



Dom Maklerski BDM S.A.

WASKO

RAPORT ANALITYCZNY

Aktualną cenę rynkową Wasko traktujemy jako wyjątkową okazję inwestycyjną i dostrzegamy dużą nieefektywność rynku. Dlatego decydujemy się na wydanie zalecenia Kupuj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 2,05 PLN/akcję. Zwracamy uwagę na silny bilans spółki, co stwarza komfortową sytuację do dalszego rozwoju. Dodatkowo akcentujemy poprawę na rynku zamówień na usługi Wasko. W szczególności liczymy, że oparcie działalności na trzech kluczowych filarach, jakimi są przemysł, ochrona zdrowia oraz administracja samorządowa powinno być źródłem wyraźnej odbudowy wyników już w 2017 roku.

Wyniki w 2016 roku zostały mocno obciążone przez słabą koniunkturę w sektorze administracji publicznej. W wyniku opóźnień przetargów współfinansowanych ze środków unijnych wyraźnie spadała sprzedaż w segmencie ochrony zdrowia, edukacji i administracji publicznej. Jednak dzięki silnym kompetencjom w obszarze przedsiębiorstw Wasko utrzymało dodatni poziom EBITDA w całym okresie 1-3Q'16 oraz nieznacznie poprawiło rentowność na poziomie marży brutto na sprzedaży. Tak jak oczekiwaliśmy spółce udało się pozyskać duże kontrakty na rozwój i utrzymanie systemów informatycznych w podmiotach górniczych, a ponadto poprawie uległa sprzedaż i rentowność w obszarze pozostałych przedsiębiorstw. Akcentujemy komfortową sytuację płynnościową spółki, która utrzymuje się pomimo niekorzystnego otoczenia rynkowego. Uważamy, że dzięki odpowiednim zasobom finansowym Wasko będzie w stanie sfinansować realizację projektów, które ma szansę pozyskać z nowej puli przetargów publicznych.

Oczekujemy, że 2017 rok powinien przynieść stopniową „odwilż” na rynku administracji publicznej. Przypuszczamy, że jednym z pierwszych sektorów, który odczuje ożywienie będzie ochrona zdrowia, gdzie poprzez podmiot zależny – Gabos Software, Wasko posiada silną pozycję na tym rynku. Ponadto w najbliższych latach możliwa jest intensywna rozbudowa infrastruktury sieciowej, gdzie Wasko zdobyło know-how realizując projekty finansowane z poprzedniej perspektywy finansowej UE. Z racji niskiej bazy wynikowej poprawa powinna być zauważalna już w 1Q'17, do której w znacznym stopniu powinien przyczynić się segment przemysłowy. W samym 4Q'16 oczekujemy jeszcze słabszych wyników r/r, na co składa się wspomniane już spowolnienie na rynku administracji publicznej oraz wysoka baza z 4Q'15. Pewnym ryzykiem dla spółki jest spór z Generalnym Inspektorem Transportu Drogowego, który wystawił noty obciążeniowe na sumę 102,3 mln PLN. Przedmiotem sporu jest rzekome niewywiązanie się Wasko z umowy gwarancyjnej dotyczącej sprawności urządzeń rejestrujących. Wartość kontraktu wyniosła 3,9 mln PLN, a elementami powodującymi niesprawność urządzeń było mechaniczne uszkodzenie (podczas eksploatacji) siedmiu uchwytów do tabletów, anteny samochodowej oraz lampy błyskowej która nie podlegała gwarancji. Dlatego uważamy zapłacenie wspomnianych kar za mało prawdopodobne.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	372,5	450,9	213,2	259,6	323,1	338,0
EBITDA [mln PLN]	32,9	48,2	15,7	24,8	31,8	33,9
EBIT [mln PLN]	18,9	32,6	1,2	9,9	16,8	18,7
Wynik netto [mln PLN]	12,7	25,2	0,8	8,5	13,3	14,8
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	8,6	4,6	140,0	13,6	8,7	7,8
EV/EBITDA	3,8	1,1	4,0	2,7	2,3	2,0
EV/EBIT	6,7	1,6	50,1	6,8	4,3	3,6

KUPUJ
(POPRZEDNIO AKUMULUJ)

WYCENA 2,05 PLN

20 STYCZEŃ 2017, 09:39 CEST

Wycena DCF [PLN]	2,02
Wycena porównawcza [PLN]	2,13
Wycena końcowa [PLN]	2,05
Potencjał do wzrostu / spadku	61,4%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	1,27
Kapitalizacja [mln PLN]	115,8
Ilość akcji [mln. szt.]	91,2

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1,56
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,00

Stopa zwrotu za 3 mc	1,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-38,6%

Struktura akcjonariatu:	
Wojciech Wajda	66,7%
Krystyna Wajda	14,5%
Pozostali	18,8%

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

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

PODSUMOWANIE

Wyceny Wasko dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2017 -2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 2,13 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 2,02 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 2,05 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

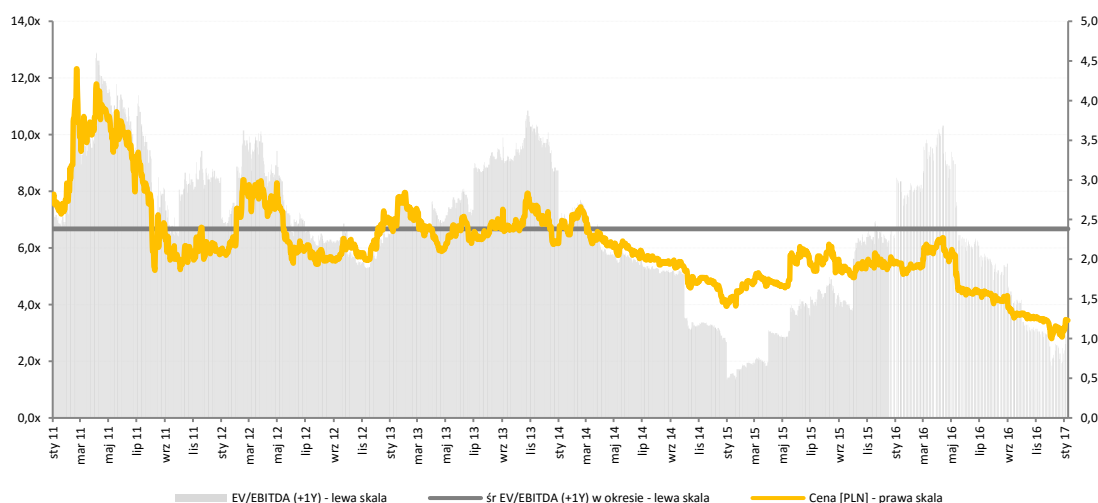
	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą	30%	2,13
Wycena metodą DCF	70%	2,02
Wycena 1 akcji [PLN]		2,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obecną wycenę rynkową Wasko traktujemy jako okazję inwestycyjną, gdyż biorąc pod uwagę samą strukturę bilansu jest ona naszym zdaniem mocno nieefektywna. Ponadto 2017 rok powinien przynieść stopniową odbudowę wyników, która według nas powinna mieć swoje źródło w ożywieniu na rynku zamówień publicznych. Spółka obecnie nie posiada długu, a poziom gotówki netto wynosi 41,7 mln PLN, co daje szansę na wypłaty dywidend w kolejnych okresach oraz stanowi mocne zaplecze dla finansowania kapitału obrotowego, który może okazać się niezbędny w przypadku uruchomienia dużych projektów infrastrukturalnych w ramach Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa. Komfortowa sytuacja płynnościowa powinna okazać się kluczowym atutem zwłaszcza w obliczu problemów płynnościowych głównych konkurentów w tym obszarze.

