

ERBUD

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRIEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 32,3 PLN

(W TYM 1,17 PLN DYWIDENDY*)

03 STYCZEŃ 2017, 11:09 CEST

Kurs Erbudu na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy zachowywał się porównywalnie jak indeks WIG-Budownictwo (stopa zwrotu +14%). Spółka w tym czasie zbudowała jednak rekordowy poziom portfela zleceń (po 3Q'16 było to 2,0 mld PLN, w 4Q'16 podpisano wg komunikatów kontrakty o wartości ok. 0,25 mld PLN), głównie w swoim podstawowym biznesie (kubatura). Spodziewamy się, że w 2017 roku przychody mogą zbliżyć się do 2,0 mld PLN. Uważamy, że przy naszych prognozach (zakładamy niższe niż konsensus marże, ale wyższe przychody) obecna wycena rynkowa Erbudu nie jest wygórowana - EV/EBITDA'17=5,0x. Spodziewamy się, że spółka ma przed sobą kilka kwartałów (4Q'16 oraz cały 2017) poprawy oczyszczonych wyników w ujęciu r/r (poprzednie okresy była zniekształcana przez różnego rodzaju one-offy na plus i minus). Podtrzymujemy rekomendację Akumuluj, cenę docelową ustalamy na poziomie 32,3 PLN (31,1 PLN po odjęciu 1,17 PLN dywidendy/akcję - dzień dywidendy 9 stycznia 2017).

Spodziewamy się, że obecny backlog spółki umożliwia jej zbliżenie się do 2,0 mld PLN sprzedaży w 2017 roku. Konserwatywnie podchodzimy do rentowności – zakładamy marżę na sprzedaży (oczyszczony EBIT) na poziomie ok 2,2% (średni poziom z lat 2014-16). Zwracamy uwagę, że konsensus rynkowy przyjmuje nawet 3,0% marży EBIT w 2017 roku, ale przychody <1,8 mld PLN. Przeciąganie raportowanej marży z lat 2015-16 uważamy za zbyt duży optymizm, ze względu na one-offy, które ją podbijały. Natomiast od strony przychodowej spodziewamy się, że spółka może przebić oczekiwania rynkowe.

Finalizacja transakcji sprzedaży Budlexu umożliwia spółce „szybką” wypłatę dywidendy w 2017 roku (w formie dywidendy nadzwyczajnej; nie zakładamy kolejnych wypłat w bieżącym roku). WZA ustaliło poziom 1,17 PLN/akcję (15,0 mln PLN). Dzień dywidendy ustalono na 9 stycznia, termin wypłaty na 23 stycznia 2017 roku.

W naszej prognozie na 2016 rok zakładamy, że Erbud wypracuje 1,77 mld PLN przychodów oraz 45,9 mln PLN oczyszczonej EBITDA (po wyeliminowaniu całego salda pozostałej działalności operacyjnej). W 2017 roku spodziewamy się wzrostu tych pozycji do odpowiednio 1,96 mld PLN i 53,3 mln PLN. Na 2018 rok zakładamy na razie nieco niższe wyniki - wysoka kontrybucja kontraktu na budowę Galerii Młociny w 2017 roku może nieco zawyżać bazę, jednak uzupełnienie portfela zleceń na przestrzeni bieżącego roku może skłonić do późniejszego podniesienia prognoz.

Wycena DCF [PLN]	33,3
Wycena porównawcza [PLN]	30,0
Wycena końcowa [PLN]	32,3
Potencjał do wzrostu / spadku	11,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	29,00
Kapitalizacja [mln PLN]	371,5
Ilość akcji [mln szt.]	12,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	31,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	25,3
Stopa zwrotu za 3 mc	-3,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	14,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,0%
Struktura akcjonariatu:	
Wolff & Mueller Holding	32,5%
Grzeszczak Dariusz (z DGI FIZAN)	22,6%
ING OFE	9,4%
OFE Aviva	9,3%
Zubelewicz Józef (z Adler)	6,0%
Pozostali	20,1%

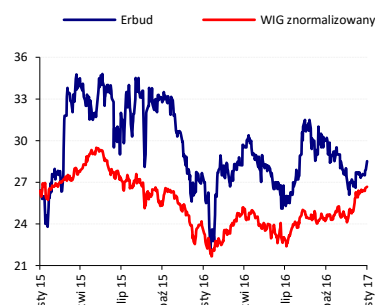
*dzień dywidendy 9 stycznia 2017

	2014	2015	2016P**	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 692,1	1 763,3	1 767,1	1 962,5	1 896,5	1 932,8
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	37,7	43,7	35,1	42,9	41,8	42,3
EBITDA [mln PLN]	52,0	62,1	65,5	53,3	52,0	52,4
EBITDA skoryg. [mln PLN]*	46,6	54,2	45,9	53,3	52,0	52,4
EBIT [mln PLN]	43,1	51,5	54,7	42,9	41,8	42,3
Zysk netto [mln PLN]	26,4	27,8	30,3	28,7	28,3	29,1
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
P/E	14,0	13,3	12,3	13,0	13,1	12,8
EV/EBITDA	5,6	4,9	4,4	5,0	4,7	4,4
EV/EBITDA skoryg.*	6,3	5,6	6,2	5,0	4,7	4,4
EV/EBIT	6,8	5,9	5,2	6,2	5,8	5,4

*wyniki skorygowane o saldo pozostałej działalności operacyjnej

**wyniki bez działalności zaniechanej (sprzedaż Budlexu – strata z działalności zaniechanej: -32,5 mln PLN w 1-3Q'16)

Krzysztof Pado
pado@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-32



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZLECEŃ.....	7
WYNIKI ZA 1-3Q'16 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	12

