



Dom Maklerski BDM S.A.

INSTAL KRAKÓW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 19,9 PLN

29 WRZESIEŃ 2016, 09:39 CEST

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji (16/05/2016, Kupuj) kurs Instalu Kraków zachowywał się lepiej niż WIG (+9% z uwzględnieniem dywidendy vs +2%). Podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia, że spółka przekroczy w 2016 roku 10 mln PLN na poziomie zysku netto. Zwracamy uwagę, że Instal Kraków ma obecnie w ofercie około 70 gotowych mieszkań (Sołtysowska I), kolejne ponad 300 (Sołtysowska II) jest bliskie ukończenia i zostanie oddane do użytkowania na przełomie roku. Szacujemy, że ich wartość netto jest bliska kapitalizacji rynkowej spółki. Spółka rozpoczęła już także prace nad kolejnym etapem projektu Nowy Przewóz (skala nieco większa niż Sołtysowska II). Dodając do tego gotówkę netto, wartość posiadanych gruntów, spółkę zależną Frapol czy rentowną działalność na rynku niemieckim nie widzimy uzasadnienia dla obecnej wyceny giełdowej Instalu Kraków. Kolejnym impulsem dla poprawy atrakcyjności inwestycyjnej spółki jest oczekiwana przez nas poprawa wyników w segmencie budowlanym, który jeszcze wyraźnie obciążał rezultaty w 1H'16. Podsumowując, podnosimy wycenę akcji z 19,1 PLN do 19,9 PLN i utrzymujemy zalecenie Kupuj.

Obecna kapitalizacja Instalu Kraków, przy kursie 12,6 PLN, wynosi 92 mln PLN. Poza wartością akcji uzyskaną modelem DCF (18,3 PLN), spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą (21,4 PLN), przykładając rynkowe wskaźniki do poszczególnych obszarów biznesowych. W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 94 mln PLN (wg P/BV=0,6x – mediana dla mniejszych deweloperów notowanych na GPW), 78,9% udziałów we Frapolu na 45 mln PLN (wg wskaźników porównywalnych spółek przemysłowych; zwracamy uwagę, że obecne wyniki są lepsze niż poprzednio zakładaliśmy), działalności na rynku niemieckim na 13 mln PLN (5x średni roczny zysk za ostatnie 8 lat). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN. Gotówka netto po 2Q'16 wynosiła 6 mln PLN (na 3Q'16 przypadała wypłata 2 mln PLN dywidendy).

Po bardzo słabym 2015 roku, kiedy na wynikach zaważyły słabe kontrakty energetyczne, obecny rok to czas wychodzenia przez Instal Kraków na prostą. Nie obywa bez turbulencji, m.in. pojawiły się jeszcze dodatkowe straty w segmencie budowlanym oraz spadła księgowa marża w działalności deweloperskiej. Jednak ścieżka wynikowa w 1H'16 jest już pozytywna, zysk netto wzrósł z 2,4 mln PLN do 4,0 mln PLN (spółce nieco pomogło dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej, ale też z drugiej strony pojawiła się wysoka efektywna stopa podatku dochodowego). Zarząd koncentruje się obecnie na dochodowych liniach biznesu (deweloperka w Krakowie, Frapol, rynek niemiecki), a w segmencie budowlanym selektywnie podchodzi do przetargów, oczekując głównie na zlecenia w segmencie wodno-ściekowym (spółka posiada tu największe kompetencje). Pozyskany kontrakt na podwykonawstwo w Jaworznie (62 mln PLN w konsorcjum) ma w naszej ocenie głównie pozwolić na pokrycie kosztów stałych segmentu. Spodziewamy się, że w 2H'16 pozytywna tendencja w wynikach zostanie podtrzymana, tym samym utrzymujemy nasze założenia, że w 2016 roku Instal wypracuje ponad 10 mln PLN na poziomie skonsolidowanego zysku netto. Obecne prognozy na 2017-2019 bazują na naszych wcześniejszych założeniach i w kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy podniesienia celów dla poszczególnych segmentów, w szczególności dotyczyć to może obszaru deweloperskiego i segmentu budowlanego.

Wycena DCF [PLN]	18,3
Wycena porównawcza [PLN]	21,4
Wycena końcowa [PLN]	19,9
Potencjał do wzrostu / spadku	57,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	12,63
Kapitalizacja [mln PLN]	92,0
Ilość akcji [mln szt.]	7,3

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	11,7

Stopa zwrotu za 3 mc	4,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	1,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	17,7%

Struktura akcjonariatu*:	
Juszczak Piotr	27,8%
Legg Mason TFI	12,2%
Szybiński Jan	5,9%
Pozostali	54,1%

*wg liczby głosów na WZA

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

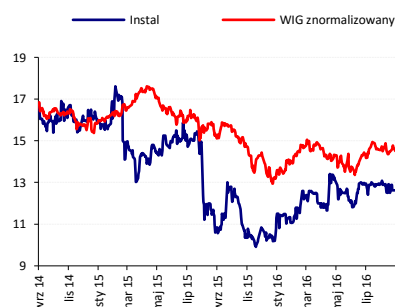
tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	566,0	491,1	337,1	332,8	335,4	338,0
EBITDA [mln PLN]	17,9	14,1	19,9	19,0	18,6	18,3
EBIT [mln PLN]	15,0	11,1	16,9	15,9	15,4	14,9
Zysk netto* [mln PLN]	9,8	8,4	10,3	11,9	11,8	11,6
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	9,4	11,0	8,9	7,7	7,8	7,9
EV/EBITDA	4,2	4,5	3,6	3,2	2,8	2,3
EV/EBIT	5,0	5,8	4,2	3,8	3,3	2,8
DPS [PLN/akcję]	0,20	0,00	0,25	0,25	0,30	0,30

*dla akcjonariuszy jednostki dominującej



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 2Q'16	10
PROGNOZY WYNIKÓW	12
DANE FINANSOWE	14

