-10 tys). Ceny transakcyjne w ostatnich kwartałach, po dołku na przełomie 2014/15 (agresywna cenowo oferta Budimexu), wyraźnie odbiły.

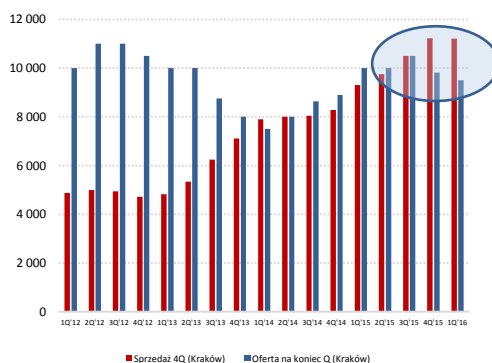
Na krakowskim rynku nieruchomości z giełdowych deweloperów w segmencie mieszkaniowym działają Atal, Echo czy Budimex. Biorąc pod uwagę rynek pracy, Kraków, poza Warszawą, jest m.in. największym centrum lokalizacji najemców z sektora BPO/SSC w Polsce. Miasto jest także bardzo silnym ośrodkiem akademickim. Pozwala to na utrzymywanie dodatniego salda migracji wewnętrznej ludności (w podobnej skali jak Wrocław, w przeciwieństwie do np. Poznania czy Katowic, gdzie od wielu lat jest ono ujemne).

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



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

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



Źródło: BDM S.A., REAS

PROGNOZY WYNIKÓW

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	2013	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P	2015P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	415,5	93,6	125,7	176,0	170,7	566,0	115,9	114,7	138,7	121,7	491,1	70,0	73,9	81,9	82,4	308,1
usługi budowlane i projektowe	159,1	39,8	71,4	110,5	102,3	324,0	49,9	52,2	72,8	39,7	214,6	10,2	17,8	20,0	16,4	64,4
deweloperka	47,3	10,5	7,0	11,0	7,3	35,9	19,1	12,4	10,4	14,7	56,5	15,8	9,0	8,0	7,2	40,0
rynek niemiecki	72,0	12,3	24,2	4,5	38,1	79,1	17,8	19,1	21,0	22,1	80,0	18,4	19,1	21,0	21,5	80,0
Frapol	109,4	28,0	22,7	49,3	22,3	122,3	26,6	29,7	33,9	39,5	129,6	22,8	26,7	32,2	31,7	113,4
pozostałe	27,7	3,0	0,5	0,7	0,6	4,8	2,6	1,3	0,7	5,7	10,3	2,7	1,3	0,7	5,5	10,3
EBITDA	21,9	4,3	4,9	9,5	-0,7	17,9	6,8	-1,4	5,9	2,8	14,1	5,0	2,8	4,7	4,7	17,2
EBIT*	19,3	3,6	4,3	8,8	-1,7	15,0	6,1	-2,2	5,1	2,1	11,1	4,3	2,0	3,9	3,7	14,0
usługi budowlane i projektowe	0,4	1,9	0,4	3,0	-6,3	-1,0	-1,5	-8,6	-0,7	-4,5	-15,3	-0,9	-1,4	-0,3	0,0	-2,7
deweloperka	12,5	2,6	1,3	2,6	1,2	7,6	6,0	3,9	3,0	4,3	17,2	2,9	1,3	1,2	1,1	6,5
rynek niemiecki	3,4	0,6	1,1	0,4	2,2	4,3	1,2	1,5	1,0	1,0	4,8	1,4	1,0	1,0	1,1	4,5
Frapol	4,2	0,4	0,1	3,2	1,2	4,9	0,9	1,2	2,0	1,7	5,8	0,7	1,2	2,0	1,7	5,6
pozostałe	-1,1	-1,8	1,4	-0,4	0,0	-0,9	-0,6	-0,2	-0,2	-0,4	-1,4	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1
Zysk (strata) brutto	19,4	4,2	4,3	8,8	-1,8	15,5	6,3	-2,3	5,2	1,8	11,0	4,3	2,0	4,0	3,7	14,1
Zysk (strata) netto	13,4	3,4	3,1	6,3	-3,0	9,8	4,0	-1,7	2,9	3,1	8,4	2,9	1,4	2,9	3,3	10,5
Marża EBITDA	5,3%	4,5%	3,9%	5,4%	-0,4%	3,2%	5,9%	-1,2%	4,3%	2,3%	2,9%	7,1%	3,8%	5,8%	5,7%	5,6%
Marża EBIT	4,6%	3,9%	3,4%	5,0%	-1,0%	2,6%	5,3%	-1,9%	3,7%	1,7%	2,3%	6,2%	2,7%	4,8%	4,5%	4,5%
Marża zysku netto	3,2%	3,6%	2,5%	3,6%	-1,8%	1,7%	3,5%	-1,4%	2,1%	2,5%	1,7%	4,2%	1,8%	3,6%	4,0%	3,4%