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Erbud opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 30,0 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 33,3 PLN. Przy wycenie końcowej, która wynosi 32,3 PLN/akcję, jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (metodzie porównawczej przypisaliśmy niższą wagę w końcowej wycenie ze względu na brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	33,3
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	30,0
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		32,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji równą 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 spółka wypracuje przychody na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych (1,75-1,80 mld PLN). W modelu zakładamy, że w 2017 roku sprzedaż zbliży się do 2,0 mld PLN (przyjmujemy, że ok 0,35 mld PLN powinno być zrealizowane na Galerii Młociny). Równocześnie biorąc pod uwagę wysoką dynamikę sprzedaży 2017/16 (+11%), w kolejnych latach przyjmujemy konserwatywnie, że poziom 2,0 mld PLN nie będzie przekroczony.
- Zakładamy jednocześnie, że rynek budowlany w Polsce, po słabym 2016 roku, powinien wejść na ścieżkę 3-4 lat wzrostu wspomaganego przez środki unijne – dostrzegamy więc szansę do podniesienia naszych szacunków w przyszłości.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki będzie oscylować w okolicach 2,2% w najbliższych latach i 2,0% pod koniec szczegółowego okresu prognoz i w okresie rezydualnym. W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnym okresie 2010-16 od -1% do niespełna 3% marży. Przy rozruszaniu się rynku po stronie podaży kontraktów i pozytywnym rozwoju spółki Erbud Industry (dotychczas segment energetyczny rozczarowuje wynikami) nasze założenie mogą być zbyt konserwatywne. Jednak zwracamy też uwagę na ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych i prawdopodobny wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia) w najbliższych latach. Celem spółki jest wypracowywanie 3% marży EBIT.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- W przypadku kapitału obrotowego nie zakładamy istotnego wzrostu zapotrzebowania w 2017 roku – przyjmujemy regularne fakturowanie na największym kontrakcie Galeria Młociny oraz spływ środków z projektu inwestycyjnego GWI w Niemczech;
- Dług (gotówka) netto przyjęto na prognozowanym poziomie na koniec 2016 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 3.01.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 426,1 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 33,3 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 962,5	1 896,5	1 932,8	1 978,4	1 976,8	1 926,1	1 869,5	1 887,4	1 914,3	1 934,4
EBIT skoryg. [mln PLN]	42,9	41,8	42,3	43,0	42,7	40,1	36,2	38,0	38,7	39,4
Stopa podatkowa	22,7%	22,6%	22,6%	22,5%	22,5%	22,6%	22,9%	22,7%	22,6%	22,6%
Podatek od EBIT [mln PLN]	9,7	9,5	9,6	9,7	9,6	9,1	8,3	8,6	8,8	8,9
NOPLAT [mln PLN]	33,2	32,4	32,8	33,3	33,1	31,0	28,0	29,4	30,0	30,5
Amortyzacja [mln PLN]	10,3	10,2	10,1	10,0	10,0	10,1	10,1	10,2	10,3	10,3
CAPEX [mln PLN]	-10,3	-10,2	-10,2	-10,3	-10,3	-10,2	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	2,6	7,4	-4,1	-5,1	0,2	5,7	6,4	-2,0	-3,0	-2,3
FCF [mln PLN]	35,8	39,7	28,5	27,9	32,9	36,5	34,2	27,3	26,9	28,2
DFCF [mln PLN]	33,0	33,7	22,2	20,0	21,7	22,1	19,0	14,0	12,6	12,1
Suma DFCF [mln PLN]	210,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	356,5		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	153,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	363,9									
Dług netto 2016P [mln PLN]	-85,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]	23,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	426,1									
Ilość akcji [mln szt.]	12,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	33,3									
Przychody zmiana r/r	11,1%	-3,4%	1,9%	2,4%	-0,1%	-2,6%	-2,9%	1,0%	1,4%	1,0%
EBIT zmiana r/r	22,4%	-2,6%	1,1%	1,6%	-0,8%	-6,1%	-9,5%	4,9%	1,9%	1,6%
FCF zmiana r/r	-205,4%	11,0%	-28,3%	-2,1%	18,0%	11,0%	-6,5%	-20,0%	-1,6%	4,9%
Marża EBITDA	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża EBIT	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża NOPLAT	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	100,0%	100,9%	101,9%	103,0%	103,2%	101,5%	101,4%	100,6%	100,5%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	-0,4%	0,2%	0,3%	0,0%	-0,3%	-0,3%	0,1%	0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	91,3%	92,3%	93,5%	94,6%	95,7%	96,5%	97,4%	98,4%	99,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	8,7%	7,7%	6,5%	5,4%	4,3%	3,5%	2,6%	1,6%	0,6%	0,0%
WACC	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	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	32,3	33,5	34,9	36,8	39,1	42,4	47,1	54,5	67,8
	0,8	31,1	32,1	33,4	34,9	36,9	39,6	43,3	48,9	58,2
	0,9	30,0	30,9	31,9	33,3	35,0	37,2	40,2	44,5	51,3
	1,0	28,9	29,7	30,7	31,8	33,3	35,1	37,6	41,0	46,2
	1,1	28,0	28,7	29,5	30,5	31,7	33,3	35,3	38,1	42,1
	1,2	27,1	27,7	28,5	29,3	30,4	31,7	33,4	35,7	38,9
	1,3	26,3	26,9	27,5	28,3	29,2	30,3	31,8	33,7	36,2

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%	33,7	35,0	36,7	38,9	41,7	45,8	51,8	61,9	82,1
	4%	31,1	32,1	33,4	34,9	36,9	39,6	43,3	48,9	58,2
	5%	28,9	29,7	30,7	31,8	33,3	35,1	37,6	41,0	46,2
	6%	27,1	27,7	28,5	29,3	30,4	31,7	33,4	35,7	38,9
	7%	25,6	26,1	26,6	27,3	28,1	29,1	30,3	31,9	34,0
	8%	24,2	24,6	25,1	25,6	26,2	26,9	27,9	29,0	30,5
	9%	23,0	23,4	23,7	24,1	24,6	25,2	25,9	26,7	27,8

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%	47,7	45,5	43,5	41,7	40,1	38,7	37,3	36,1	35,0
	4%	42,9	40,7	38,7	36,9	35,3	33,9	32,6	31,5	30,4
	5%	39,1	36,9	35,0	33,3	31,7	30,4	29,2	28,1	27,1
	6%	36,1	33,9	32,0	30,4	29,0	27,7	26,6	25,5	24,6
	7%	33,6	31,5	29,7	28,1	26,7	25,5	24,5	23,5	22,7
	8%	31,5	29,4	27,7	26,2	24,9	23,8	22,8	21,9	21,1
	9%	29,7	27,7	26,0	24,6	23,4	22,3	21,4	20,5	19,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