Załamania kursu w ostatnich miesiącach wynikało naszym zdaniem m. in. ze skierowania sporu z Głównym Inspektorem Transportu Drogowego na drogę sądową, (w grudniu 2016 roku pojawiła się kolejna nota obciążeniowa na kwotę 51,7 mln PLN, co zwiększyło kwotę roszczeń do 102.3 mln PLN). Spór dotyczy rzekomego niedotrzymania gwarancji przez Wasko, które dostarczyło GITD mobilne urządzenia rejestrujące. Naprawa gwarancyjna miała dotyczyć siedmiu pękniętych uchwytów do tabletek, anteny samochodowej oraz uszkodzenia przetwornicy lampy błyskowej. Uchwyty oraz antena posiadają uszkodzenia mechaniczne będące według Wasko następstwem niewłaściwej eksploatacji, natomiast lampa błyskowa nie była przedmiotem udzielonej gwarancji. Uważamy, że istnieje małe prawdopodobieństwo zapłacenia kar w wysokości żądanej przez GITD zwłaszcza, że na tle wartości przedmiotu sporu oraz wartości kontraktu, który wyniósł 3,9 mln PLN, poziom naliczonych kar wydaje się abstrakcyjny. Drugim kluczowym aspektem były zdarzenia korporacyjne, co mogło skutkować wzrostem ryzyka inwestycyjnego w walory spółki.

Akceptowalny mnożnik EV/EBITDA (+1Y)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim wolne przepływy pieniężne (*free cash flows*) i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu

- W 4Q'16 oczekujemy, że spółka będzie odczuwała jeszcze spowolnienie w administracji publicznej dlatego prognozujemy wygenerowanie w całym 2016 roku 69% słabszego EBITDA.
- W 2017 roku powinna być już odczuwalna stopniowa odbudowa wyników. Uważamy, że w 1H'17 wyniknie ona z niskiej bazy, natomiast 2H'17 może już przynieść wyraźną poprawę koniunktury w obszarach będących przedmiotem działalności Wasko. Szczególnie liczymy na ochronę zdrowia, gdzie wyniki powinny być wspierane przez implementację elektronicznej dokumentacji medycznej, oraz regionalne projekty dotyczące informatyzacji służby zdrowia.
- W nieco dalszej perspektywie zakładamy pozytywny wpływ inwestycji w infrastrukturę sieciową. Wasko posiada kompetencje niezbędne do realizacji tego typu kontraktów, a ponadto niektórzy konkurenci mają problemy z płynnością, przez co obecna struktura bilansu spółki może okazać się istotnym atutem.
- W modelu nie uwzględniamy potencjalnych rezerw na kary naliczone przez GITD.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Poziomy zapasów oraz zobowiązań i należność handlowych zostały obliczone na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Do obliczeń przyjęliśmy poziom długu netto prognozowany na koniec 2016 roku.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 91,2 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 1 marca 2017.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała wycenę jednej akcji na poziomie 2,02 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	259,6	323,1	338,0	345,6	352,5	355,7	359,0	362,4	365,8	369,4
EBIT[mln PLN]	9,9	16,8	18,7	18,9	19,0	19,1	19,2	19,3	19,3	19,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,2	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7
NOPLAT[mln PLN]	6,7	13,2	15,1	15,3	15,4	15,5	15,5	15,6	15,7	15,7
Amortyzacja [mln PLN]	14,9	15,0	15,2	15,4	15,6	15,8	16,1	16,3	16,5	16,7
CAPEX [mln PLN]	-15,6	-16,2	-16,9	-17,3	-17,6	-17,8	-17,9	-18,1	-18,3	-18,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-9,4	-12,9	-3,0	-1,5	-1,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-3,3	-0,8	10,4	11,8	12,0	12,9	13,0	13,1	13,2	13,3
DFCF [mln PLN]	-3,1	-0,7	8,1	8,5	7,9	7,8	7,2	6,6	6,1	5,7
Suma DFCF [mln PLN]	54,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	189,7									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	81,2		Wzrost w okresie rezydualnym		1,0%					
Wartość firmy EV [mln PLN]	135,4									
Dług netto [mln PLN]	-53,2									
Dywidenda wypłacona [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	4,6									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	183,9									
liczba akcji [mln szt.]	91,2									
Wartość na akcje [PLN]	2,02									

Przychody zmiana r/r	21,8%	24,4%	4,6%	2,2%	2,0%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	693,0%	69,4%	11,5%	1,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%
FCF zmiana r/r	---	---	---	14,1%	1,3%	7,4%	0,9%	0,8%	0,7%	0,8%
Marża EBITDA	9,6%	9,8%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Marża EBIT	3,8%	5,2%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża NOPLAT	2,6%	4,1%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
CAPEX / Przychody	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX / Amortyzacja	104,2%	107,6%	111,5%	112,5%	113,0%	112,3%	111,7%	111,2%	110,8%	110,5%
Zmiana KO / Przychody	3,6%	4,0%	0,9%	0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	1,93	2,02	2,12	2,26	2,44	2,68	3,03	3,58	4,58
	0,8	1,84	1,92	2,01	2,13	2,28	2,48	2,75	3,17	3,87
	0,9	1,77	1,83	1,91	2,01	2,14	2,30	2,53	2,85	3,36
	1	1,70	1,76	1,82	1,91	2,02	2,15	2,34	2,59	2,98
	1,1	1,63	1,68	1,75	1,82	1,91	2,03	2,18	2,38	2,68
	1,2	1,57	1,62	1,67	1,74	1,82	1,91	2,04	2,21	2,45
	1,3	1,52	1,56	1,61	1,66	1,73	1,82	1,92	2,06	2,25