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

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

	2015 poprzednio	2015 wykonanie	zmiana	2016 poprzednio	2016 aktualnie	zmiana	2017 poprzednio	2017 aktualnie	zmiana
Przychody	444,2	491,1	10,6%	323,6	308,1	-4,8%	326,0	320,0	-1,8%
EBITDA	7,3	14,1	93,3%	17,8	17,2	-3,5%	19,1	19,0	-0,6%
EBIT	4,3	11,1	157,7%	14,8	14,0	-5,3%	16,0	15,7	-1,7%
Zysk (strata) netto	2,1	8,4	300,1%	10,8	10,5	-3,0%	12,2	12,0	-1,5%
Gotówka netto	0,4	28,2	>1000%	27,9	28,0	0,3%	37,6	36,7	-2,4%
Marża EBITDA	1,6%	2,9%		5,5%	5,6%		5,9%	5,9%	
Marża EBIT	1,0%	2,3%		4,6%	4,5%		4,9%	4,9%	
Marża zysku netto	0,5%	1,7%		3,3%	3,4%		3,7%	3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 19/10/2015

Skonsolidowane wyniki 2015 roku ostatecznie były nawet lepsze niż zakładaliśmy (zysk netto na poziomie 8,4 mln PLN vs 2,1 mln PLN). Udało się już sfinalizować kontrakty energetyczne pozyskane w 2013 roku (dla EdF i Enei). Miały one rozwinąć kompetencje spółki w generalnym wykonawstwie, przyniosły jednak ostatecznie szereg trudności i mocno ujemne wyniki. W 2015 roku w segmencie budowlanym w Polsce spółka pokazała aż 16,4 mln PLN straty na sprzedaży.

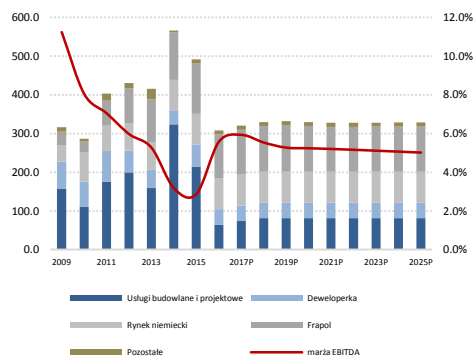
Na poziomie skonsolidowanym w 2015 roku spółka odnotowała najniższy EBIT od 2006 roku. W 2016 roku spodziewamy się wyraźnej poprawy. W długim terminie konserwatywnie przyjmujemy lekką tendencję zniżkową (spadek ponadprzeciętnej rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży).

Ekspozycja na budownictwo w Polsce została już mocno ograniczona. Zakładamy, że zarząd skoncentruje się obecnie na dochodowych liniach biznesu (deweloperka w Krakowie, Frapol, rynek niemiecki), a w segmencie budowlanym będzie selektywnie podchodził do przetargów, oczekując głównie na przetargi w segmencie wodno-ściekowym (gdzie spółka posiada największe kompetencje). Pozyskany kontrakt na pokrycie kosztów stałych segmentu. W komentarzu do wyników 1Q'16 zarząd wskazuje, że niski backlog może powodować ujemną rentowność segmentu budowlanego w 1H'16. Jednak ogłoszone w ostatnim okresie postępowania przetargowe w sektorze wodno-ściekowym oraz toczące się już postępowania przetargowe instalacji około blokowych w sektorze energetycznym mogą znacząco poprawić portfel zamówień, a w konsekwencji polepszyć sprzedaż i rentowność w 2H'16 oraz w najbliższych dwóch latach.