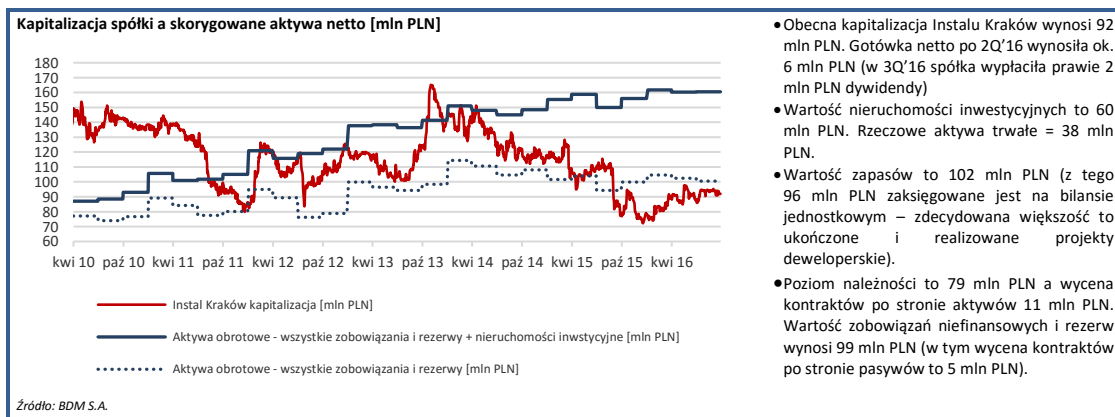
WYCENA I PODSUMOWANIE

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 21,4 PLN, z kolei wycena metodą DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 18,3 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 19,9 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

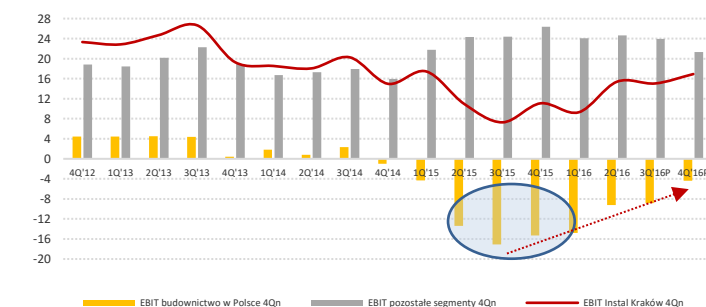
	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	18,3
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	21,4
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		19,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



- Obecna kapitalizacja Instalu Kraków wynosi 92 mln PLN. Gotówka netto po 2Q'16 wynosiła ok. 6 mln PLN (w 3Q'16 spółka wypłaciła prawie 2 mln PLN dywidendy)
- Wartość nieruchomości inwestycyjnych to 60 mln PLN. Rzeczowe aktywa trwałe = 38 mln PLN.
- Wartość zapasów to 102 mln PLN (z tego 96 mln PLN zaksięgowane jest na bilansie jednostkowym – zdecydowana większość to ukończone i realizowane projekty deweloperskie).
- Poziom należności to 79 mln PLN a wycena kontraktów po stronie aktywów 11 mln PLN. Wartość zobowiązań niefinansowych i rezerw wynosi 99 mln PLN (w tym wycena kontraktów po stronie pasywów to 5 mln PLN).

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



Źródło: BDM S.A.

Projekty deweloperskie spółki

projekt	status	aktualna liczba mieszkań w ofercie*	PUM [mkw]	Średnia cena netto [tys PLN/mkw]	wartość netto [mln PLN]**
Nowy Przewóz 32B	ukończony	1	82	5,07	0,4
Sołtysowska I	ukończony	70***	3 015	5,07	15,3
Sołtysowska II	w budowie do 4Q'16/1Q'17	306	13 537	5,07****	68,6
Nowy Przewóz V	w budowie do 1Q'18				

Źródło: BDM S.A., <http://www.wiarygodnydeweloper.pl/>

*na dzień 28/09/2016

**bez garaży i innych dodatkowych opłat

***w 3Q'16 sprzedano około 50 mieszkań (na początku lipca 2016 w ofercie było ok. 120 mieszkań)

****przyjęto cenę jak w etapie I (mieszkania trafiły do sprzedaży na przestrzeni 3Q'16, wg naszych szacunków przedsprzedano na razie kilka mieszkań)

*****zakładamy ok 350 mieszkań

- Kontrakty energetyczne zostały pozyskane w 3/4Q'13 (dla EdF i Enei) a od 4Q'14 spółka notuje w obszarze krajowego budownictwa narastająco (licząc za cztery kwartały) straty na poziomie EBIT. Obecnie kontrakty są już ukończone, w 2H'16 straty segmentu powinny być wyraźnie ograniczone. Na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała tylko trzy istotne kontrakty - o wartości 27 mln PLN, 62 mln PLN (w konsorcjach) i 15 mln PLN. 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

- 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 przyczynić się na stopniową odbudowę wyników na poziomie skonsolidowanym na przestrzeni 2016 roku.

- Spółka ma obecnie w ofercie około 70 gotowych mieszkań (Sołtysowska I), kolejne ponad 300 (Sołtysowska II) jest bliskie ukończenia i zostanie oddane do użytkowania na przełomie roku. Ich wartość netto jest bliska kapitalizacji rynkowej spółki (zwracamy uwagę na sprzedaż około 50 lokali w 3Q'16 - obecne wpływy z bieżącej sprzedaży ukończonych mieszkań etapu I pokrywają wydatki na budowę etapu II) Spółka rozpoczęła już także prace nad V etapem projektu Nowy Przewóz (skala nieco większa niż Sołtysowska II).