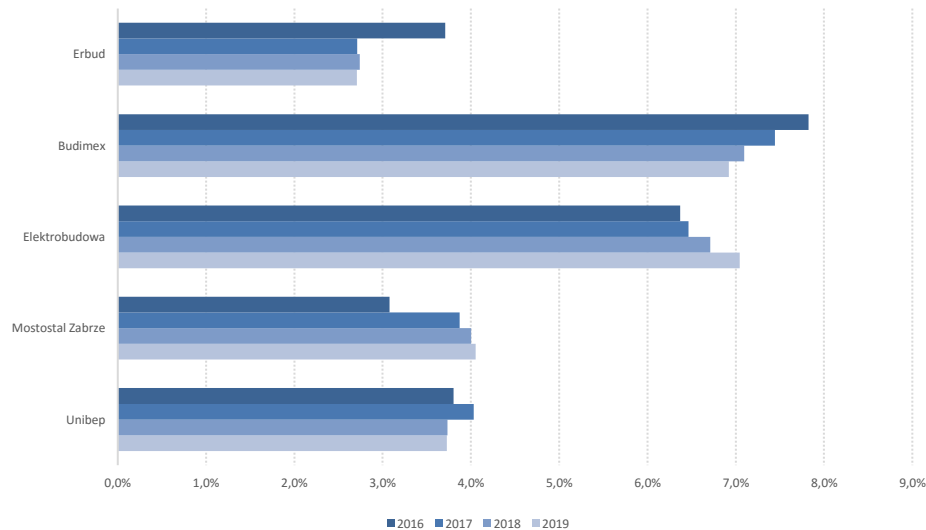
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla każdego roku przyjęliśmy równe wagi po 33%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 385,0 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 30,0 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).**

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2017P	2019P	2017P	2018P	2019P
Budimex	14,6	13,6	13,9	4,4	4,8	5,8
Elbudowa	11,0	10,6	9,8	6,2	5,7	5,1
Mostostal Zabrze	17,8	15,7	14,7	5,4	5,0	4,6
Unibep	10,2	10,9	10,7	5,9	5,8	5,7
Mediana	12,8	12,2	12,3	5,7	5,3	5,4
Erbud	13,0	13,1	12,8	5,0	4,7	4,4
Premia/dyskonto dla Erbudu	1,1%	7,4%	3,7%	-11,8%	-12,4%	-19,0%
Wycena wg wskaźnika	28,7	27,0	28,0	31,8	31,7	33,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		27,9			32,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	30,0					

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

Porównanie rentowności EBITDA (raportowana)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

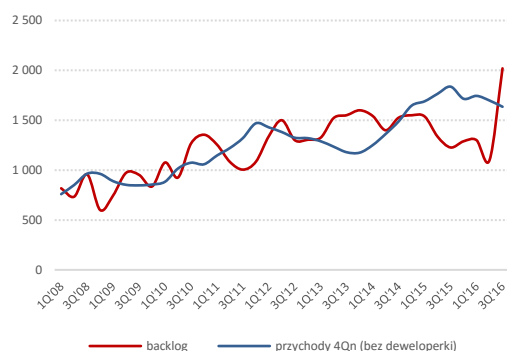
PORTFEL ZLECEŃ

Znaczące kontrakty pozyskane od 2Q'15

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2017-01-02	VD	Realizacja inwestycji deweloperskiej – Login City we Wrocławiu	34	2018-08
2016-12-21	Centrum Praskie Koneser	Budynki B i C Centrum Praskie Koneser	52	2018-02
2016-10-27	Fortum	Budynki i budowle pomocnicze na terenie EC Zabrze	24	2018-06
2016-10-25	PGE	Wymiana młynów w Przemysłowni Kamienia Wapiennego w Bogatyni	37	2018-11
2016-10-20	VD	Roboty budowlane "Dom Saski"	13	2017-12
2016-10-18	Warszawa	Budowa Szpitala Południowego w Warszawie	84	2018-09
2016-10-05	PGE	Budowa instalacji katalitycznego odazotowania spalin dla dwóch kotłów Benson OP-206	40	2018-11
2016-09-05	Echo	Wykonanie stanu surowego CH Libero w Katowicach	75	2017-09
2016-08-30	Outlet Center	Budowa budynku handlowo-usługowego Outlet w Bydgoszczy	37	2017-03
2016-08-25	Echo	Budowa kompleksu mieszkaniowego przy ul. Spiskiej w Krakowie (Etap 2)	29	2018-05
2016-08-04	Dom Development	Budowa budynku „Apartamenty Włodarzewska 30”	32	2018-05
2016-08-02	Mokotów B&A	Budowa budynku hotelowego	36	2018-05
2016-08-02	Montreal	Budowa stanu surowego zespołu uzdrowskiego-hotelowego Seaside Park w Kołobrzegu	28	2017-06
2016-07-21	Bacoli	Budowa budynku biurowego z częścią usługową przy ul. Piotrkowskiej w Łodzi	104	2018-07
2016-07-21	Dobosz Hotel Bleu	Budowa hotelu w Świnoujściu	83	2018-06
2016-07-15	VD	Budowa budynków mieszkalnych we Wrocławiu	32	2017-12
2016-07-14	Forty Four Develop.	Przebudowa kompleksu biurowo-handlowego w Düsseldorfie	38	2017-07
2016-05-25	Berea	Budowa Centrum Handlowo-Usługowo-Rozrywkowego Galeria Młociny	535	2018-12
2016-05-23	Promenady VII	Budowa budynku mieszkalno - usługowego Promenady VII	26	2017-09
2016-05-04	Bacoli	Budowa obiektu hotelowego oraz obiektu biurowego w Łodzi	65	2018-01
2016-04-27	Green Link	Budowa budynku przy ul. Wandy/ul. Podgórskiej w Krakowie	39	2017-12
2016-04-11	WZI	Budowa wielkopowierzchniowego, wielobranżowego składu materiałowego Piła	51	2017-04
2016-03-22	Porto Office	GW budynek biurowo – usługowy w Krakowie	26	2017-03
2016-03-21	Woj. Zachodniop.	Przebudowa drogi wojewódzkiej nr 203 na odcinku Dąbki – Darłowo	21	2017-06
2016-03-16	VD	Budowa budynków mieszkalnych we Wrocławiu	53	2018-07
2016-03-14	Bouygues	Budowa budynku mieszkalnego w Warszawie	13	2017-07
2016-03-03	Orlik	Budowa Farmy Wiatrowej Ilawa III	15	2016-07
2016-03-03	Gmina Legnica	Budowa Zbiorczej Drogi Południowej w Legnicy – Etap II	25	2017-10
2016-01-28	Zdrojowa Invest	Roboty budowlane dla części hotelowej kompleksu Baltic Park Molo	26	2017-02
2015-12-22	Capital Park	Przebudowa i nadbudowa budynku kina „Neptun” w Gdańsku	38	2017-12
2015-12-22	Longbridge Future	Generalne wykonawstwo inwestycji mieszkaniowej przy ul. Dożynkowej we Wrocławiu	33	2017-07
2015-12-08	Ghelamco	Generalne wykonawstwo dla inwestycji "Nowa Formiernia" w Łodzi	91	2017-05
2015-10-20	Marvipol	Generalne wykonawstwo Central Park Ursynów – etapy 2A i 2B	110	2017-08
2015-10-03	Centrum Praskie Koneser	Budowa budynku J kompleksu Centrum Praskie Koneser	42	2016-07
2015-09-24	Mirosław Wróbel	Budowa salonu samochodowego Mercedes	32	2016-11
2015-09-02	Leroy Merlin	Budowa marketu budowlanego we Wrocławiu	31	2016-04
2015-09-01	Fortum	Budowa "pod klucz" kotłowni w Bytomiu	46	2016-11
2015-08-27	Wüstenrot & Württembergische	Budowa kompleksu biurowego	38	2017-11
2015-07-20	Babcock Borsig Steinmüller	Roboty budowlane, instalacyjne przy kompleksie elektrociepłowni gazowej EDF Toruń	41	2016-07
2015-07-18	Vabali SPA	Budowa kompleksu SPA – Düsseldorf	47	2016-09
2015-07-16	PDI Düsseldorf Malmedystrasse	Budowa budynku mieszkalnego oraz przedszkola w Düsseldorfie	64	2016-11
2015-07-06	VD	Budowa budynku mieszkalno – usługowo-biurowego	25	2016-10
2015-04-15	Dom Development	GW zespołu mieszkaniowego w Warszawie w rejonie ul. Olbrachta	64	2017-06
2015-04-01	Omex	Budowa budynku biurowo-usługowego w stanie "pod klucz" we Wrocławiu	25	2017-01