W 2016 roku wyniki powinny być oparte o Frapol (systemy klimatyzacyjne), działalność podwykonawczą na rynku niemieckim oraz segment deweloperski. Dwa pierwsze obszary powinny naszym zdaniem dołożyć łącznie ok. 10 mln PLN do wyniku EBIT. W segmencie deweloperskim do rozliczenia jest projekt Softysowska, (licząc po kosztach budowy o wartości 77 mln PLN plus wartość gruntu: w 4Q'15/1Q'16 zostały ukończone 3 budynki, w 4Q'16 kolejne 4). Do wyników segmentu podchodzimy w naszych prognozach bardzo konserwatywnie. W 2016 roku zakładamy sprzedaż tylko z już ukończonych budynków (resztę ujmujemy w 2017 roku). W 1Q'16 spółka pokazała dość słabą, jak na nią, rentowność na sprzedaży

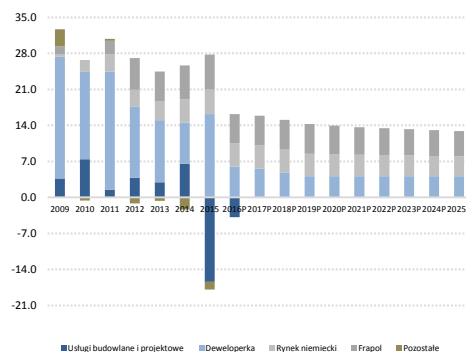
na poziomie 15%. Zakładamy, że podobny poziom zostanie utrzymany przez kolejne kwartały ze względu na dużą konkurencję na rynku krakowskim. Jednak nie wykluczalibyśmy tu pozytywnych niespodzianek (ostatnie odczyty z NBP pokazują wzrostową tendencję na cenach, a odczyty z RAES na kurczącą się ofertę w Krakowie).

Struktura przychodów i marża EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura wyniku na sprzedaży [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

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

Wyniki spółki	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	402,6	430,7	415,5	566,0	491,1	308,1	320,0	329,8	332,1	329,7	327,4	327,6	327,9	328,2	328,5
zmiana r/r	40,7%	7,0%	-3,5%	36,2%	-13,2%	-37,3%	3,9%	3,0%	0,7%	-0,7%	-0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,8	48,6	48,8	50,3	34,8	37,5	41,5	41,1	40,6	40,4	40,2	40,2	40,3	40,3	40,4
rentowność	12,4%	11,3%	11,7%	8,9%	7,1%	12,2%	13,0%	12,5%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Zysk na sprzedaży	30,8	25,9	23,7	23,3	9,9	12,3	15,9	15,1	14,2	13,9	13,6	13,4	13,2	13,1	12,9
rentowność	7,7%	6,0%	5,7%	4,1%	2,0%	4,0%	5,0%	4,6%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%
EBIT	26,0	23,3	19,3	15,0	11,1	14,0	15,7	14,9	14,1	13,8	13,4	13,3	13,1	12,9	12,7
rentowność	6,5%	5,4%	4,6%	2,6%	2,3%	4,5%	4,9%	4,5%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%
EBITDA	28,4	25,7	21,9	17,9	14,1	17,2	19,0	18,2	17,5	17,3	17,0	16,9	16,8	16,6	16,5
rentowność	7,0%	6,0%	5,3%	3,2%	2,9%	5,6%	5,9%	5,5%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
Usługi budowlane i projektowe	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	175,6	199,6	159,1	324,0	214,6	64,4	74,0	81,4	81,4	81,4	81,4	81,4	81,4	81,4	81,4
zmiana r/r	59,3%	13,7%	-20,3%	103,6%	-33,8%	-70,0%	15,0%	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	1,5	3,8	2,9	6,5	-16,4	-3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rentowność	0,8%	1,9%	1,8%	2,0%	-7,7%	-6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Deweloperka	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	79,6	56,2	47,3	35,9	56,5	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
zmiana r/r	22,3%	-29,4%	-15,9%	-24,1%	57,6%	-29,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	23,0	13,9	12,1	8,0	16,2	6,0	5,6	4,9	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
rentowność	28,9%	24,7%	25,5%	22,2%	28,6%	15,0%	14,0%	12,1%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Rynek niemiecki	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	65,4	70,8	72,0	79,1	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
zmiana r/r	-13,3%	8,3%	1,6%	9,8%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	3,3	3,2	3,7	4,6	4,8	4,5	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9	3,9
rentowność	5,1%	4,5%	5,2%	5,8%	6,0%	5,6%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%
Frapol	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	64,6	90,7	109,4	122,3	129,6	113,4	115,7	118,0	120,4	118,0	115,6	115,9	116,2	116,5	116,8
zmiana r/r	130,6%	40,5%	20,5%	11,8%	6,0%	-12,5%	2,0%	2,0%	2,0%	-2,0%	-2,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zysk na sprzedaży	2,6	6,2	5,7	6,6	6,8	5,7	5,8	5,8	5,8	5,5	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9
rentowność	4,1%	6,8%	5,2%	5,4%	5,3%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
Pozostałe	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	17,4	13,2	27,7	4,8	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
zmiana r/r	133,3%	-23,8%	109,4%	-82,6%	113,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	0,4	-1,2	-0,7	-2,4	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rentowność	2,2%	-9,1%	-2,6%	-49,5%	-14,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka, zysk na sprzedaży = oczyszczony EBIT (bez salda pozostałej działalności operacyjnej)