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 najniższy wynik od 2006 roku. W długim terminie przyjmujemy lekką tendencję zniżkową. (spadek nadal ponadprzeciętnej rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży + zakładamy także, że marże generowane przez segment rynku niemieckiego w 2016 roku nie są możliwe do utrzymania w długim terminie ze względu na wzrastającą presję płacową wśród polskich pracowników).
- Spadek przychodów, widoczny mocno w 2016 roku, związany jest ze znacznym ograniczeniem przez spółkę działalności w obszarze budownictwa w Polsce. Duże kontrakty energetyczne nie zostały zastąpione przez kolejne. Na przestrzeni ostatniego roku spółka pozyskała jedynie trzy znaczące kontrakty (baza paliw za 27 mln PLN, podwykonawstwo przy budowie Elektrowni Jaworzno za 62 mln PLN – oba kontrakty realizowane są w konsorcjach oraz kontrakt na przebudowę oczyszczalni ścieków w Sosnowcu za 15 mln PLN). 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 4-5% marży EBIT w długim terminie, w 2016 roku może to być nawet 6-7%).
- W segmencie deweloperskim zakładamy długoterminowo sprzedaż na poziomie ok. 45-46 mln PLN/rok (ok 200 przekazywanych mieszkań). Rynek krakowski zapewnia obecnie popyt na ok. 12,0 tys mieszkań rocznie. Jest dość atrakcyjny ze względu na zaplecze akademickie i relatywnie dobry rynek pracy. Instal od lat realizował 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%), już okres 1H'16 rok przyniósł wyraźny spadek rentowności, co wiążemy z zaostreniem się konkurencji na rynku krakowskim (m.in. mocna presja na ceny ze strony Budimexu).
- W przypadku Frapolu przyjmujemy wzrost na poziomie organicznym (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 minionych kwartałach. Ujemny cash flow operacyjny w 1H'16 związany był z sezonowym wzrostem zapotrzebowania na kapitał we Frapolu oraz cyklem zaawansowania projektów deweloperskich. Dla segment deweloperskiego zakładamy utrzymanie wskaźnika $(\text{produkcja w toku} + \text{wyroby gotowe}) / (\text{przychód z roku } n+1)$ 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 29.09.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 133,5 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 18,3 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	337,1	332,8	335,4	338,0	335,3	332,7	333,0	333,3	333,7	334,0
EBIT [mln PLN]	16,9	15,9	15,4	14,9	14,6	14,3	14,1	13,9	13,7	13,5
Stopa podatkowa	33,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,6	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
NOPLAT [mln PLN]	11,3	12,9	12,5	12,1	11,8	11,6	11,4	11,2	11,1	10,9
Amortyzacja [mln PLN]	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7
CAPEX [mln PLN]*	-7,2	-4,3	-4,2	-4,2	-4,2	-4,1	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11,0	0,6	-0,4	-0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1
FCF [mln PLN]	-3,9	12,2	11,1	10,8	11,5	11,4	10,9	10,8	10,7	10,6
DFCF [mln PLN]	-3,8	11,0	9,2	8,2	8,0	7,3	6,4	5,8	5,3	4,8
Suma DFCF [mln PLN]	61,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	120,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	54,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	116,4									
Dług netto 2015 [mln PLN]	-28,2									
Dywidenda 2016 [mln PLN]	1,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]	9,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	133,5									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	18,3									
Przychody zmiana r/r	-31,4%	-1,3%	0,8%	0,8%	-0,8%	-0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT zmiana r/r	52,7%	-6,0%	-3,1%	-3,2%	-2,3%	-2,3%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
FCF zmiana r/r	-	-	-9,0%	-2,9%	6,6%	-0,8%	-4,5%	-0,6%	-0,7%	-1,1%
Marża EBITDA	5,9%	5,7%	5,6%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%
Marża EBIT	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%
Marża NOPLAT	3,4%	3,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
CAPEX / Przychody	2,1%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	244,9%	140,5%	130,9%	127,5%	121,8%	116,1%	113,0%	110,3%	107,9%	106,7%
Zmiana KO / Przychody	3,3%	-0,2%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-7,1%	13,1%	15,4%	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	96,6%	98,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	3,4%	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	19,3	20,3	21,6	23,3	25,6	28,9	34,2	43,5
	0,8	17,7	18,4	19,3	20,4	21,8	23,7	26,3	30,3	36,9
	0,9	17,0	17,6	18,3	19,3	20,5	22,0	24,2	27,3	32,1
	1,0	16,3	16,8	17,5	18,3	19,3	20,6	22,4	24,8	28,5
	1,1	15,7	16,2	16,7	17,4	18,3	19,4	20,9	22,9	25,7
	1,2	15,1	15,5	16,0	16,7	17,4	18,4	19,6	21,2	23,5
	1,3	14,6	15,0	15,4	15,9	16,6	17,4	18,4	19,8	21,6

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%	19,4	20,3	21,5	23,1	25,1	27,9	32,2	39,3	53,6
	4%	17,7	18,4	19,3	20,4	21,8	23,7	26,3	30,3	36,9
	5%	16,3	16,8	17,5	18,3	19,3	20,6	22,4	24,8	28,5
	6%	15,1	15,5	16,0	16,7	17,4	18,4	19,6	21,2	23,5
	7%	14,1	14,4	14,8	15,3	15,9	16,6	17,5	18,6	20,1
	8%	13,2	13,5	13,8	14,2	14,6	15,1	15,8	16,6	17,7
	9%	12,4	12,7	12,9	13,2	13,6	14,0	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%	26,2	25,1	24,0	23,1	22,2	21,4	20,6	19,9	19,3
	4%	23,7	22,5	21,4	20,4	19,5	18,7	18,0	17,3	16,7
	5%	21,6	20,4	19,3	18,3	17,4	16,7	15,9	15,3	14,7
	6%	19,9	18,7	17,6	16,7	15,8	15,1	14,4	13,8	13,2
	7%	18,5	17,3	16,2	15,3	14,5	13,8	13,1	12,5	12,0
	8%	17,3	16,1	15,1	14,2	13,4	12,7	12,1	11,6	11,1
	9%	16,2	15,1	14,1	13,2	12,5	11,8	11,2	10,7	10,3

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 94 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 45 mln PLN (wg mediany P/E i P/BV porównywalnych małych spółek przemysłowych), działalności na rynku niemieckim na 13 mln PLN (5x średni roczny zysk za ostatnie 8 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 2Q'16 wynosiła 6 mln PLN, odjęliśmy 2 mln PLN wypłaconej w 3Q'16 dywidendy. **Tak skonstruowana wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 156,2 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 21,4 PLN.**

Wycena porównawcza – podsumowanie

	mln PLN	PLN /akcję
Wartość segmentu deweloperskiego	94,4	13,0
Frapol (78,9% udziałów)	44,7	6,1
Wartość segmentu budowlanego w Polsce	0,0	0,0
Wartość segmentu budowlanego w Niemczech*	13,3	1,8
Gotówka netto po 2Q'16 - dywidenda	3,8	0,5
SUMA	156,2	21,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *5x średni roczny zysk netto za lata 2009-16P