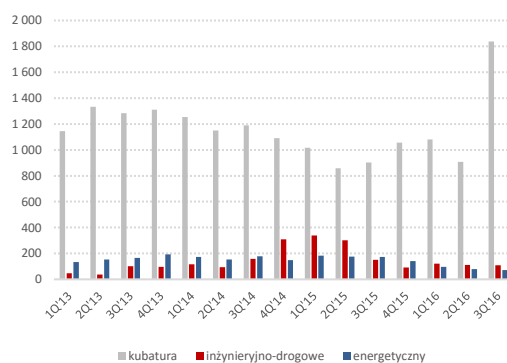
Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel zamówień [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura backlogu [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Po 3Q'16 portfel spółki wynosił rekordowe 2,0 mld PLN (poprzedni szczyt osiągnięto na koniec 2013 roku, kiedy było to 1,6 mld PLN). Z tego 0,57 mld PLN przypadało jeszcze na 2016 rok.

Blisko 2-krotny wzrost backlogu na przestrzeni samego 3Q'16 to w dużej mierze zasługa finalizacji pozyskania kontraktu na budowę Galerii Młociny w Warszawie (wartość 535 mln PLN). Zwracamy jednocześnie uwagę, że nawet bez tego kontraktu portfel byłby na wyraźnie wyższym poziomie r/r (po 3Q'15 wynosił 1,2 mld PLN a na koniec 2015 roku: 1,3 mld PLN).

W samym 4Q'16 spółka podpisała wg raportów bieżących kontrakty o wartości ok. 0,25 mld PLN (historycznie podpisywano zwykle jeszcze ok 100 mln PLN/kwartał mniejszych zleceń). Szacujemy, że backlog na koniec 2016 roku może wynosić ok. 1,8 mld PLN.

Zwracamy uwagę na zmianę mixu obecnego portfela na przestrzeni ostatnich kwartałów. Jeszcze na początku 2015 roku 22% (>300 mln PLN) stanowiły kontrakty z segmentu inżynieryjno-drogowego. Pozyskano wtedy znaczną ilość kontraktów w zakresie budowy farm wiatrowych (boom na farmy był „jednoroczny” - zmianą przepisów o OZE). Wyraźnie osłabł także segment energetyczny, gdzie wstrzymano wiele inwestycji (backlog na początku 2015 roku zbliżał się do 200 mln PLN, obecnie spadł <100 mln PLN).

WYNIKI ZA 1-3Q'16 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 1-3Q'2016 [mln PLN]

	3Q'15*	3Q'16	zmiana r/r	1-3Q'15*	1-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	495,7	425,4	-14,2%	1 334,7	1 213,6	-9,1%
Wynik brutto na sprzedaży	43,5	29,8	-31,4%	105,1	85,9	-18,2%
Zysk na sprzedaży	25,9	9,6	-63,0%	51,2	23,7	-53,7%
EBITDA	19,5	11,2	-42,7%	50,1	52,7	5,1%
EBIT	17,1	8,8	-48,4%	42,8	44,3	3,6%
Zysk brutto	15,6	5,2	-66,5%	38,3	40,5	5,8%
Zysk netto	10,8	4,2	-61,4%	26,2	25,4	-3,0%
Wynik na działalności zaniechanej	0,0	3,2	-	0,0	-32,5	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,8%	7,0%		7,9%	7,1%	
Marża EBITDA	3,9%	2,6%		3,8%	4,3%	
Marża EBIT	3,5%	2,1%		3,2%	3,6%	
Marża zysku netto	2,2%	1,0%		2,0%	2,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *wyniki ujmują konsolidację Budlexu (w 2016 roku ujęty jako działalność zaniechana)

1-3Q'2016...