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	106,6	111,8	112,7	113,6	114,4	115,1	115,6	116,1	116,4	116,6	116,8	117,0
Wartości niematerialne i prawne	6,3	6,4	6,0	5,7	5,4	5,2	5,0	4,8	4,7	4,5	4,4	4,3
Rzeczowe aktywa trwałe	37,7	38,3	39,5	40,7	41,8	42,7	43,5	44,1	44,5	44,9	45,2	45,5
Nieruchomości inwestycyjne	53,7	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2
Pozostałe aktywa trwałe	8,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Aktywa obrotowe	293,9	217,5	192,5	199,3	205,5	215,0	223,4	231,5	240,1	248,0	256,0	263,9
Zapasy	79,9	84,8	80,0	80,3	80,5	80,6	80,5	80,3	80,3	80,4	80,4	80,4
Należności krótkoterminowe	168,9	88,3	73,5	76,9	79,6	80,2	79,6	79,0	79,1	79,1	79,2	79,3
Inwestycje krótkoterminowe	44,3	43,9	38,6	41,8	45,0	53,8	62,9	71,7	80,2	88,0	95,9	103,8
- środki pieniężne	40,2	43,9	38,6	41,8	45,0	53,8	62,9	71,7	80,2	88,0	95,9	103,8
- pozostałe aktywa finansowe	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa razem	400,5	329,3	305,2	312,9	319,9	330,1	339,0	347,5	356,4	364,6	372,8	380,9
Kapitał (fundusz) własny	196,4	204,4	213,0	223,2	232,6	241,5	249,9	257,9	266,0	273,3	280,6	287,8
Kapitał mniejszości	5,8	6,8	7,8	8,7	9,7	10,6	11,5	12,4	13,2	14,1	14,9	15,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	198,3	118,1	84,4	81,0	77,6	78,0	77,6	77,2	77,2	77,3	77,3	77,4
Rezerwy na zobowiązania	21,3	14,8	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Zobowiązania długoterminowe	6,0	5,2	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	6,0	5,2	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	162,2	93,2	60,0	61,8	58,4	58,8	58,4	58,0	58,1	58,1	58,2	58,2
- w tym zobowiązania oprocentowane	20,8	10,6	5,4	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	400,5	329,3	305,2	312,9	319,9	330,1	339,0	347,5	356,4	364,6	372,8	380,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	566,0	491,1	308,1	320,0	329,8	332,1	329,7	327,4	327,6	327,9	328,2	328,5
Koszty produktów, tow. i materiałów	515,7	456,3	270,6	278,5	288,6	291,5	289,3	287,1	287,4	287,6	287,9	288,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,3	34,8	37,5	41,5	41,1	40,6	40,4	40,2	40,2	40,3	40,3	40,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	27,1	24,9	25,2	25,6	26,1	26,4	26,5	26,6	26,8	27,0	27,3	27,5
Zysk (strata) na sprzedaży	23,3	9,9	12,3	15,9	15,1	14,2	13,9	13,6	13,4	13,2	13,1	12,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8,3	1,2	1,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	17,9	14,1	17,2	19,0	18,2	17,5	17,3	17,0	16,9	16,8	16,6	16,5
EBIT	15,0	11,1	14,0	15,7	14,9	14,1	13,8	13,4	13,3	13,1	12,9	12,7
Saldo działalności finansowej	0,5	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5	1,6	1,8
Zysk (strata) brutto	15,5	11,0	14,1	16,0	15,4	14,8	14,7	14,6	14,6	14,5	14,5	14,5
Zysk (strata) netto mniejszości	0,9	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Zysk (strata) netto*	9,8	8,4	10,5	12,0	11,6	11,1	11,0	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	-21,3	17,0	5,4	14,2	13,9	14,2	14,7	14,4	13,9	13,8	13,7	13,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,0	-1,0	-3,3	-3,4	-3,3	-3,2	-3,0	-2,7	-2,5	-2,3	-2,1	-2,0
Przepływy z działalności finansowej	12,1	-12,3	-7,5	-7,6	-7,4	-2,2	-2,5	-2,9	-2,9	-3,6	-3,6	-3,6
Przepływy pieniężne netto	-12,3	3,7	-5,4	3,2	3,2	8,8	9,1	8,8	8,5	7,8	7,9	7,9
Środki pieniężne na początek okresu	52,5	40,2	43,9	38,6	41,8	45,0	53,8	62,9	71,7	80,2	88,0	95,9
Środki pieniężne na koniec okresu	40,2	43,9	38,6	41,8	45,0	53,8	62,9	71,7	80,2	88,0	95,9	103,8