Wycena segmentu deweloperskiego

	P/BV	kurs	MC	BV
Celtic	0,29	3,91	128	447
Inpro	0,75	3,95	158	212
JW Construction	0,62	4,57	406	654
Polnord	0,38	8,42	275	729
Ronson	0,83	1,39	379	458
Vantage	0,52	2,75	172	331
Mediana	0,57			
			[mln PLN]	/akcję
Wartość bilansowa aktywów netto deweloperki*			165,7	22,7
Wartość nieruchomości po dyskoncie (wg P/BV)			94,4	13,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wg stanu na 2Q'16

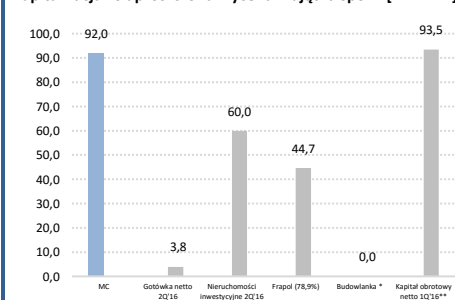
Wycena Frapolu

	P/BV	P/E	kurs	MC	BV	zysk netto 4Qn*
Berling	0,83	9,2	4,01	70,4	85,3	7,7
Mercor	1,17	17,4	9,40	147,2	126,3	8,4
ES-System	0,79	18,7	2,53	108,4	137,7	5,8
Pozbud	0,45	18,2	2,77	74,2	164,0	4,1
Mediana	0,81	17,8				
	[mln PLN]				[mln PLN]	
Wartość bilansowa aktywów netto Frapolu	41,0	Zysk netto znormaliz. Frapolu**			4,5	
Wartość Frapolu po dyskoncie wg mediany P/BV	33,1	Wartość Frapolu wg P/E			80,2	
Wartość Frapolu po dyskoncie (78,9% udziałów)	26,1	Wartość Frapolu wg P/E (78,9% udziałów)			63,3	
Waga wyceny	50,0%				50,0%	
Wycena końcowa Frapolu (78,9% udziałów)	44,7	/akcję	6,1			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *ostatnie raportowane 4Q, **średnioroczny wynik za ostatnie 2 lata (3Q'14-2Q'16)

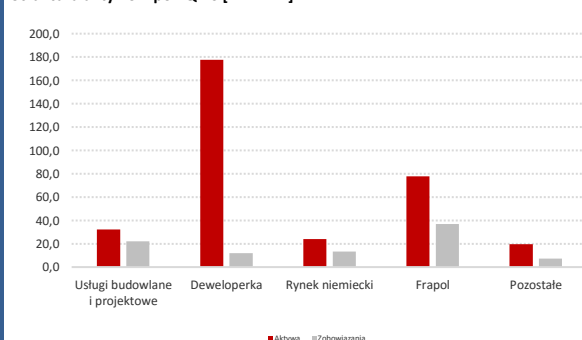
Poniżej, dla celów porównawczych, przedstawiamy także kapitalizację spółki na tle wartości bilansowej nieruchomości inwestycyjnych, kapitału obrotowego netto oraz bieżącego zadłużenia (przy konserwatywnym założeniu, że wartość rezydualna całej części budowlanej wynosi zero).

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), **znaczna część kapitału obrotowego stanowią aktywa deweloperskie (ukończone mieszkania, projekty w toku)

Struktura aktywów po 2Q'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	656 799	9,0%	3 238 799	27,8%
Legg Mason TFI	1 425 446	19,6%	1 425 446	12,2%
Szybiński Jan	152 723	2,1%	689 523	5,9%
Pozostali	5 050 532	69,3%	6 312 020	54,1%
Razem	7 285 500	100,0%	11 665 788	100,0%

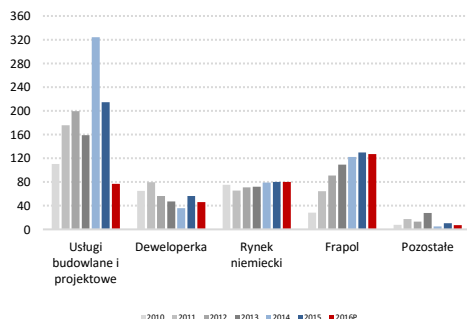
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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.

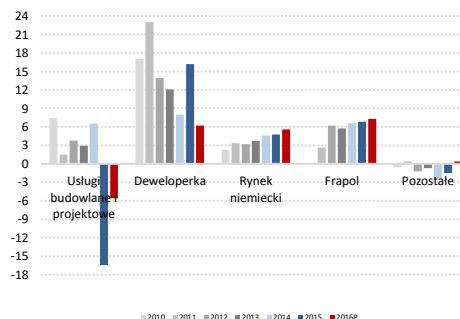
W zakresie produkcji i dostaw specjalistycznych systemów klimatyzacyjnych i wentylacyjnych działalność prowadzona jest przez spółkę zależną Frapol (78,9% udziałów). Oferta jest komplementarna do oferty Instalu Kraków.