Wyniki w 3Q'16 były wyraźnie słabsze r/r (wysoka baza 3Q'15), przy tym niewiele niższe od naszych oczekiwań (w prognozach kwartalnych zakładaliśmy 436 mln PLN przychodów oraz 9,8 mln PLN EBIT). EBIT był słabszy r/r w każdym segmencie, najmocniej odczuwalny był ubytek w budownictwie inżynieryjnym (farmy wiatrowe). Transakcja sprzedaży Budlexu ostatecznie sfinalizowana została we wrześniu (opłacenie I transzy: 10 mln PLN) i październiku 2016 (II transza: 35 mln PLN, odkup przez Erbud spółki z nieruchomością w Toruniu za 12 mln PLN). W okresie 1-3Q'16 spółka ujęła z tego tytułu 32,5 mln PLN straty z działalności zaniechanej (sprzedaż poniżej wartości księgowej). Dług netto po 3Q'16 to 31 mln PLN. Wartość aktywów przeznaczonych do zbycia wynosiła po 3Q'16 147,9 mln PLN, wartość odpowiadających im zobowiązań to 83,6 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że w wynikach 1-3Q'16 ujęte jest aż 20,6 mln PLN dodatniego salda z działalności operacyjnej (w samym 3Q'16 wpływ tej pozycji był śladowy). Składa się na to głównie wykazanie 15,1 mln PLN zysku na projekcie deweloperskim w Niemczech (budowa budynku mieszkalnego i jego sprzedaż – wartość projektu to 30 mln EUR) - realizowany jest on przez spółkę zależną GWI, przy czym blisko połowa tego wyniku przypada na zewnętrznego kooperanta. Erbud wykazał w 1H'16 także ok 4 mln PLN z tytułu zysku na sprzedaży nieruchomości w Polsce.

...i kolejne okresy

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2016P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P
Przychody ze sprzedaży	336,2	502,8	495,7	428,5	1 763,3	341,9	446,3	425,4	553,6	1 767,1	383,9	500,6	496,8	581,2	1 962,5
Zysk brutto ze sprzedaży	22,4	39,2	43,5	16,6	121,7	27,7	28,4	29,8	33,4	119,3	29,0	31,8	34,6	35,1	130,5
Zysk na sprzedaży	6,8	18,4	25,9	-7,5	43,7	6,8	7,3	9,6	11,4	35,1	8,0	9,7	13,2	12,2	42,9
EBITDA	10,4	20,2	19,5	12,0	62,1	14,9	26,6	11,2	12,9	65,5	10,5	12,3	15,7	14,7	53,3
EBIT	8,5	17,1	17,1	8,8	51,5	12,1	23,4	8,8	10,4	54,7	8,0	9,7	13,2	12,2	42,9
Zysk (strata) brutto	6,1	16,6	15,6	6,6	44,8	10,7	24,6	5,2	6,7	47,2	6,5	8,3	11,7	10,7	37,3
Zysk (strata) netto	5,2	10,1	10,8	1,7	27,8	6,9	14,3	4,2	4,9	30,3	5,0	6,3	9,0	8,4	28,7
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	7,8%	8,8%	3,9%	6,9%	8,1%	6,4%	7,0%	6,0%	6,8%	7,6%	6,4%	7,0%	6,0%	6,7%
Marża EBITDA	3,1%	4,0%	3,9%	2,8%	3,5%	4,3%	6,0%	2,6%	2,3%	3,7%	2,7%	2,4%	3,2%	2,5%	2,7%
Marża EBIT	2,5%	3,4%	3,5%	2,0%	2,9%	3,5%	5,2%	2,1%	1,9%	3,1%	2,1%	1,9%	2,6%	2,1%	2,2%
Marża zysku netto	1,5%	2,0%	2,2%	0,4%	1,6%	2,0%	3,2%	1,0%	0,9%	1,7%	1,3%	1,3%	1,8%	1,4%	1,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Nasze prognozy wyraźnie różnią się od konsensusu przedstawianego na Bloombergu (na bazie rekomendacji z okresu październik – grudzień 2016). Nie do końca jasne jest jednak dla nas, co implikuje takie a nie inne prognozy pozostałej części rynku. Przychody po 1-3Q'16 wynosiły już 1,21 mld PLN. W prezentacji po wynikach 3Q'16 spółka przedstawiła, że backlog na 4Q'16 to 0,57 mld PLN. Przy takich założeniach powinno to dać przychody w granicach 1,75-1,80 mld PLN (konsensus na 2016 rok <1,7 mld PLN).

Backlog po 3Q'16 na okres po 2016 roku wynosił 1,45 mld PLN, rok temu analogicznie było to 0,82 mld PLN. Biorąc pod uwagę kontraktację w 4Q'16 oraz dalszą w 2017 roku (która w części będzie zrealizowana w tym samym roku), oceniamy, że spółka powinna zanotować wyraźnie dodatnią dynamikę sprzedaży w 2017 roku

(konsensu zakłada „zaledwie” 1,74 mld PLN, czyli nawet mniej niż implikuje to wynik po 1-3Q'16 + backlog na 4Q'16).

Ostrożniej podchodzimy natomiast do marż w latach 2017-18. Konsensus zakłada 3,0% w 2017 i 2,8% w 2018. Oceniamy, że osiągnięcie takich poziomów byłoby dużym sukcesem (aczkolwiek nie jest nierealne, biorąc pod uwagę długofalowy cel zarządu na poziomie 3%). Zwracamy uwagę, że wysokie poziomy marży EBIT w latach 2014-16 nie są miarodajne ze względu na zdarzenia, które można traktować jednorazowo (sprzedaż projektu Deptak, rozpoznanie zysku na projekcie w Niemczech, którego prawie połowa jest przypisana do kooperanta czy zysk na sprzedaży nieruchomości). Podkreślamy też ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych (spółka będzie realizować największy kontrakt w swojej historii) i prawdopodobny wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia) w najbliższych latach.

Prognozy DM BDM na tle konsensusu [mln PLN]