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-13,2%	-37,3%	3,9%	3,0%	0,7%	-0,7%	-0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITDA zmiana r/r	-21,4%	21,7%	10,5%	-3,9%	-4,1%	-1,3%	-1,4%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-0,9%
EBIT zmiana r/r	-26,0%	26,4%	12,3%	-5,3%	-5,6%	-2,2%	-2,2%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Zysk netto zmiana r/r	-14,1%	24,7%	14,7%	-3,8%	-4,3%	-0,6%	-0,6%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Marża brutto na sprzedaży	7,1%	12,2%	13,0%	12,5%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Marża EBITDA	2,9%	5,6%	5,9%	5,5%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
Marża EBIT	2,3%	4,5%	4,9%	4,5%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%
Marża brutto	2,2%	4,6%	5,0%	4,7%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża netto	1,7%	3,4%	3,8%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
COGS / przychody	92,9%	87,8%	87,0%	87,5%	87,8%	87,8%	87,7%	87,7%	87,7%	87,7%	87,7%
SG&A / przychody	5,1%	8,2%	8,0%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%
SG&A / COGS	5,5%	9,3%	9,2%	9,0%	9,0%	9,1%	9,3%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%
ROE	4,1%	4,9%	5,4%	5,0%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%
ROA	2,6%	3,4%	3,8%	3,6%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%
Dług	15,8	10,6	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	4,8%	3,5%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	5,0%	3,6%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-0,5%	0,5%	1,7%	3,6%	5,4%	6,8%	8,3%	9,7%	11,1%	12,5%	13,9%
Dług / kapitał własny	7,7%	5,0%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-28,2	-28,0	-36,7	-45,0	-53,8	-62,9	-71,7	-80,2	-88,0	-95,9	-103,8
Dług netto / kapitał własny	-13,8%	-13,1%	-16,4%	-19,3%	-22,3%	-25,2%	-27,8%	-30,1%	-32,2%	-34,2%	-36,1%
Dług netto / EBITDA	-2,0	-1,6	-1,9	-2,5	-3,1	-3,6	-4,2	-4,7	-5,2	-5,8	-6,3
Dług netto / EBIT	-2,5	-2,0	-2,3	-3,0	-3,8	-4,6	-5,3	-6,0	-6,7	-7,4	-8,2
EV	58,8	59,0	50,3	42,0	33,2	24,1	15,3	6,8	-1,0	-8,9	-16,8
Dług / EV	26,8%	17,9%	10,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	192,5%	126,6%	127,9%	123,1%	120,7%	116,2%	111,4%	108,9%	106,8%	104,8%	103,9%
Amortyzacja / Przychody	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	-2,1%	2,1%	0,5%	0,4%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,6%	-3,5%	14,2%	14,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	10,4	8,3	7,2	7,5	7,9	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
P/BV*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	7,6	6,4	5,7	5,8	6,0	6,0	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9
EV/EBITDA*	4,2	3,4	2,6	2,3	1,9	1,4	0,9	0,4	-0,1	-0,5	-1,0
EV/EBIT*	5,3	4,2	3,2	2,8	2,4	1,8	1,1	0,5	-0,1	-0,7	-1,3
EV/S*	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
BVPS	28,1	29,2	30,6	31,9	33,1	34,3	35,4	36,5	37,5	38,5	39,5
EPS	1,2	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
CEPS	1,6	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
FCFPS	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,00	0,25	0,25	0,30	0,30	0,35	0,40	0,40	0,50	0,50	0,50
Payout ratio	0,0%	21,7%	17,4%	18,2%	18,9%	23,1%	26,5%	26,7%	33,3%	33,3%	33,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 11,9 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

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

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	19,1	Kupuj	18,6	16.05.2016	11,9	46 064
Kupuj	18,6	Kupuj	22,9	19.10.2015	11,3	51 475
Kupuj	22,9	-	-	5.08.2014	16,0	50 807

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	4	36%
Akumuluj	3	27%
Trzymaj	2	18%
Redukuj	2	18%
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

Poszczegółowe 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 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 16.05.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.05.2016 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 pamiętać, 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 16.05.2016 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 i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.