



Dom Maklerski BDM S.A.

QUMAK

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO REDUKUJ)

WYCENA 7,74 PLN

07 MARCA 2017, 14:55 CEST

W kontekście nadchodzącej poprawy koniunktury w segmencie infrastruktury IT w latach 2018 – 2020 z optymizmem patrzymy na perspektywę Qumaka w tym okresie. Z kolei w 2017 roku mają być widoczne pierwsze efekty prowadzonej restrukturyzacji, co według nas pozwoli na wygenerowanie dodatniego wyniku operacyjnego. Dotychczasowe warunki rynkowe były dla Qumaka bardzo wymagające i wyraźnie odbiły się na raportowanych wynikach. W rezultacie w ostatnich kwartałach kurs spółki znajdował się w trendzie spadkowym, co spowodowało jej wycenę na atrakcyjnie według nas poziomy. Dlatego zdecydowaliśmy się na podniesienie zalecenia dla Qumaka do „Kupuj” ustalając cenę docelową na poziomie 7,74 PLN za akcję.

Na rozczarowujące wyniki Qumaka w ostatnich okresach nałożył się szereg czynników. W 2016 roku najważniejszym z nich była dekoniunktura na rynku zamówień publicznych. Przyczyną było opóźnienie w rozpisywaniu przetargów finansowanych z nowej perspektywy środków unijnych. Prognozujemy, że w całym 2016 roku spadek przychodów wyniósł 38%, a strata netto sięgnęła 10,3 mln PLN. W latach 2014 – 2015 na słabe rezultaty wpłynęły problemy związane z realizacją niektórych kontraktów (e-DŚ, ISOK). Ponadto została dokonana korekta wyników związana ze zmianą dotychczasowego ujmowania kosztów realizacji kontraktów długoterminowych. Obciążała ona wyniki lat 2014 – 2015.

Na początku 2017 roku opublikowana została nowa strategia, która obejmuje lata 2017 – 2020. Jednym z założeń w niej zaprezentowanych jest zwiększenie udziału outsourcingu w skonsolidowanej sprzedaży do 20%. To działanie oceniamy bardzo pozytywnie, ponieważ dotychczas jednym z problemów Qumaka było niewystarczające wykorzystanie zasobów podczas słabszej koniunktury. Dodatkowo zarząd podjął działania zmierzające do poprawienia efektywności struktury organizacyjnej oraz zaczął ograniczać zatrudnienie w działach wspierających bieżącą działalność. Powinno to w całym 2017 roku przynieść około 4 mln PLN oszczędności. Z uwagi na ograniczanie kosztów oraz rozbudowę segmentu outsourcingowego, zakładamy wygenerowanie zysku operacyjnego już w 2017 roku. Dodatkowo przepływy pieniężne w 1Q'17 powinny zostać wsparte przez zwrot VAT zapłaconego z tytułu faktury wystawionej za piąty etap ISOK. Od 2018 roku Qumak może wejść na ścieżkę dynamicznej poprawy wyników za sprawą lepszej koniunktury na rynku zamówień publicznych. Jeśli chodzi o branżę informatyczną, to w pierwszej kolejności powinna być odczuwalna poprawa w obszarze ochrony zdrowia oraz systemów IT dla samorządów. W nieco późniejszej perspektywie ożywienie powinno dotknąć także segment inwestycji infrastrukturalnych. Tutaj Qumak posiada kompetencje w takich obszarach jak systemy ITS, infrastruktura lotnicza oraz automatyka budynkowa. Dlatego istotnego wpływu przetargów z nowej perspektywy finansowej UE na wyniki Qumaka oczekujemy od 2018 roku.