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

Przychód ze sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



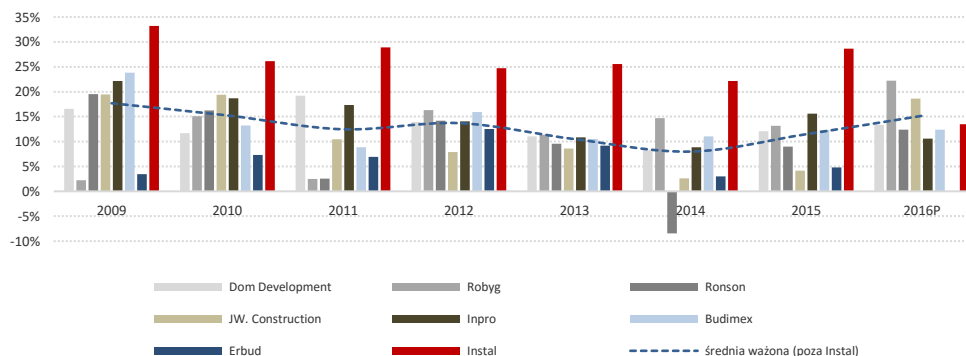
Zysk na sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



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., spółki, wpływ na wysoką rentowność Robygu w 2016 mają projekty w formule JV

Portfel zleceń oraz największe zrealizowane kontrakty od 2009 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2016-05-20	RPWiK Sosnowiec	Przebudowa oczyszczalni ścieków Radocha II w Sosnowcu – etap IV	15	2017-11
2016-02-09	E003B7 (Rafako)	Dostawa/montaż kanałów spalin, kanałów powietrza, reaktora SCR oraz zasobników węgl.	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 Łańcucie	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 odpowielania 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 Bolków	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 2Q'16

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	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	2Q'16
Przychody	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	80,6
Zysk brutto ze sprzedaży	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	10,5
rentowność	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%	13,1%
Zysk na sprzedaży	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	3,0
rentowność	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%	3,7%
EBIT	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	3,9
rentowność	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%	4,8%
EBITDA	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	4,6
rentowność	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%	5,7%
Usługi budowlane i projektowe	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	2Q'16
Przychody	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	15,3
Zysk na sprzedaży	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	-3,1
rentowność	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%	-20,5%
Deweloperka	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	2Q'16
Przychody	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	9,8
Zysk na sprzedaży	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	0,7
rentowność	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%	6,9%
Rynek niemiecki	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	2Q'16
Przychody	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	19,3
Zysk na sprzedaży	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	1,7
rentowność	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%	8,9%
Frapol	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	2Q'16
Przychody	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	34,5
Zysk na sprzedaży	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	3,1
rentowność	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%	9,1%
Pozostałe	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	2Q'16
Przychody	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	1,8
Zysk na sprzedaży	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	0,5
rentowność	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%	30,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane za 2Q'2016 [mln PLN]

	2Q'15	2Q'16	zmiana r/r	2Q'16 P BDM*	odchyl.	1H'15	1H'16	zmiana r/r
Przychody	114,7	80,6	-29,7%	73,9	9,1%	230,6	150,6	-34,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,4	10,5	93,9%	9,1	15,9%	16,5	19,8	20,1%
Zysk na sprzedaży	-1,8	3,0	-	2,2	36,2%	3,2	4,9	51,7%
EBITDA	-1,4	4,6	-	2,8	61,2%	5,4	9,5	76,7%
EBIT	-2,2	3,9	-	2,0	90,9%	3,9	8,2	111,7%
Zysk (strata) brutto	-2,3	4,2	-	2,0	104,2%	4,0	8,5	113,0%
Zysk (strata) netto	-1,7	1,1	-	1,4	-22,2%	2,4	4,0	65,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	4,7%	13,1%		12,3%		7,2%	13,2%	
Marża EBITDA	-1,2%	5,7%		3,8%		2,3%	6,3%	
Marża EBIT	-1,9%	4,8%		2,7%		1,7%	5,4%	
Marża zysku netto	-1,4%	1,3%		1,8%		1,0%	2,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *prognoza z Prognoz kwartalnych na 2Q'16

Wyniki 2Q'16 okazały się lepsze niż zakładaliśmy, głównie ze względu na dobry rezultat spółki zależnej Frapol oraz rynek niemiecki (podwykonawstwo). Negatywnie na wynik netto wpłynęła jedynie wysoka efektywna stopa podatkowa (wg naszych szacunków właśnie we Frapolu). Na poziomie skonsolidowanym Instal pokazał dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej na +0,9 mln PLN. Spadek przychodów skonsolidowanych r/r podyktowany jest ograniczeniem portfela segmentu budowlanego (przychody spadły z 52 mln PLN na 15 mln PLN, zakładamy lekkie odbicie w 2H'16), który niestety pokazał jeszcze straty (zakładamy, że w 2H'16 nie będą się już znaczące). Dość słaby wynik miał segment deweloperski (duża konkurencja cenowa w Krakowie, zakładamy, że był to jednorazowy kwartał ze słabą marżą i w 2H'16 powróci ona do poziomu z 1Q'16, czyli ok 15%).

Gotówka netto po 2Q'16 wynosiła blisko 6 mln PLN (w 3Q'16 wypłacono 1,8 mln PLN dywidendy). Wartość zapasów jednostkowych: 96 mln PLN (przede wszystkim ukończone i realizowane projekty deweloperskie). Nieruchomości inwestycyjne: 60 mln PLN.

Segment deweloperski

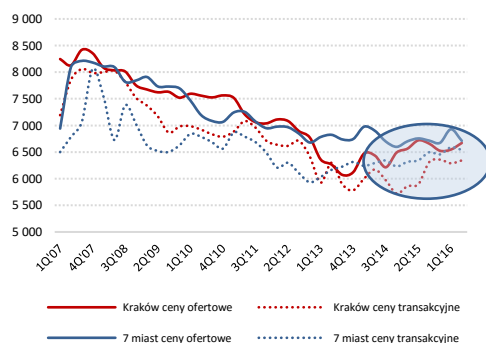
Obecny bank ziemi spółki (wartość nieruchomości inwestycyjnych to 60,0 mln PLN po 2Q'16) został zbudowany głównie w latach 2010-2014 (a więc już po załamaniu się rynku po hossie 2004-07 – w tym okresie średnie ceny mkw gruntu pod mieszkania na Podgórzu wzrosły z 300 PLN do 1200 PLN, by później szybko załamać się o co najmniej połowę).