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Premia za ryzyko	3%	2,02	2,12	2,25	2,41	2,63	2,93	3,38	4,14	5,65
	4%	1,84	1,92	2,01	2,13	2,28	2,48	2,75	3,17	3,87
	5%	1,70	1,76	1,82	1,91	2,02	2,15	2,34	2,59	2,98
	6%	1,57	1,62	1,67	1,74	1,82	1,91	2,04	2,21	2,45
	7%	1,47	1,51	1,55	1,60	1,66	1,73	1,82	1,94	2,09
	8%	1,38	1,41	1,44	1,48	1,53	1,58	1,65	1,73	1,84
	9%	1,30	1,33	1,35	1,39	1,42	1,46	1,51	1,58	1,65

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	3,06	2,90	2,76	2,63	2,51	2,40	2,31	2,22	2,14
	4%	2,71	2,55	2,40	2,28	2,16	2,06	1,97	1,89	1,82
	5%	2,44	2,28	2,14	2,02	1,91	1,82	1,73	1,66	1,59
	6%	2,22	2,06	1,93	1,82	1,72	1,63	1,55	1,48	1,42
	7%	2,04	1,89	1,76	1,66	1,56	1,48	1,41	1,35	1,29
	8%	1,89	1,75	1,63	1,53	1,44	1,37	1,30	1,24	1,19
	9%	1,76	1,63	1,52	1,42	1,34	1,27	1,21	1,16	1,11

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

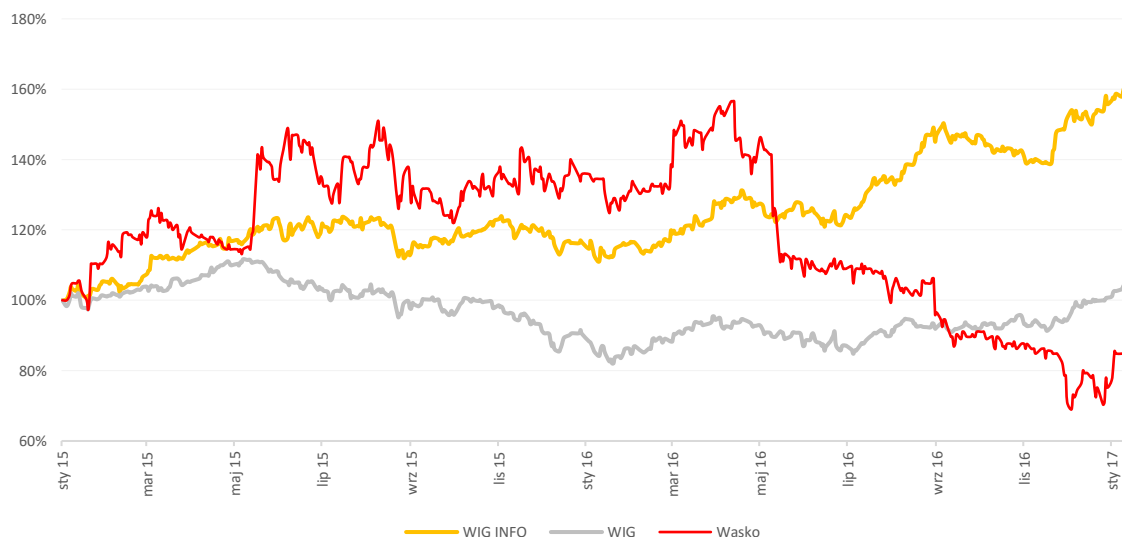
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2017 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Wasko. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 50% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 2,13 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Atende	11,3	8,5	7,9	6,2	5,0	4,5
Asseco BS	19,8	17,6	16,4	12,2	11,0	10,5
Comarch	22,2	15,4	14,3	8,4	6,7	6,0
Comp	31,5	13,6	9,5	10,3	7,9	6,2
Qumak	-	22,4	12,1	33,8	8,6	5,4
Sygnity	-	16,0	13,7	3,1	5,0	4,8
Asseco Poland	15,3	13,7	12,5	8,3	8,1	7,5
Mediana	19,8	15,4	12,5	8,4	7,9	6,0
Wasko	-	13,6	8,7	4,0	2,7	2,3
Premia/dyskonto do mediany	-	-11,7%	-30,1%	-52,6%	-65,7%	-62,3%
Wycena wg wskaźnika	-	1,4	1,7	2,0	2,7	2,6
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		1,5			2,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]	2,13					

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

Zachowanie kursu spółki względem WIG i WIG-Informatyka



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski BDM S.A.