Wycena DCF [PLN]	8,35
Wycena porównawcza [PLN]	6,31
Wycena końcowa [PLN]	7,74
Potencjał do wzrostu / spadku	20,9%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	6,40
Kapitalizacja [mln PLN]	66,4
Ilość akcji [mln. szt.]	10,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,68
Stopa zwrotu za 3 mc	26,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	2,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	1,9%
Struktura akcjonariatu:*	
Altus TFI	10,0%
Nationale-Nederlanden PTE	10,0%
PTE Allianz Polska	9,5%
Aviva PTE	9,3%
OFE PZU	5,4%
Pozostali	55,8%

Marek Jurzec

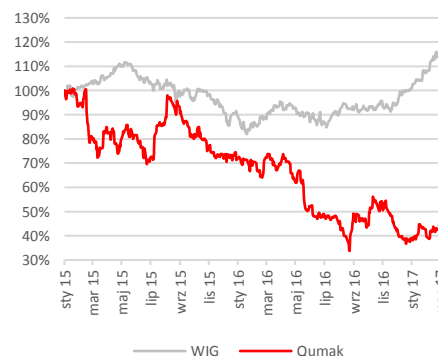
tel. (032) 20-81-435

e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	562,2	720,9	446,7	479,6	572,8	610,1
EBITDA [mln PLN]	-5,3	-4,8	1,5	6,0	12,4	14,1
EBIT [mln PLN]	-8,2	-8,3	-2,6	2,0	8,2	9,8
Wynik netto [mln PLN]	-7,7	-8,7	-10,3	1,2	5,9	7,3
P/BV	1,0	1,2	1,5	1,5	1,3	1,1
P/E	-	-	-	54,7	11,3	9,1
EV/EBITDA	-	-	47,6	11,0	5,5	4,5
EV/EBIT	-	-	-	33,2	8,3	6,5



SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OPIS RYZYK.....	8
WYNIKI ZA 3Q'16.....	9
PORTFEL ZLECEŃ.....	10
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY.....	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	13

PODSUMOWANIE

Wyceny Qumaka dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i analizę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2017 -2019 dała wycenę jednej akcji na poziomie 6,31 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 8,35 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Cena końcowa wynosi 7,74 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą	30%	6,31
Wycena metodą DCF	70%	8,35
Wycena 1 akcji [PLN]		7,74

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W obliczu poprawy koniunktury na rynku zamówień publicznych uważamy Qumak za ciekawą propozycję inwestycyjną. Szczególnie zwracamy uwagę na obszar inwestycji informatyczno-infrastrukturalnych, gdzie podmioty informatyczne powinny odczuć poprawę już na przełomie 2017 i 2018 roku. Spółka posiada ekspozycję na ten segment poprzez kompetencje z zakresu systemów ITS i infrastruktury lotniskowej. Szacujemy, że w obecnej perspektywie finansowej na projekty z zakresu szeroko rozumianego smart city, wydane zostanie około 18 mld PLN. Jeszcze w 2017 roku jest szansa na uruchomienie projektów o łącznej wartości około 180 mln PLN. Okazji do poprawy upatrujemy również w segmencie infrastruktury lotniskowej, jednak oczekujemy, że będzie to duża liczba małych kontraktów, jak np. lądowiska dla śmigłowców, bądź budowa ośrodków radiowych i stacji multilateracyjnych.

Ostatnie okresy były dla Qumaka bardzo wymagające i wynikały z problemów podczas realizacji dużych projektów oraz kryzysu w administracji publicznej. Qumak jako podmiot realizujący zdecydowaną większość sprzedaży dzięki kontraktom z sektorem publicznym, silnie odczuł obecny kryzys w tym segmencie rynku. Erozja portfela zamówień skutkowała utratą rentowności i szacujemy, że taki stan utrzyma się jeszcze w 1H'17. W całym 2017 roku Qumak powinien już odczuć pierwsze efekty działań restrukturyzacyjnych, które mają skutkować obniżeniem kosztów o około 4 mln PLN. Dodatkowo rozwój usług outsourcingowych ma docelowo poprawić efektywność wykorzystania zasobów spółki. Dlatego w 2017 roku prognozujemy 7,4% r/r wzrost przychodów oraz wygenerowanie EBITDA na poziomie 6,0 mln PLN.