Szacujemy, że w 3Q'16 spółka sprzedała notarialnie ok. 50-60 mieszkań (około 50 z projektu Sołtysowska I oraz kilka resztówek z inwestycji Nowy Przewóz 32B). Po 3Q'16 Instal ma jeszcze w sprzedaży około 70 ukończonych mieszkań w inwestycji Sołtysowska I (lokalizacja: Czyżyny). II etap osiedla (cztery budynki) zostanie ukończony na przełomie 2016/17 (zakładamy, że część budynków będzie już przekazywana do użytkowania pod koniec 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 historycznie charakteryzowała się wysoką rentownością na tle branży, w czym zasługa naszym zdaniem korzystnie zakupowywanych dotychczas gruntów. Bieżący rok przyniósł na tym polu jednak widoczną erozję, która wiążemy m.in. z pojawieniem się mocnej konkurencji w postaci Budimexu, który zaoferował klientom mieszkania w bardzo okazjonalnych cenach. Zakładamy przy tym jednak, że spadek marży Intalu w 2Q'16 <10% był jednorazowy, i w 2H'16 powróci ona w okolice odnotowane w 1Q'16, czyli ok. 15%. W dłuższym horyzoncie czasowym, przyjmujemy w modelu spadek rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży (około 10%).

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 2Q'16) roczna sprzedaż wynosi już blisko 12 tys mieszkań (przy ofercie na poziomie 10 tys). Ceny transakcyjne w ostatnich kwartałach, po dołku na przełomie 2014/15 (agresywna cenowo oferta Budimexu), wyraźnie odbiły.

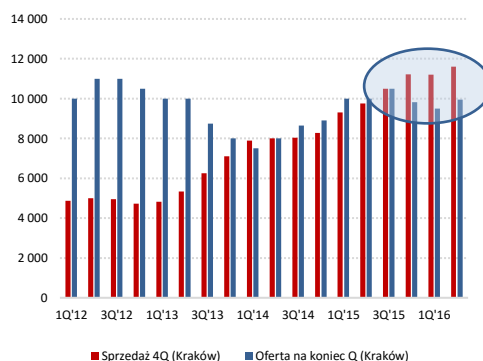
Na krakowskim rynku nieruchomości z giełdowych deweloperów w segmencie mieszkaniowym działają Atal, Echo czy Budimex. Biorąc pod uwagę rynek pracy, Kraków, poza Warszawą, jest m.in. największym centrum lokalizacji najemców z sektora BPO/SSC w Polsce. Miasto jest także bardzo silnym ośrodkiem akademickim. 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'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	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	80,6	94,5	92,0	337,1
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	15,3	24,8	26,6	76,8
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	9,8	11,9	8,5	46,0
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	19,3	21,0	21,3	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	34,5	35,5	34,2	127,0
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	1,8	1,3	1,4	7,2
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	4,6	5,5	4,8	19,9
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	3,9	4,8	4,0	16,9
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	-3,1	-0,3	0,0	-4,4
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	1,0	1,8	1,3	7,0
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	1,8	1,5	1,0	5,7
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	3,5	1,9	1,8	8,0
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	0,7	-0,1	-0,1	0,6
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	4,2	4,8	3,9	17,2
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	1,1	3,6	2,8	10,3
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%	5,7%	5,9%	5,2%	5,9%
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%	4,8%	5,1%	4,3%	5,0%
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%	1,3%	3,8%	3,0%	3,1%

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

Po bardzo słabym 2015 roku, kiedy na wynikach zaważyły słabe kontrakty energetyczne, obecny rok to czas wychodzenia przez Instal Kraków na prostą. Nie obywa bez turbulencji, m.in. pojawiły się jeszcze dodatkowe straty w segmencie budowlanym (przy tak dużej skali strat nie wykluczalibyśmy, że spółka będzie się jeszcze skutecznie ubiegać o uznanie poniesionych dodatkowych kosztów przy realizacji zleceń – w naszym modelu nie uwzględniamy takiego scenariusza, jednak nie można go przekreślać) oraz spadła księgowo marża w działalności deweloperskiej. Jednak ścieżka wynikowa w 1H'16 była już pozytywna, zysk netto wzrósł z 2,4 mln PLN do 4,0 mln PLN (spółce nieco pomogło dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej, ale też z drugiej strony pojawiła się wysoka efektywna stopa podatku dochodowego). Spodziewamy się, że w 2H'16 pozytywna tendencja w wynikach zostanie podtrzymana. Utrzymujemy nasze założenia, że w 2016 roku Instal wypracuje ponad 10 mln PLN na poziomie skonsolidowanego zysku netto.

Przy porównywaniu prognoz wyników kwartalnych r/r w 3Q'16 i 4Q'16 warto pamiętać o nieco zaburzonej porównywalności, m.in. bardzo wysoka baza na marży w deweloperce w 3Q'15 czy „ujemny” księgowy podatek w 4Q'15. Dość ostrożnie podchodzimy w naszych prognozach do przekazania mieszkań w 4Q'16 – inwestycja Sołtysowska II będzie kończona na przełomie roku – w naszych założeniach uwzględniamy głównie przekazania z Sołtysowskiej I.

W komentarzu do raportu zarząd zakłada, że podpisane nowe kontrakty budowlane w najbliższych dwóch kwartałach przełożą się na poprawę ujemnego wyniku segmentu budowlanego z 1H'16. Toczące się oraz pojawiające się w ostatnim czasie postępowania przetargowe (w sektorze wodno-ściekowym i energetycznym), w ocenie zarządu mogą wpłynąć na polepszenie wyników segmentu, począwszy od 2017 roku. W naszej ocenie pozyskany w 1H'16 kontrakt na podwykonawstwo w Jaworznie (62 mln PLN w konsorcjum) ma w naszej ocenie głównie pozwolić na pokrycie kosztów stałych segmentu. Zwracamy uwagę, że zarząd prognozuje dobrą sprzedaż mieszkań w kolejnych kwartałach (m.in. ze względu na rozpoczęcie sprzedaży II etapu osiedla Sołtysowska).