OPIS RYZYK

- **Przeniesienie części kopalń w nowe struktury.** Po przejęciu COIG Wasko znaczną część przychodów pozyskuje realizując projekty informatyczne dla śląskich spółek węglowych. Włączenie niektórych kopalń w struktury np. spółek energetycznych bądź innych podmiotów może w dłuższym terminie skutkować utratą części kontraktów, gdyż te firmy zwykle działają na systemach ERP od swoich dostawców.
- **Ryzyko głównego akcjonariusza.** Inwestorzy powinni mieć świadomość, że wobec głównego akcjonariusza (byłego Prezesa Wasko) Prokuratura w Warszawie postawiła zarzuty i w maju 2016 roku został on zatrzymany przez CBA (później środek zapobiegawczy na wniosek Prokuratury trwał kilka miesięcy).
- **Ryzyko polityczne.** Z powodu znacznego udziału kontraktów z sektorem publicznym w przychodach spółki, wyniki Wasko mogą być wrażliwe na niepewność związaną decyzyjnością na różnych szczeblach administracji rządowej i samorządowej. W ostatnim czasie podmioty działające w obszarze informatycznym zostały mocno dotknięte przez opóźnienie realizacji projektów współfinansowanych z nowego rozdania środków unijnych.
- **Ryzyko prawne.** Popyt na niektóre rozwiązania jest uzależniony od obowiązujących regulacji. Obecnie spodziewana jest znaczna liczba wdrożeń systemów do elektronicznej obsługi dokumentacji medycznej w jednostkach związanych z ochroną zdrowia. Gdyby rozporządzenie regulujące termin wdrożenia tych rozwiązań zostało ponownie zmienione, wpłynęło by to zapewne na rezultaty generowane w obszarze ochrony zdrowia.
- **Presja na wzrost płac w sektorze IT.** Żądania płacowe informatyków powodują ciągłe zwiększanie się kosztów wynagrodzeń w spółkach z branży IT, co może negatywnie odbijać się na marżach realizowanych przez spółkę. Ponadto na tym rynku w związku z deficytem wykwalifikowanej kadry występuje wysoka konkurencja między firmami o pracowników, stwarza to także ryzyko niepozyskania wystarczającej liczby osób potrzebnych do realizacji kontraktów.
- **Ryzyko utraty kluczowej kadry.** Produkty oferowane przez spółkę oparte są o doświadczenie i know-how pracowników. W związku z dużym popytem na specjalistów w branży IT istnieje ryzyko odejścia kluczowej kadry i obniżenie konkurencyjności grupy Wasko na rynku.
- **Ryzyko koncentracji na rynku krajowym.** Wasko działa głównie na rynku polskim, przez co wyniki jakie jest w stanie uzyskiwać są uzależnione od koniunktury gospodarczej w Polsce.
- **Ryzyko kar umownych.** Wasko realizuje długoterminowe projekty o dużym stopniu złożoności, przez co jest narażone na skutki nieprawidłowego działania niektórych systemów oraz inne nietypowe zdarzenia. Może to powodować opóźnienia w realizacji kontraktów lub ich niezgodność z oczekiwaniami klientów.
- **Ryzyko związane z pracami badawczo-rozwojowymi.** W celu utrzymania przewagi konkurencyjnej spółki działające w sektorze informatycznym ponoszą znaczne nakłady badawczo rozwojowe. Niektóre z projektów mogą okazać się nietrafione przyczyniając się przez to do zwiększenia kosztów bez wyraźnego przełożenia na przychody generowane przez spółkę.
- **Spór z Głównym Inspektorem Transportu Drogowego.** W raporcie bieżącym z 14 kwietnia 2016 roku Wasko poinformowało o otrzymaniu z Sądu Okręgowego w Warszawie odpisu pozwu w sprawie o zapłatę noty obciążeniowej w wysokości 50,67 mln PLN wystawionej przez Główny Inspektorat Transportu Drogowego. Spór dotyczy kontraktu podpisanego w sierpniu 2012 na dostarczenie i montaż w pojazdach GITD mobilnych urządzeń rejestrujących oraz przeprowadzenie szkoleń załogi w zakresie obsługi tego sprzętu. Wartość kontraktu wyniosła 3,9 mln PLN. Prace zostały wykonane zgodnie z umową, dodatkowo Wasko udzieliło gwarancje na urządzenia. W grudniu 2014 do spółki wpłynęła nota obciążeniowa na kwotę 50,7 mln PLN z tytułu niedotrzymania gwarantowanego poziomu sprawności urządzeń. Wasko stoi na stanowisku, że naliczone kary są kompletnie bezpodstawne, ponieważ zgłaszane nieprawidłowości w działaniu urządzeń dotyczyły usterek, które nie były objęte gwarancją, a awarie były wynikiem niewłaściwej eksploatacji. Na podparcie swojego stanowiska Wasko przedstawiło ekspertyzy niezależnych instytucji i uczelni wyższych. W opublikowanym raporcie bieżącym 15/2014 spółka określiła żądania GITD jako absurdalne, gdyż za samą rzekomą zwłokę w naprawie 7 uchwytów do tabletów o łącznej wartości 700 PLN GITD żąda 28 mln PLN odszkodowania. Spółka nie uznaje tych roszczeń i odesłała notę obciążeniową do zamawiającego. W raporcie bieżącym z 5 grudnia 2016 roku Wasko poinformowało o kolejnej notcie obciążeniowej tym razem na kwotę 51,7 mln PLN, która także została uznana za bezzasadną i odesłana do GITD.

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ZA 3Q'16

Wasko dotkliwie odczuło spowolnienie koniunktury wywołane opóźnieniem w rozpisywaniu przetargów publicznych. Ponadto wyniki zeszłego roku były dla spółki rekordowe, przez co skala spadków jest tak wyraźna i wyniki generowane w okresie 1-3Q'15 stanowią poważny kontrast dla rezultatów z trzech pierwszych kwartałów 2016 roku. W samym 3Q'16 EBITDA skurczyła się o 69% r/r przy 61,5% spadku sprzedaży. Wzrosła natomiast marża brutto na sprzedaży zarówno w 3Q'16 jak i całym okresie 1-3Q'16. Wasko zawdzięcza taki stan rzeczy całkiem sporej ekspozycji na sektor przedsiębiorstw, gdzie biznes spółki cechuje się wyraźnie wyższą rentownością niż w pozostałych segmentach.

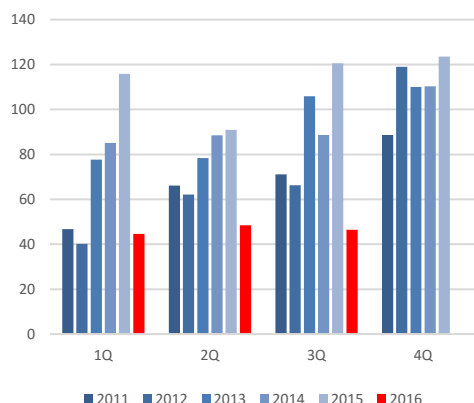
Największy spadek przychodów Wasko odczuło w administracji rządowej i samorządowej, edukacji oraz ochronie zdrowia, czyli obszarach całkowicie uzależnionych od finansowania publicznego. W całym 2015 roku te trzy dywizje odpowiadały łącznie za 59% przychodów, na co w znacznej mierze złożyła się finalizacja i końcowe rozliczenie kontraktów związanych z budową sieci światłowodowych. W 2016 roku liczba projektów w obszarze sieci szerokopasmowych będących do tej pory główną siłą napędową Wasko spadła niemal do zera.