W styczniu 2017 roku została przyjęta strategia na lata 2017 – 2020, której głównym założeniem jest lepsze wykorzystanie obecnych zasobów oraz oparcie rozwoju na produktach własnych. Jako cele nowej strategii przyjęto:

- 20 mln PLN zysku operacyjnego w 2020 roku
- 20% marży realizowanej na produktach własnych
- 20% marży generowanej dzięki kontraktom outsourcingowym
- 20% udziału sprzedaży zagranicznej
- 60% przychodów osiągniętych ze sprzedaży do klientów z sektora komercyjnego
- Osiągnięcie dodatniej rentowności operacyjnej już w 2017 roku

Zgodnie z nową strategią Qumak powinien rozwijać sprzedaż usług własnych. Pierwszym skomercjalizowanym produktem ma być symulator lokomotywy, a umowy na dostawę pierwszych tego typu rozwiązań mają pojawić się jeszcze w tym roku. Oprogramowanie do tych urządzeń jest własnością spółki, więc szacujemy, że marża brutto na sprzedaży tych rozwiązań może wynieść około 20% - 30%. Są to poziomy zdecydowanie wyższe od tych, które spółce obecnie udaje się osiągać. Dotychczasowa marża brutto na sprzedaży nie przekraczała 6% rocznie. Qumak może liczyć także na rynek magazynów energii. Jednak w naszej ocenie jest to nieco bardziej odległa perspektywa, ponieważ kontrakt z Energią na budowę magazynu energii był jak na razie pilotażem.

Poziom 20 mln PLN rocznego EBIT już w 2020 roku oceniamy z tej obecnej perspektywy jako bardzo ambitny. Do zrealizowania tego celu Qumak może potrzebować zdecydowanie szybszego wdrażania rozwiązań własnych. Obecnie gotowym produktem jest symulator lokomotywy, którego pierwsze sztuki mają szansę trafić do klientów na przełomie 2017 i 2018 roku. W obecnej strategii Qumak podkreślił także znaczenie rynku magazynów energii. Według szacunków spółki w samym 2017 roku ten rynek powinien osiągnąć wartość około 50 mln PLN. My dość ostrożnie podchodzimy do zapowiedzi Qumaka dotyczących ekspansji w tym obszarze. Uważamy, że po licznych rozsadach kadrowych w polskich spółkach energetycznych, duże projekty informatyczno-infrastrukturalne mogą się jeszcze przesunąć w czasie. Ponadto w przypadku pojawienia się w Polsce rynku na magazyny energii oraz usługi bilansujące, może on być silnie penetrowany przez duże podmioty zagraniczne. Do UOKiK wpłynął już wniosek firm Bosch i EnBW Energie o utworzenie Joint Venture, które miałyby się zajmować instalacją i obsługą urządzeń magazynujących energię. W Niemczech podobne rozwiązania już funkcjonują i tamtejsze podmioty mogą wykorzystywać swoje know-how przy budowie magazynów energii w Polsce.

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 utrzymania długu netto na poziomie zbliżonym do tego z końca 3Q'16. Wpłynąć na to powinno wygenerowanie dodatniego EBITDA oraz spłata zobowiązań względem podwykonawców we wcześniejszych okresach. Nie spodziewamy się także istotnego wzrostu nakładów inwestycyjnych.
- W 1Q'17 oczekujemy odzyskania 5 mln PLN podatku VAT zapłaconego z tytułu wystawienia faktury za piąty etap ISOK, która jednak nie została uznana.
- W roku 2017 oczekujemy umiarkowanej poprawy sprzedaży, która powinna wynikać głównie ze wzrostu sprzedaży usług outsourcingowych. Oczekujemy, że dodatkowym czynnikiem wspierającym wyniki będzie prowadzona restrukturyzacja, która ma doprowadzić do ograniczenia kosztów.
- Od 2018 roku spodziewamy się poprawy koniunktury w projektach informatyczno-infrastrukturalnych. Qumak powinien liczyć głównie na kontrakty w zakresie inteligentnych systemów transportowych oraz infrastruktury lotniczej. Szacujemy, że wpływ na przychody z tytułu nowych umów pojawi się już w 2018 roku i zapewni spółce wzrost wyników także w kolejnych latach objętych nową strategią.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Poziomy zapasów oraz zobowiązań i należność handlowych zostały obliczone na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%
- Dług (gotówka) netto został przyjęty na prognozowanym poziomie z końca 2016.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 10,4 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 7 marca 2017.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 8,35 PLN