	2016			2017			2018		
	BDM	konsensus	odchylenie	BDM	konsensus	odchylenie	BDM	konsensus	odchylenie
Przychody	1 767,1	1 657,3	6,6%	1 962,5	1 742,5	12,6%	1 896,5	1 758,3	7,9%
Zysk na sprzedaży	35,1	-	-	42,9	-	-	41,8	-	-
EBITDA	65,5	56,8	15,3%	53,3	63,1	-15,6%	52,0	59,9	-13,2%
EBIT	54,7	45,8	19,5%	42,9	52,3	-17,9%	41,8	49,0	-14,7%
Zysk (strata) netto	30,3	31,1	-2,5%	28,7	34,3	-16,4%	28,3	33,4	-15,3%
Marża EBITDA	3,7%	3,4%		2,7%	3,6%		2,7%	3,4%	
Marża EBIT	3,1%	2,8%		2,2%	3,0%		2,2%	2,8%	
Marża zysku netto	1,7%	1,9%		1,5%	2,0%		1,5%	1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wyniki i prognozy wg segmentów [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2015	2016P	2017P
Przychody	283,6	425,5	428,3	554,7	336,2	502,8	495,7	428,5	341,9	446,3	425,4	553,6	1 763,3	1 767,1	1 962,5
Zysk brutto ze sprzed.	20,0	26,5	22,4	30,4	22,4	39,2	43,5	16,6	27,7	28,4	29,8	33,4	121,7	119,3	130,5
rentowność	7,0%	6,2%	5,2%	5,5%	6,6%	7,8%	8,8%	3,9%	8,1%	6,4%	7,0%	6,0%	6,9%	6,8%	6,7%
SG&A	14,7	15,0	14,2	17,6	15,5	20,8	17,6	24,1	20,9	21,1	20,2	22,0	78,1	84,2	87,6
Saldo PPO/PKO	0,9	-1,0	1,4	4,1	1,7	-1,3	-8,8	16,3	5,3	16,0	-0,8	-1,0	7,9	19,6	0,0
EBIT	6,1	10,5	9,6	16,9	8,5	17,1	17,1	8,8	12,1	23,4	8,8	10,4	51,5	54,7	42,9
rentowność	2,2%	2,5%	2,2%	3,0%	2,5%	3,4%	3,5%	2,0%	3,5%	5,2%	2,1%	1,9%	2,9%	3,1%	2,2%
Kubatura	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2015	2016P	2017P
Przychody	225,7	374,4	335,2	462,2	246,4	304,5	303,8	276,3	262,8	355,7	334,1	442,1	1 131,0	1 394,7	1 579,4
Zysk brutto ze sprzed.	14,6	17,9	12,6	19,7	14,6	21,7	28,4	12,3	21,6	19,3	21,7	25,4	77,1	88,1	96,9
rentowność	6,5%	4,8%	3,8%	4,3%	5,9%	7,1%	9,4%	4,5%	8,2%	5,4%	6,5%	5,8%	6,8%	6,3%	6,1%
SG&A	8,3	10,5	8,2	11,7	8,9	12,9	9,6	13,3	13,2	13,6	13,8	15,0	44,7	55,6	59,1
EBIT	7,1	6,4	5,8	6,0	6,0	5,4	9,1	12,3	13,8	19,2	7,5	9,4	32,7	49,9	37,8
rentowność	3,1%	1,7%	1,7%	1,3%	2,4%	1,8%	3,0%	4,4%	5,3%	5,4%	2,2%	2,1%	2,9%	3,6%	2,4%
Deweloperka	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2015	2016P	2017P
Przychody	13,9	8,2	11,7	11,6	23,2	10,0	7,7	6,9	-	-	-	-	47,9	-	-
Zysk brutto ze sprzed.	2,4	0,6	0,8	1,0	2,6	3,4	0,5	0,2	-	-	-	-	6,7	-	-
rentowność	17,3%	6,9%	7,0%	8,4%	11,1%	33,6%	6,2%	3,4%	-	-	-	-	13,9%	-	-
SG&A	0,6	0,8	1,1	0,9	0,6	1,0	1,2	1,6	-	-	-	-	4,4	-	-
EBIT	1,8	-0,2	0,1	6,8	3,5	4,7	0,4	1,4	-	-	-	-	10,0	-	-
rentowność	12,8%	-2,6%	0,6%	58,5%	15,1%	46,6%	5,8%	20,1%	-	-	-	-	20,9%	-	-
Inżynierijno-drogowe	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2015	2016P	2017P
Przychody	19,8	25,9	42,5	72,0	29,8	124,3	109,0	67,7	32,4	34,5	31,3	47,4	330,7	145,6	149,6
Zysk brutto ze sprzed.	2,6	2,8	2,9	7,7	2,4	8,2	7,7	2,6	4,3	3,2	3,3	2,8	21,0	13,6	13,0
rentowność	13,3%	10,8%	6,7%	10,7%	8,2%	6,6%	7,1%	3,9%	13,3%	9,2%	10,5%	6,0%	6,4%	9,3%	8,7%
SG&A	2,9	1,8	1,6	3,2	2,3	2,6	1,9	4,4	2,8	2,4	2,0	2,5	11,3	9,7	10,0
EBIT	-0,3	1,0	1,0	4,0	0,1	5,5	5,8	-1,5	1,4	3,2	1,0	0,3	9,8	6,0	3,0
rentowność	-1,6%	3,9%	2,5%	5,5%	0,2%	4,4%	5,3%	-2,2%	4,4%	9,3%	3,2%	0,7%	3,0%	4,1%	2,0%
Energetyka	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2015	2016P	2017P
Przychody	24,2	16,9	38,8	9,0	36,9	64,0	75,2	77,6	46,7	56,1	60,0	64,1	253,7	226,8	233,5
Zysk brutto ze sprzed.	0,3	5,2	6,1	2,0	2,7	6,0	6,8	1,4	1,8	5,9	4,8	5,1	16,9	17,7	20,7
rentowność	1,4%	30,5%	15,7%	22,3%	7,4%	9,3%	9,1%	1,8%	3,8%	10,5%	8,1%	8,0%	6,7%	7,8%	8,9%
SG&A	2,8	1,8	3,3	1,8	3,7	4,2	4,9	4,9	4,9	5,1	4,4	4,5	17,7	18,9	18,5
EBIT	-2,4	3,2	2,7	0,2	-1,0	1,5	1,8	-3,4	-3,0	0,9	0,3	0,6	-1,0	-1,2	2,2
rentowność	-10,0%	19,1%	6,9%	2,2%	-2,7%	2,4%	2,4%	-4,3%	-6,5%	1,6%	0,6%	1,0%	-0,4%	-0,5%	0,9%
backlog	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2015	2016P	2017P
	1 543	1 399	1 526	1 550	1 538	1 335	1 227	1 289	1 300	1 100	2 020	1 800	1 289	1 800	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 384,5	1 223,6	1 692,1	1 763,3	1 767,1	1 962,5	1 896,5	1 932,8	1 978,4	1 976,8	1 926,1	1 869,5	1 887,4	1 914,3	1 934,4
zmiana r/r	-9,4%	-11,6%	38,3%	4,2%	0,2%	11,1%	-3,4%	1,9%	2,4%	-0,1%	-2,6%	-2,9%	1,0%	1,4%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	84,1	90,9	99,2	121,7	119,3	130,5	128,5	130,8	133,7	133,2	128,5	122,3	124,9	126,9	128,4
rentowność	6,1%	7,4%	5,9%	6,9%	6,8%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%
EBITDA	36,9	40,4	52,0	62,1	65,5	53,3	52,0	52,4	53,0	52,6	50,1	46,4	48,3	49,0	49,7
rentowność	2,7%	3,3%	3,1%	3,5%	3,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
EBITDA skoryg.	41,2	40,6	46,6	54,2	45,9	53,3	52,0	52,4	53,0	52,6	50,1	46,4	48,3	49,0	49,7
rentowność	3,0%	3,3%	2,8%	3,1%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
EBIT	29,4	32,7	43,1	51,5	54,7	42,9	41,8	42,3	43,0	42,7	40,1	36,2	38,0	38,7	39,4
rentowność	2,1%	2,7%	2,5%	2,9%	3,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto	23,5	25,1	36,1	44,8	47,2	37,3	36,8	37,9	39,1	39,2	37,1	33,7	36,0	37,0	37,9
rentowność	1,7%	2,1%	2,1%	2,5%	2,7%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%
Zysk netto	17,2	17,2	26,4	27,8	30,3	28,7	28,3	29,1	30,0	30,2	28,5	25,9	27,7	28,5	29,2
rentowność	1,2%	1,4%	1,6%	1,6%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
Budownictwo kubaturowe															
Przychody	1 136,4	998,1	1 397,5	1 131,0	1 394,7	1 579,4	1 500,5	1 522,5	1 555,4	1 555,4	1 512,0	1 463,5	1 476,2	1 497,7	1 512,3
zmiana r/r	-3,9%	-12,2%	40,0%	-19,1%	23,3%	13,2%	-5,0%	1,5%	2,2%	0,0%	-2,8%	-3,2%	0,9%	1,5%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	47,1	57,3	64,9	77,1	88,1	96,9	92,1	93,1	94,8	94,5	90,4	86,0	88,2	89,7	90,7
rentowność	4,1%	5,7%	4,6%	6,8%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	13,5	21,0	25,3	32,7	49,9	37,8	34,4	34,6	35,1	34,7	32,3	29,8	31,5	32,2	32,6
rentowność	1,2%	2,1%	1,8%	2,9%	3,6%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%
Deweloperka															
Przychody	64,0	48,5	45,4	47,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
zmiana r/r	9,3%	-24,2%	-6,3%	5,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zysk brutto ze sprzedaży	13,5	9,6	4,8	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	21,1%	19,8%	10,5%	13,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	7,2	5,4	8,4	10,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	11,2%	11,1%	18,5%	20,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sprzedaż notarialna [szt]	220	184	168	176	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inżynieryjno-drogowe															
Przychody	142,5	96,2	160,2	330,7	145,6	149,6	158,1	167,6	176,1	175,1	165,3	154,7	157,4	160,3	163,2
zmiana r/r	-39,0%	-32,5%	66,5%	106,5%	-56,0%	2,8%	5,7%	6,0%	5,1%	-0,6%	-5,6%	-6,4%	1,7%	1,8%	1,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,7	11,0	16,0	21,0	13,6	13,0	13,8	14,7	15,4	15,3	14,5	12,4	12,6	12,8	13,1
rentowność	12,4%	11,5%	10,0%	6,4%	9,3%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
EBIT	7,3	4,6	5,7	9,8	6,0	3,0	3,3	3,5	3,6	3,6	3,4	2,0	2,1	2,1	2,1
rentowność	5,1%	4,8%	3,6%	3,0%	4,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Energetyka															
Przychody	41,3	79,7	88,9	253,7	226,8	233,5	237,9	242,7	246,8	246,3	248,8	251,3	253,8	256,3	258,9
zmiana r/r	-2,9%	93,1%	11,6%	185,4%	-10,6%	2,9%	1,9%	2,0%	1,7%	-0,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,0	12,9	13,6	16,9	17,7	20,7	22,6	23,1	23,4	23,4	23,6	23,9	24,1	24,4	24,6
rentowność	14,5%	16,2%	15,3%	6,7%	7,8%	8,9%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
EBIT	2,4	1,8	3,7	-1,0	-1,2	2,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5	4,6
rentowność	5,8%	2,2%	4,1%	-0,4%	-0,5%	0,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Pozostałe															
Przychody	0,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	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