Wyniki za 4Q'15

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	1-3Q'15	1-3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	120,6	46,4	-61,5%	327,3	139,3	-57,4%	437,6	267,5	-38,9%
Telekomunikacja	4,8	6,2	29,1%	15,2	20,8	36,4%	23,1	33,9	47,1%
Administracja rządowa i samorządowa	63,5	5,3	-91,6%	145,5	16,1	-88,9%	187,7	67,2	-64,2%
Bankowość i ubezpieczenia	4,3	5,1	17,5%	11,6	13,4	14,8%	19,5	19,6	0,8%
Sektor paliwo-energetyczny	1,5	1,3	-10,5%	3,2	5,2	64,4%	9,7	8,2	-15,5%
Edukacja	3,8	0,6	-84,6%	24,0	2,1	-91,3%	30,0	11,8	-60,8%
Transport	1,4	1,2	-16,1%	3,2	3,0	-7,0%	10,2	17,3	69,0%
Ochrona Zdrowia	11,2	1,5	-86,9%	32,6	5,1	-84,5%	45,4	8,3	-81,8%
Przemysł wydobywczy	14,4	13,4	-7,0%	43,7	46,5	6,4%	58,4	62,4	6,7%
Przedsiębiorstwa produkcyjne, usługowe, IT	15,7	11,9	-24,5%	43,6	27,2	-37,7%	51,1	38,9	-24,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	18,0	10,1	-43,9%	54,6	30,2	-44,7%	73,7	54,9	-25,6%
EBITDA	13,6	4,2	-69,0%	35,1	8,2	-76,5%	47,5	21,3	-55,1%
EBIT	8,9	0,6	-93,0%	23,4	-2,4	-	32,1	6,7	-79,0%
Wynik brutto	9,2	1,0	-88,7%	23,3	-0,7	-	31,6	8,1	-74,4%
Wynik netto	7,4	0,7	-90,1%	18,5	-1,2	-	24,8	6,7	-72,9%
Marża brutto	14,9%	21,8%		16,7%	21,7%		16,9%	20,5%	
Marża EBITDA	11,2%	9,1%		10,7%	5,9%		10,9%	8,0%	
Marża EBIT	7,4%	1,4%		7,2%	-1,7%		7,3%	2,5%	
Marża netto	6,1%	1,6%		5,7%	-0,9%		5,7%	2,5%	

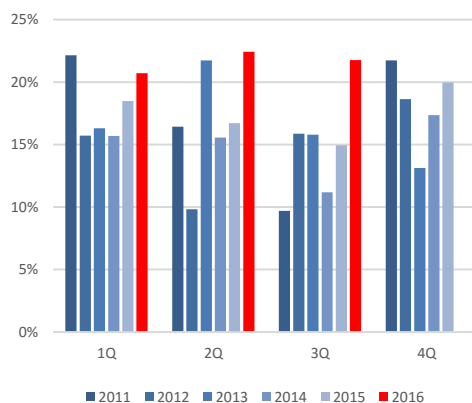
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



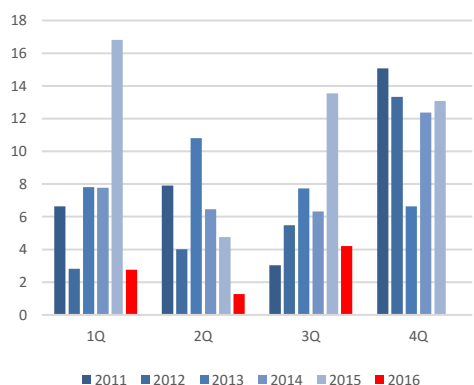
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu kwartalnym



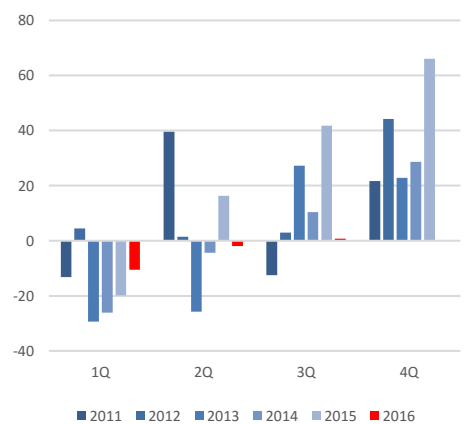
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Wynik EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



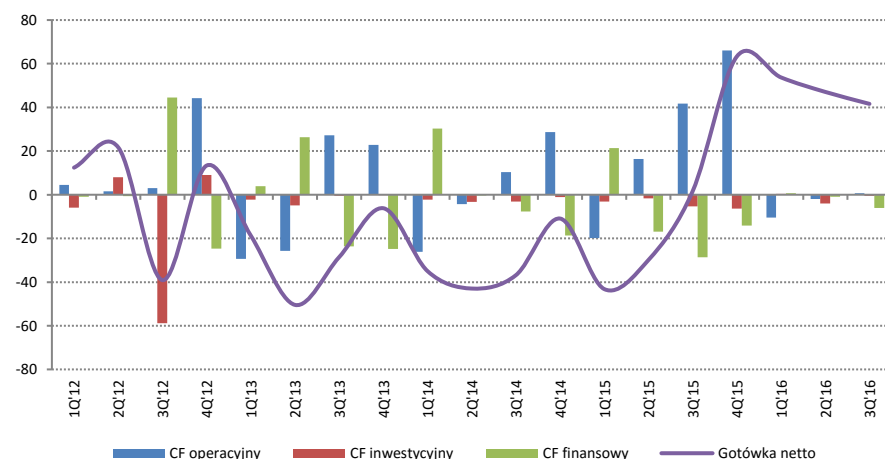
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Przepływy operacyjne w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Pozycja gotówkowa spółki [mln PLN]



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

Bilans [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	3Q'15	3Q'16
Aktywa Trwałe	175,4	165,2	160,1	149,6	151,8	143,6
Rzeczowe aktywa trwałe	90,2	87,2	86,4	82,5	83,8	80,2
Wartości niematerialne i prawne	74,2	70,3	63,1	50,5	55,5	44,9
Pozostałe	11,0	7,7	10,7	16,6	12,4	18,4
Aktywa Obrotowe	187,7	168,6	167,0	153,6	171,9	126,4
Zapasy	13,1	12,5	14,9	4,6	11,9	11,2
Należności handlowe	125,3	140,0	129,9	74,8	131,9	61,3
Gotówka i jej ekwiwalenty	43,2	12,9	15,5	65,0	19,5	43,0
Pozostałe	6,0	3,2	6,7	9,1	8,7	10,9
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	1,8	6,4	1,3	1,1	1,3	0,0
Aktywa razem	364,9	340,2	328,5	304,3	325,0	270,0
Kapitał własny	186,7	189,5	201,0	221,5	213,6	213,2
w tym udział mniejszości	7,4	8,5	8,6	4,6	4,8	4,4
Zobowiązania długoterminowe	30,2	7,7	20,2	5,0	3,8	3,5
Zobowiązania finansowe	21,1	2,1	16,4	0,5	1,1	0,5
Pozostałe	9,1	5,6	3,9	4,4	2,8	3,1
Zobowiązania Krótkoterminowe	147,9	143,0	107,3	77,8	107,6	53,3
Zobowiązania handlowe	81,8	72,7	56,2	29,1	49,2	20,2
Zobowiązania finansowe	8,8	17,0	10,1	1,2	16,8	0,9
Pozostałe	57,4	53,3	41,0	47,5	41,6	32,1
Pasywa razem	364,9	340,2	328,5	304,3	325,0	270,0