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

	2016 poprzednio	2016 aktualnie	zmiana	2017 poprzednio	2017 aktualnie	zmiana	2018 poprzednio	2018 aktualnie	zmiana
Przychody	308,1	337,1	9,4%	320,0	332,8	4,0%	329,8	335,4	1,7%
EBITDA	17,2	19,9	15,5%	19,0	19,0	0,0%	18,2	18,6	2,4%
EBIT	14,0	16,9	20,9%	15,7	15,9	1,4%	14,9	15,4	3,6%
Zysk (strata) netto	10,5	10,3	-1,6%	12,0	11,9	-0,6%	11,6	11,8	1,6%
Gotówka netto	28,0	20,6	-26,3%	36,7	31,1	-15,4%	45,0	40,4	-10,3%
Marża EBITDA	5,6%	5,9%		5,9%	5,7%		5,5%	5,6%	
Marża EBIT	4,5%	5,0%		4,9%	4,8%		4,5%	4,6%	
Marża zysku netto	3,4%	3,1%		3,8%	3,6%		3,5%	3,5%	

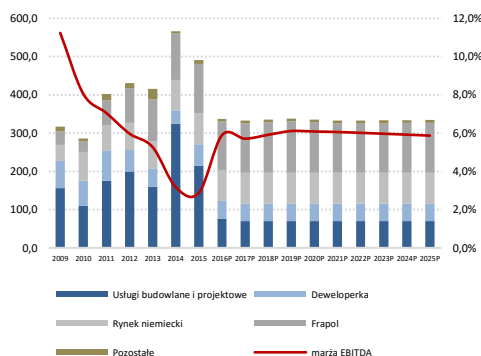
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 16/05/2016

Biorąc pod uwagę wyniki 1H'16, nieco podwyższamy nasze wcześniejsze prognozy na poziomie przychodów oraz EBIT (pozytywny wpływ Frapolu, rynku niemieckiego oraz dodatnie saldo pozostałej działalności)

operacyjnej, rekompensują słabsze od oczekiwań wyniki budownictwa w Polsce oraz segmentu deweloperskiego). Pozostawienie na praktycznie niezmiennym poziomie zysku netto, wynika z wysokiej efektywnej stopy podatkowej w 1H'16.

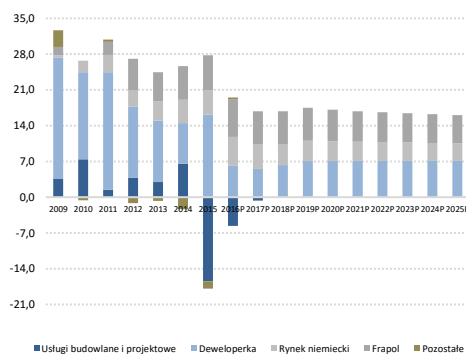
W długim terminie konserwatywnie nadal przyjmujemy lekką tendencję zniżkową rezultatów (m.in. spadek rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży czy obniżenie w dłuższym terminie obecnej marży na działalności w Niemczech).

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	337,1	332,8	335,4	338,0	335,3	332,7	333,0	333,3	333,7	334,0
zmiana r/r	40,7%	7,0%	-3,5%	36,2%	-13,2%	-31,4%	-1,3%	0,8%	0,8%	-0,8%	-0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,8	48,6	48,8	50,3	34,8	40,6	43,1	43,1	43,1	42,7	42,4	42,4	42,5	42,6	42,6
rentowność	12,4%	11,3%	11,7%	8,9%	7,1%	12,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%
Zysk na sprzedaży	30,8	25,9	23,7	23,3	9,9	13,9	16,1	15,6	15,1	14,8	14,4	14,2	14,0	13,8	13,7
rentowność	7,7%	6,0%	5,7%	4,1%	2,0%	4,1%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%
EBIT	26,0	23,3	19,3	15,0	11,1	16,9	15,9	15,4	14,9	14,6	14,3	14,1	13,9	13,7	13,5
rentowność	6,5%	5,4%	4,6%	2,6%	2,3%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%
EBITDA	28,4	25,7	21,9	17,9	14,1	19,9	19,0	18,6	18,3	18,0	17,8	17,6	17,5	17,4	17,2
rentowność	7,0%	6,0%	5,3%	3,2%	2,9%	5,9%	5,7%	5,6%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%
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	76,8	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0
zmiana r/r	59,3%	13,7%	-20,3%	103,6%	-33,8%	-64,2%	-8,9%	0,0%	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	-5,6	-0,7	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%	-7,3%	-1,0%	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	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0	46,0
zmiana r/r	22,3%	-29,4%	-15,9%	-24,1%	57,6%	-18,6%	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	6,2	5,5	5,1	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
rentowność	28,9%	24,7%	25,5%	22,2%	28,6%	13,5%	12,0%	11,1%	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	5,6	4,8	4,0	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4
rentowność	5,1%	4,5%	5,2%	5,8%	6,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%
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	127,0	129,6	132,2	134,8	132,1	129,5	129,8	130,1	130,4	130,8
zmiana r/r	130,6%	40,5%	20,5%	11,8%	6,0%	-2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	-2,0%	-2,0%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%
Zysk na sprzedaży	2,6	6,2	5,7	6,6	6,8	7,3	6,5	6,5	6,5	6,2	6,0	5,8	5,7	5,6	5,5
rentowność	4,1%	6,8%	5,2%	5,4%	5,3%	5,8%	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	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
zmiana r/r	133,6%	-23,8%	109,4%	-82,6%	113,4%	-30,0%	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	0,4	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%	5,2%	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	116,1	117,3	118,3	119,2	120,0	120,6	121,0	121,4	121,7	121,9
Wartości niematerialne i prawne	6,3	6,4	6,2	6,1	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5	5,5	5,4	5,3
Rzeczowe aktywa trwałe	37,7	38,3	39,9	41,3	42,4	43,4	44,3	44,9	45,5	45,9	46,3	46,6
Nieruchomości inwestycyjne	53,7	57,2	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
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	194,3	198,0	203,1	213,1	221,8	230,3	239,3	247,8	256,2	264,7
Zapasy	79,9	84,8	83,1	83,2	83,3	83,5	83,3	83,2	83,2	83,2	83,2	83,2
Należności krótkoterminowe	168,9	88,3	79,6	78,2	78,9	79,6	78,9	78,2	78,3	78,4	78,5	78,5
Inwestycje krótkoterminowe	44,3	43,9	31,2	36,1	40,4	49,5	59,1	68,4	77,4	85,7	94,1	102,5
- środki pieniężne	40,2	43,9	31,2	36,1	40,4	49,5	59,1	68,4	77,4	85,7	94,1	102,5
- 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	310,4	315,4	321,4	332,3	341,8	350,8	360,4	369,1	377,9	386,7
Kapitał (fundusz) własny	196,4	204,4	212,9	223,0	232,6	242,0	250,9	259,5	268,0	275,8	283,6	291,4
Kapitał mniejszości	5,8	6,8	8,0	9,1	10,2	11,2	12,3	13,2	14,2	15,1	16,0	16,9
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	198,3	118,1	89,5	83,2	78,6	79,1	78,6	78,1	78,2	78,2	78,3	78,4
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	65,1	64,0	59,4	59,9	59,4	58,9	59,0	59,1	59,1	59,2
- 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	310,4	315,4	321,4	332,3	341,8	350,8	360,4	369,1	377,9	386,7