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	178	118	118	118	118	118	118	119	119	119	119	119
Wartości niematerialne i prawne	25	25	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
Rzeczowe aktywa trwałe	46	39	39	39	39	39	39	40	40	40	40	40
Pozostałe aktywa trwałe	107	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Aktywa obrotowe	901	846	898	887	903	922	923	912	891	892	890	890
Zapasy	128	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Należności krótkoterminowe	508	640	684	661	673	689	688	671	651	657	667	674
Inwestycje krótkoterminowe	260	191	198	211	214	217	218	225	224	219	207	200
- środki pieniężne	254	185	193	206	209	211	213	220	219	214	202	194
Pozostałe aktywa obrotowe	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa razem	1 079	964	1 016	1 005	1 021	1 040	1 041	1 031	1 010	1 011	1 009	1 009
Kapitał (fundusz) własny	279	294	307	324	342	360	373	383	386	393	394	395
Kapitał mniejszości	17	24	24	24	24	24	25	25	25	25	25	25
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	783	646	685	657	655	656	644	623	599	593	590	589
Rezerwy na zobowiązania	71	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Zobowiązania długoterminowe	98	58	48	38	28	18	8	0	0	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	98	58	48	38	28	18	8	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	575	486	534	517	525	535	534	521	497	491	488	487
- w tym zobowiązania oprocentowane	88	42	41	40	39	38	37	36	26	16	6	0
Pasywa razem	1 079	964	1 016	1 005	1 021	1 040	1 041	1 031	1 010	1 011	1 009	1 009

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	1 763	1 767	1 963	1 897	1 933	1 978	1 977	1 926	1 870	1 887	1 914	1 934
Koszty produktów, tow. i materiałów	1 642	1 648	1 832	1 768	1 802	1 845	1 844	1 798	1 747	1 762	1 787	1 806
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	121,7	119,3	130,5	128,5	130,8	133,7	133,2	128,5	122,3	124,9	126,9	128,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	78,1	84,2	87,6	86,7	88,5	90,7	90,6	88,4	86,0	86,9	88,1	89,0
Zysk (strata) na sprzedaży	43,7	35,1	42,9	41,8	42,3	43,0	42,7	40,1	36,2	38,0	38,7	39,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,4	19,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zyski pozaoperacyjne	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	62,1	65,5	53,3	52,0	52,4	53,0	52,6	50,1	46,4	48,3	49,0	49,7
EBIT	51,5	54,7	42,9	41,8	42,3	43,0	42,7	40,1	36,2	38,0	38,7	39,4
Saldo działalności finansowej	-6,7	-7,5	-5,6	-5,0	-4,5	-4,0	-3,4	-3,0	-2,5	-2,1	-1,7	-1,5
Pozostałe zyski	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	44,8	47,2	37,3	36,8	37,9	39,1	39,2	37,1	33,7	36,0	37,0	37,9
Zysk (strata) netto mniejszości	3,8	6,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk (strata) netto*	27,8	30,3	28,7	28,3	29,1	30,0	30,2	28,5	25,9	27,7	28,5	29,2