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

Wasko posiada komfortową sytuację płynnościową pozwalającą na regularne wypłacanie dywidend oraz swobodę w finansowaniu kapitału obrotowego. Daje to spółce dobrą pozycję wyjściową w przypadku ogłoszenia przetargów na rozbudowę sieci szerokopasmowych, które zwykle wymagają zaangażowania środków finansowych na długi okres. W obliczu problemów z płynnością niektórych konkurentów (np. Hawe), może się to okazać istotnym atutem w walce o nowe kontrakty. Wasko prowadzi także konserwatywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym, którego wartość na koniec 3Q'16 wyniosła 52,3 mln PLN.

Wartość wybranych aktywów netto

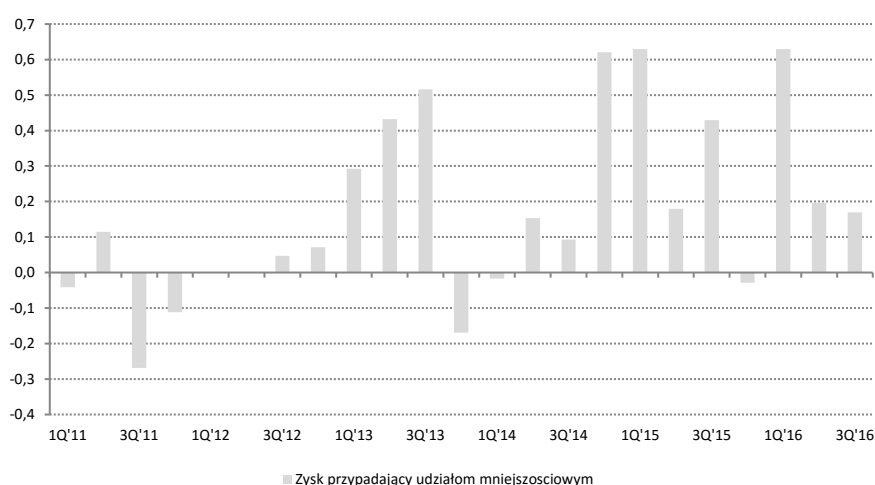
	Wartość na koniec 3Q'16
Gotówka	43,0
Zapasy	11,2
Należności	61,3
Zobowiązania handlowe	20,2
Zobowiązania finansowe	1,4
Budynki	45,8
Grunty	16,2
Nieruchomości inwestycyjne	6,7
Suma wartości wybranych aktywów [mln PLN]	162,6
Liczba akcji [mln szt.]	91,2
Wartość wybranych aktywów netto na akcję [PLN]	1,78

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI SPÓŁEK ZALEŻNYCH

Cechą charakterystyczną dla spółki jest wysoki udział wyników podmiotów zależnych w wyniku całej grupy kapitałowej. W skład grupy oprócz Wasko wchodzi również COIG, D2S i Gabos Software. Zdecydowanie największy wpływ na wynik grupy spośród spółek zależnych ma COIG, który został przejęty od Skarbu Państwa we wrześniu 2012 za 70,2 mln PLN, co stanowi około 3/4 obecnej kapitalizacji spółki. W wyniku transakcji Wasko posiadało 85% udziałów, co zaczęło się zmieniać od początku 2015 roku. W okresie 1-3Q'15 udziały w COIG wzrosły do 93,6%, a w listopadzie 2015 roku pojawił się komunikat prasowy o ich zwiększeniu do 94% w wyniku czego Skarb Państwa nie posiada już żadnych akcji tego podmiotu.

Gabos Software stanowi zaplecze kompetencyjne dla Grupy w obszarze ochrony zdrowia udziały w tej spółce są wyceniane na 3,5 mln PLN. Z kolei D2S, w którym Wasko posiada 50,05% udziałów powstało na potrzeby realizacji Dolnośląskiej Sieci Szerokopasmowej oraz innych projektów z zakresu budowy sieci światłowodowych, po odpisie dokonany w 2014 roku udziały w D2S nie wykazują żadnej wartości w bilansie Wasko.



PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Obecnie Wasko znajduje się w dość wymagającym okresie dla spółek z branży informatycznej, co jest rezultatem wyraźnie słabszej koniunktury w podmiotach finansowanych ze środków publicznych. Oczekujemy, że w 4Q'16 oraz 1H'17 nie przyniosą większego przełomu, a oczekiwany pozytywny wynik zostanie wygenerowany dzięki segmentowi przedsiębiorstw, telekomunikacji oraz bankowości i finansom. W 4Q'16 spodziewamy się erozji 40,3% erozji przychodów w ujęciu r/r, która wg nas przełoży się na 43,3% spadek EBITDA. W 4Q'15 mieliśmy dodatkowo wysoką bazę wywołaną zakończeniem i rozliczeniem niektórych kontraktów światłowodowych, co powoduje tak wyraźne osłabienie wyników. Prognozujemy, że kolejne kwartały przyniosą stopniową odbudowę, która ma być efektem zarówno niskiej bazy z 2016 roku jak również ożywienia koniunktury w administracji publicznej.

Segment wydobywco - przemysłowy

Oprócz znacznej ekspozycji na rynek administracji publicznej Wasko posiada także silne kompetencje w obszarze przedsiębiorstw. Swoje rozwiązania dostarcza zarówno do małych jak i dużych podmiotów, a w poprzednich okresach udało się spółce podpisać wieloletnie kontrakty na rozwój i utrzymanie systemów informatycznych w kilku przedsiębiorstwach wydobywczych. Jeszcze w 4Q'15 zostały podpisane kontrakty z KHW i JSW na kwoty odpowiednio 77,1 mln PLN i 27,2 mln PLN, a w czerwcu 2016 roku jedna ze spółek zależnych Wasko podpisała podobny kontrakt z PGG na kwotę 102,9 mln PLN.