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	337,1	332,8	335,4	338,0	335,3	332,7	333,0	333,3	333,7	334,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	515,7	456,3	296,4	289,7	292,3	294,9	292,6	290,3	290,6	290,8	291,1	291,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,3	34,8	40,6	43,1	43,1	43,1	42,7	42,4	42,4	42,5	42,6	42,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	27,1	24,9	26,7	27,1	27,5	28,0	28,0	27,9	28,2	28,4	28,7	29,0
Zysk (strata) na sprzedaży	23,3	9,9	13,9	16,1	15,6	15,1	14,8	14,4	14,2	14,0	13,8	13,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8,3	1,2	3,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	17,9	14,1	19,9	19,0	18,6	18,3	18,0	17,8	17,6	17,5	17,4	17,2
EBIT	15,0	11,1	16,9	15,9	15,4	14,9	14,6	14,3	14,1	13,9	13,7	13,5
Saldo działalności finansowej	0,5	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7
Zysk (strata) brutto	15,5	11,0	17,2	16,0	15,9	15,6	15,5	15,3	15,3	15,3	15,2	15,2
Zysk (strata) netto mniejszości	0,9	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
Zysk (strata) netto*	9,8	8,4	10,3	11,9	11,8	11,6	11,5	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4

*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	1,3	16,3	15,1	14,8	15,3	15,1	14,5	14,4	14,3	14,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,0	-1,0	-6,5	-3,7	-3,5	-3,4	-3,1	-2,8	-2,6	-2,4	-2,2	-2,1
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	-12,7	4,9	4,2	9,2	9,6	9,3	9,0	8,3	8,4	8,4
Środki pieniężne na początek okresu	52,5	40,2	43,9	31,2	36,1	40,4	49,5	59,1	68,4	77,4	85,7	94,1
Środki pieniężne na koniec okresu	40,2	43,9	31,2	36,1	40,4	49,5	59,1	68,4	77,4	85,7	94,1	102,5

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%	-31,4%	-1,3%	0,8%	0,8%	-0,8%	-0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITDA zmiana r/r	-21,4%	40,8%	-4,4%	-1,9%	-2,0%	-1,3%	-1,4%	-0,7%	-0,8%	-0,8%	-0,9%
EBIT zmiana r/r	-26,0%	52,7%	-6,0%	-3,1%	-3,2%	-2,3%	-2,3%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Zysk netto zmiana r/r	-14,1%	23,0%	15,4%	-1,2%	-1,7%	-0,7%	-0,6%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Marża brutto na sprzedaży	7,1%	12,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%
Marża EBITDA	2,9%	5,9%	5,7%	5,6%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%
Marża EBIT	2,3%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%
Marża brutto	2,2%	5,1%	4,8%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża netto	1,7%	3,1%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
COGS / przychody	92,9%	87,9%	87,0%	87,1%	87,2%	87,3%	87,3%	87,3%	87,3%	87,2%	87,2%
SG&A / przychody	5,1%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%
SG&A / COGS	5,5%	9,0%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	9,9%
ROE	4,1%	4,9%	5,3%	5,1%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,1%	4,0%	3,9%
ROA	2,6%	3,3%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%
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%	3,4%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	5,0%	3,5%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-0,5%	1,8%	0,8%	2,8%	4,4%	5,8%	7,3%	8,7%	10,1%	11,4%	12,8%
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	-20,6	-31,1	-40,4	-49,5	-59,1	-68,4	-77,4	-85,7	-94,1	-102,5
Dług netto / kapitał własny	-13,8%	-9,7%	-13,9%	-17,4%	-20,5%	-23,6%	-26,4%	-28,9%	-31,1%	-33,2%	-35,2%
Dług netto / EBITDA	-2,0	-1,0	-1,6	-2,2	-2,7	-3,3	-3,9	-4,4	-4,9	-5,4	-6,0
Dług netto / EBIT	-2,5	-1,2	-2,0	-2,6	-3,3	-4,0	-4,8	-5,5	-6,2	-6,9	-7,6
EV	63,8	71,4	61,0	51,7	42,5	32,9	23,6	14,6	6,3	-2,1	-10,5
Dług / EV	24,7%	14,8%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,2%	2,1%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	192,5%	244,9%	140,5%	130,9%	127,5%	121,8%	116,1%	113,0%	110,3%	107,9%	106,7%
Amortyzacja / Przychody	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	-2,1%	3,3%	-0,2%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,6%	-7,1%	13,1%	15,4%	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*	11,0	8,9	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1	8,0	8,0	8,0	8,1
P/BV*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	8,1	6,9	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1	6,1
EV/EBITDA*	4,5	3,6	3,2	2,8	2,3	1,8	1,3	0,8	0,4	-0,1	-0,6
EV/EBIT*	5,8	4,2	3,8	3,3	2,8	2,3	1,7	1,0	0,5	-0,2	-0,8
EV/S*	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	28,1	29,2	30,6	31,9	33,2	34,4	35,6	36,8	37,9	38,9	40,0
EPS	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
CEPS	1,6	1,8	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
FCFPS	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	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%	17,6%	18,3%	18,6%	22,0%	25,3%	25,5%	31,9%	31,8%	31,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 12,63 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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	19,9	Kupuj	19,1	29.09.2016	09:39 CEST	12,6	47 644
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 3Q'16:

Kupuj	7	44%
Akumuluj	5	31%
Trzymaj	1	6%
Redukuj	3	19%
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 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 29.09.2016 roku, 09:39 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.10.2016 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 29.09.2016 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 zająć 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.