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	18,6	-20,8	46,2	47,3	37,0	36,4	40,8	43,8	41,4	35,2	34,8	36,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,4	14,9	-8,6	-8,4	-8,4	-8,4	-8,4	-8,2	-8,3	-8,3	-8,4	-8,6
Przepływy z działalności finansowej	35,7	-62,8	-30,2	-26,2	-25,6	-25,4	-31,1	-28,4	-34,2	-31,7	-38,2	-35,0
Przepływy pieniężne netto	44,9	-68,7	7,4	12,7	3,1	2,6	1,3	7,1	-1,1	-4,8	-11,8	-7,5
Środki pieniężne na początek okresu	209,3	254,1	185,5	192,9	205,5	208,6	211,3	212,6	219,7	218,6	213,8	202,0
Środki pieniężne na koniec okresu	254,1	185,5	192,9	205,5	208,6	211,3	212,6	219,7	218,6	213,8	202,0	194,4

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	0,2%	11,1%	-3,4%	1,9%	2,4%	-0,1%	-2,6%	-2,9%	1,0%	1,4%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	5,5%	-18,7%	-2,4%	0,7%	1,2%	-0,7%	-4,8%	-7,4%	4,0%	1,6%	1,4%
EBIT zmiana r/r	6,1%	-21,5%	-2,6%	1,1%	1,6%	-0,8%	-6,1%	-9,5%	4,9%	1,9%	1,6%
Zysk netto zmiana r/r	8,9%	-5,4%	-1,3%	2,9%	3,2%	0,5%	-5,6%	-9,1%	6,8%	3,1%	2,5%
Marża brutto na sprzedaży	6,8%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%
Marża EBITDA	3,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża EBIT	3,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża brutto	2,7%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%
Marża netto	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
COGS / przychody	93,2%	93,3%	93,2%	93,2%	93,2%	93,3%	93,3%	93,5%	93,4%	93,4%	93,4%
SG&A / przychody	4,8%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
SG&A / COGS	5,1%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
ROE	10,3%	9,3%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	7,4%	6,7%	7,0%	7,2%	7,4%
ROA	3,1%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%
Dług	99,7	88,7	77,7	66,7	55,7	44,8	36,3	26,3	16,3	6,3	0,0
D / (D+E)	10,3%	8,7%	7,7%	6,5%	5,4%	4,3%	3,5%	2,6%	1,6%	0,6%	0,0%
D / E	11,5%	9,6%	8,4%	7,0%	5,7%	4,5%	3,6%	2,7%	1,6%	0,6%	0,0%
Odsetki / EBIT	-13,7%	-13,1%	-12,0%	-10,6%	-9,2%	-8,1%	-7,4%	-6,9%	-5,5%	-4,4%	-3,7%
Dług / kapitał własny	33,9%	28,8%	24,0%	19,5%	15,4%	12,0%	9,5%	6,8%	4,1%	1,6%	0,0%
Dług netto	-85,8	-104,2	-127,9	-141,9	-155,6	-167,8	-183,4	-192,3	-197,5	-195,7	-194,4
Dług netto / kapitał własny	-29,2%	-33,9%	-39,4%	-41,5%	-43,2%	-45,0%	-47,9%	-49,8%	-50,3%	-49,7%	-49,3%
Dług netto / EBITDA	-1,3	-2,0	-2,5	-2,7	-2,9	-3,2	-3,7	-4,1	-4,1	-4,0	-3,9
Dług netto / EBIT	-1,6	-2,4	-3,1	-3,4	-3,6	-3,9	-4,6	-5,3	-5,2	-5,0	-4,9
EV	285,7	267,4	243,7	229,6	215,9	203,7	188,1	179,2	174,0	175,9	177,1
Dług / EV	34,9%	33,2%	31,9%	29,0%	25,8%	22,0%	19,3%	14,7%	9,4%	3,6%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	73,4%	100,0%	100,9%	101,9%	103,0%	103,2%	101,5%	101,4%	100,6%	100,5%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Przychody	3,6%	-0,1%	-0,4%	0,2%	0,3%	0,0%	-0,3%	-0,3%	0,1%	0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1679,1%	-1,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Wskaźniki rynkowe	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	12,3	13,0	13,1	12,8	12,4	12,3	13,0	14,3	13,4	13,0	12,7
P/BV*	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/CE*	9,0	9,5	9,7	9,5	9,3	9,3	9,6	10,3	9,8	9,6	9,4
EV/EBITDA*	4,4	5,0	4,7	4,4	4,1	3,9	3,8	3,9	3,6	3,6	3,6
EV/EBIT*	5,2	6,2	5,8	5,4	5,0	4,8	4,7	4,9	4,6	4,5	4,5
EV/S*	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	22,9	24,0	25,3	26,7	28,1	29,1	29,9	30,1	30,7	30,7	30,8
EPS	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,2	2,0	2,2	2,2	2,3
CEPS	3,2	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	2,8	3,0	3,0	3,1
DPS	1,20	1,17	0,90	0,88	0,91	1,41	1,41	1,78	1,62	2,16	2,23
Payout ratio	55,2%	49,5%	40,0%	40,0%	40,0%	60,0%	60,0%	80,0%	80,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 29,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
Strategia, banki/finanse, media/rozrywka, handel stałą

Krzysztof Pado

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

Krystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435
e-mail: gorniak@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 publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	32,3 (w tym DPS=1,17 PLN)	Akumuluj	37,7	3.01.2017	11:09 CEST	29,0	52 313
Akumuluj	37,7	Akumuluj	28,4	1.06.2015		33,7	55 641
Akumuluj	28,4	-	-	27.05.2014		25,2	52 515

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	100%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
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 znacznie 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 03.01.2017 roku, 11:09 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 09.01.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie na analizie przeprowadzonej 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 częstotliwości 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 liście 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 03.01.2017 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o 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.