Ochrona zdrowia

Dzięki przejściu Gabos Software, Wasko pozyskało silne kompetencje w zakresie dostarczenia usług informatycznych dla podmiotów z obszaru ochrony zdrowia. W tym segmencie spółce powinna pomóc powszechna informatyzacja szpitali i regulacje wymagające od wszystkich podmiotów świadczących usługi medyczne prowadzenie elektronicznej dokumentacji medycznej. Rozwój usług w zakresie e-zdrowia znalazł się w jednej z osi priorytetowych Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa, a w niektórych województwach już zostały uruchomione środki na projekty związane z informatyzacją służby zdrowia. Zakładamy, że pierwsze przetargi pojawią się jeszcze w 2017 roku.

Administracja rządowa i samorządowa

Oczekujemy, że 4Q'16 przyniesie najmocniejszą erozję rezultatów właśnie w segmencie administracji publicznej. Taki stan rzeczy jest efektem z wysokiej bazy wynikowej oraz kryzysu w tym segmencie wywołanego opóźnieniem w rozpisywaniu przetargów z nowej perspektywy UE. Uważamy jednak, że w najbliższych latach Wasko stanie się sporym beneficjentem Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa, w którym najwięcej środków zarezerwowano na rozbudowę infrastruktury sieciowej. Zdobyte know-how, znaczne wolne środki finansowe oraz problemy niektórych konkurentów pozwalają zakładać, że spółka wiele z tych kontraktów powinna pozyskać dla siebie.

Prognozy wyników [mln PLN]

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	123,6	44,6	48,4	46,4	73,7	45,9	47,8	57,1	108,9	450,9	213,2	259,6	323,1
Administracja rządowa i samorządowa	51,1	5,0	5,8	5,3	10,2	5,1	6,1	10,7	30,6	196,6	26,4	52,6	110,4
Sektor przemysłowy	30,5	25,6	26,7	26,6	32,3	26,1	25,2	28,6	33,0	121,0	111,2	112,8	114,3
Ochrona Zdrowia	3,2	2,0	1,6	1,5	3,2	2,2	1,9	4,4	15,9	35,8	8,3	24,4	26,9
Telekomunikacja	13,2	7,5	7,1	6,2	10,5	7,7	7,3	6,4	10,8	28,4	31,3	32,3	32,6
Edukacja	9,7	1,1	0,4	0,6	1,1	1,1	0,4	0,6	1,6	33,7	3,2	3,8	4,1
Transport	14,3	0,5	1,3	1,2	10,0	0,5	1,4	1,2	10,3	17,5	13,0	13,4	13,8
Bankowość i ubezpieczenia	6,3	3,0	5,3	5,1	6,5	3,1	5,4	5,2	6,7	17,9	19,8	20,4	21,0
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	9,2	10,8	10,1	14,6	8,8	10,4	11,4	17,7	79,3	44,8	48,3	56,6
EBITDA	13,1	2,8	1,3	4,2	7,4	3,5	4,9	5,6	11,0	48,2	15,7	24,8	31,8
EBIT	9,2	-0,7	-2,3	0,6	3,7	-0,3	1,1	1,8	7,3	32,6	1,2	9,9	16,8
Wynik brutto	8,8	-0,3	-1,4	1,0	3,9	0,0	1,5	2,2	7,6	32,1	3,2	11,3	17,3
Wynik netto	7,9	-0,4	-1,5	0,7	3,2	0,0	1,2	1,8	6,2	26,4	2,0	9,2	14,0
Marża brutto	20,0%	20,7%	22,4%	21,8%	19,7%	19,2%	21,8%	20,0%	16,2%	17,6%	21,0%	18,6%	17,5%
Marża EBITDA	10,6%	6,2%	2,6%	9,1%	10,1%	7,5%	10,2%	9,7%	10,1%	10,7%	7,3%	9,6%	9,8%
Marża EBIT	7,4%	-1,7%	-4,7%	1,4%	5,0%	-0,7%	2,3%	3,2%	6,7%	7,2%	0,6%	3,8%	5,2%
Marża netto	6,4%	-0,9%	-3,2%	1,6%	4,3%	0,1%	2,5%	3,1%	5,7%	5,9%	0,9%	3,5%	4,3%

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa Trwałe	160,1	149,6	144,2	144,9	146,0	147,7	149,7	151,7	153,6	155,5	157,4	159,1	160,9
Wartości niematerialne i prawne	63,1	50,5	45,2	45,4	45,8	46,4	47,1	47,8	48,5	49,2	49,9	50,5	51,1
Rzeczowe aktywa trwałe	86,4	82,5	80,7	81,1	81,8	82,9	84,2	85,5	86,7	87,9	89,1	90,2	91,4
Pozostałe aktywa trwałe	10,7	16,6	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Aktywa obrotowe	167,0	153,6	123,3	131,7	144,7	152,6	157,7	161,0	159,4	157,8	156,2	154,7	153,3
Zapasy	14,9	4,6	5,9	7,2	9,0	9,4	9,6	9,8	9,9	10,0	10,1	10,2	10,3
Należności handlowe	129,9	74,8	53,3	64,9	80,8	84,5	86,4	88,1	88,9	89,7	90,6	91,5	92,4
środki pieniężne	15,5	65,0	53,2	48,7	44,0	47,8	50,7	52,1	49,6	47,1	44,6	42,2	39,8
Pozostałe aktywa obrotowe	6,7	9,1	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	328,5	304,3	267,6	276,6	290,7	300,4	307,3	312,7	313,0	313,3	313,6	313,9	314,2
Kapitały własne	201,0	221,5	216,4	221,9	231,3	239,8	246,2	251,1	251,1	251,2	251,2	251,3	251,3
Zobowiązania długoterminowe	20,2	5,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Zobowiązania krótko terminowe	107,3	77,8	48,1	51,6	56,4	57,5	58,1	58,6	58,8	59,1	59,3	59,6	59,8
Zobowiązania handlowe	56,2	29,1	16,0	19,5	24,2	25,4	25,9	26,4	26,7	26,9	27,2	27,4	27,7
Pozostałe zobowiązania	51,1	48,7	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1
Pasywa razem	328,5	304,3	267,6	276,6	290,7	300,4	307,3	312,7	313,0	313,3	313,6	313,9	314,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	372,5	450,9	213,2	259,6	323,1	338,0	345,6	352,5	355,7	359,0	362,4	365,8	369,4
Koszt własny sprzedaży	316,3	371,6	168,4	211,3	266,6	280,1	286,9	293,0	295,8	298,6	301,5	304,5	307,6
Zysk brutto ze sprzedaży	56,2	79,3	44,8	48,3	56,6	57,9	58,7	59,4	59,9	60,4	60,8	61,3	61,8
Koszty sprzedaży i marketingu	17,0	19,7	20,1	18,4	19,4	18,6	19,0	19,4	19,6	19,7	19,9	20,1	20,3
Koszty ogólnego zarządu	17,3	21,9	18,5	20,0	20,4	20,6	20,8	21,0	21,2	21,4	21,7	21,9	22,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,0	-5,0	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	32,9	48,2	15,7	24,8	31,8	33,9	34,3	34,6	34,9	35,2	35,5	35,9	36,2
EBIT	18,9	32,6	1,2	9,9	16,8	18,7	18,9	19,0	19,1	19,2	19,3	19,3	19,4
Saldo działalności finansowej	-0,4	-0,5	2,0	1,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Wynik brutto	18,6	32,1	3,2	11,3	17,3	19,2	19,4	19,5	19,6	19,7	19,7	19,8	19,9
Wynik netto	13,5	26,4	2,0	9,2	14,0	15,5	15,7	15,8	15,9	15,9	16,0	16,0	16,1
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	8,6	104,4	4,1	13,3	16,1	27,7	29,5	30,0	31,1	31,3	31,6	31,8	32,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,6	-16,4	-8,3	-14,1	-16,2	-16,9	-17,3	-17,6	-17,8	-17,9	-18,1	-18,3	-18,5
Przepływy z działalności finansowej	3,6	-38,5	-7,6	-3,6	-4,6	-7,0	-9,3	-11,0	-15,8	-15,9	-15,9	-16,0	-16,0
Przepływy pieniężne netto	2,6	49,5	-11,9	-4,5	-4,6	3,8	2,9	1,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4
Środki pieniężne na początek okresu	12,9	15,5	65,1	53,2	48,7	44,0	47,8	50,7	52,1	49,6	47,1	44,6	42,2
Środki pieniężne na koniec okresu	15,5	65,1	53,2	48,7	44,0	47,8	50,7	52,1	49,6	47,1	44,6	42,2	39,8

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Dane Finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	0,2%	21,0%	-52,7%	21,8%	24,4%	4,6%	2,2%	2,0%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-0,2%	46,4%	-67,5%	58,7%	28,0%	6,5%	1,1%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	1,0%	72,1%	-96,2%	693,0%	69,4%	11,5%	1,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%
Zysk netto zmiana r/r	60,0%	95,4%	-92,5%	360,4%	52,3%	10,9%	1,1%	0,9%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
Marża brutto na sprzedaży	15,1%	17,6%	21,0%	18,6%	17,5%	17,1%	17,0%	16,9%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,7%
Marża EBITDA	8,8%	10,7%	7,3%	9,6%	9,8%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Marża EBIT	5,1%	7,2%	0,6%	3,8%	5,2%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża netto	3,6%	5,9%	0,9%	3,5%	4,3%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
COGS/przychody	84,9%	82,4%	79,0%	81,4%	82,5%	82,9%	83,0%	83,1%	83,2%	83,2%	83,2%	83,2%	83,3%
SG&A/ przychody	9,2%	9,2%	18,1%	14,8%	12,3%	11,6%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
SG&A/COGS	10,8%	11,2%	22,9%	18,2%	14,9%	14,0%	13,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
ROE	6,7%	11,9%	0,9%	4,1%	6,0%	6,5%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%
ROA	4,1%	8,7%	0,7%	3,3%	4,8%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Dług	26,4	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	11,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	13,2%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	6,9%	3,3%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	10,9	-63,3	-53,2	-48,7	-44,0	-47,8	-50,7	-52,1	-49,6	-47,1	-44,6	-42,2	-39,8
Dług netto / Kapitał własny	5,4%	-28,6%	-24,6%	-21,9%	-19,0%	-19,9%	-20,6%	-20,8%	-19,8%	-18,8%	-17,8%	-16,8%	-15,8%
Dług netto / EBITDA	33,1%	-131,4%	-339,7%	-195,8%	-138,5%	-141,2%	-148,1%	-150,6%	-142,0%	-133,7%	-125,6%	-117,7%	-110,0%
Dług netto / EBIT	57,6%	-194,2%	-4258,6%	-491,4%	-262,5%	-255,5%	-268,5%	-274,0%	-259,7%	-245,6%	-231,7%	-218,1%	-204,6%
EV	126,7	52,5	62,6	67,1	71,8	68,0	65,1	63,7	66,2	68,7	71,2	74,9	78,6
Dług / EV	20,9%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	2,9%	2,4%	5,1%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX/Amortyzacja	77,4%	68,9%	75,9%	104,2%	107,6%	111,5%	112,5%	113,0%	112,3%	111,7%	111,2%	110,8%	110,5%
Amortyzacja/Przychody	3,8%	3,5%	6,8%	5,8%	4,6%	4,5%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Zmiana KO/Przychody	2,4%	-8,5%	-3,3%	3,6%	4,0%	0,9%	0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	1353,2%	-48,9%	3,0%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P.E	8,6	4,6	140,0	13,6	8,7	7,8	7,7	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,7
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/CE	4,2	2,8	7,6	4,9	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
EV/EBITDA	3,8	1,1	4,0	2,7	2,3	2,0	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2
EV/EBIT	6,7	1,6	50,1	6,8	4,3	3,6	3,4	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0
EV/S	0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	2,1	2,4	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
EPS	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Dywidenda [mln PLN]	0,9	3,6	6,4	3,6	4,6	7,0	9,3	11,0	15,8	15,9	15,9	16,0	16,0
DPS	0,01	0,04	0,07	0,04	0,05	0,08	0,10	0,12	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
DYield	0,8%	3,1%	5,5%	3,1%	4,0%	6,0%	8,0%	9,5%	13,7%	13,7%	13,8%	13,7%	13,5%
Payout ratio	10,8%	27,0%	24,1%	50,0%	50,0%	50,0%	60,0%	70,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

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

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	2,05	Akumuluj	2,51	20.01.2017	09:39 CEST	1,27	53 655
Akumuluj	2,51	Kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914
Kupuj	2,51	-	-	18.12.2015		1,92	45 684

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

Kupuj	2	67%
Akumuluj	1	33%
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

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, jaką 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.

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).

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 portfelową 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 20.01.2017 roku (09:39 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 25.01.2017 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 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 20.01.2017 roku:

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

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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.