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	479,6	572,8	610,1	628,0	645,2	662,8	670,3	677,9	685,7	693,8
EBIT[mln PLN]	2,0	8,2	9,8	10,5	11,1	11,8	11,3	11,5	11,7	11,9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,4	1,6	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3
NOPLAT[mln PLN]	1,6	6,7	7,9	8,5	9,0	9,5	9,2	9,3	9,5	9,6
Amortyzacja [mln PLN]	4,0	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6
CAPEX [mln PLN]	-4,8	-4,6	-4,6	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7	-4,8	-4,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	3,3	-8,1	-2,2	-1,0	-1,0	-1,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
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]	4,1	-1,8	5,4	7,4	7,8	8,2	8,5	8,6	8,7	8,9
DFCF [mln PLN]	3,8	-1,6	4,3	5,4	5,2	5,1	4,8	4,5	4,2	3,9
Suma DFCF [mln PLN]	39,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	115,4									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	50,4		Wzrost w okresie rezydualnym			1%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	90,0									
Dług netto 2016P [mln PLN]	3,3									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	86,7									
liczba akcji [mln szt.]	10,4									
Wartość na akcje [PLN]	8,35									

Przychody zmiana r/r	7,4%	19,4%	6,5%	2,9%	2,7%	2,7%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-	314,5%	19,0%	6,8%	6,0%	5,8%	-3,5%	1,5%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	-	-	-	35,3%	6,1%	5,3%	3,2%	1,4%	1,5%	1,5%
Marża EBITDA	1,3%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża EBIT	0,4%	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża NOPLAT	0,3%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Przychody	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	119,0%	109,9%	107,6%	101,9%	104,3%	106,2%	106,1%	106,0%	106,0%	105,9%
Zmiana KO / Przychody	-0,7%	1,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,9%	8,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	87,6%	88,1%	91,1%	93,4%	95,4%	97,3%	99,1%	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	12,4%	11,9%	8,9%	6,6%	4,6%	2,7%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	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	7,84	8,32	8,90	9,64	10,61	11,93	13,83	16,82	22,21
	0,8	7,39	7,80	8,31	8,94	9,75	10,83	12,34	14,60	18,38
	0,9	6,98	7,34	7,78	8,32	9,00	9,90	11,12	12,88	15,65
	1	6,61	6,92	7,30	7,77	8,35	9,10	10,10	11,50	13,60
	1,1	6,26	6,54	6,88	7,28	7,78	8,42	9,24	10,37	12,00
	1,2	5,95	6,19	6,49	6,84	7,27	7,81	8,51	9,43	10,73
	1,3	5,65	5,88	6,14	6,45	6,82	7,28	7,87	8,64	9,69

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%	8,34	8,89	9,57	10,45	11,61	13,25	15,70	19,78	27,95
	4%	7,39	7,80	8,31	8,94	9,75	10,83	12,34	14,60	18,38
	5%	6,61	6,92	7,30	7,77	8,35	9,10	10,10	11,50	13,60
	6%	5,95	6,19	6,49	6,84	7,27	7,81	8,51	9,43	10,73
	7%	5,39	5,58	5,81	6,09	6,41	6,82	7,32	7,96	8,82
	8%	4,90	5,06	5,25	5,46	5,71	6,02	6,39	6,85	7,45
	9%	4,49	4,62	4,77	4,94	5,13	5,37	5,65	6,00	6,43

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%	13,92	13,07	12,30	11,61	10,99	10,42	9,91	9,44	9,00
	4%	12,06	11,19	10,42	9,75	9,14	8,60	8,12	7,68	7,27
	5%	10,61	9,75	9,00	8,35	7,78	7,27	6,82	6,41	6,05
	6%	9,44	8,60	7,89	7,27	6,74	6,26	5,84	5,47	5,13
	7%	8,48	7,68	7,00	6,41	5,91	5,47	5,08	4,74	4,43
	8%	7,68	6,91	6,26	5,71	5,24	4,83	4,47	4,15	3,87
	9%	7,00	6,26	5,65	5,13	4,69	4,31	3,97	3,68	3,42

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

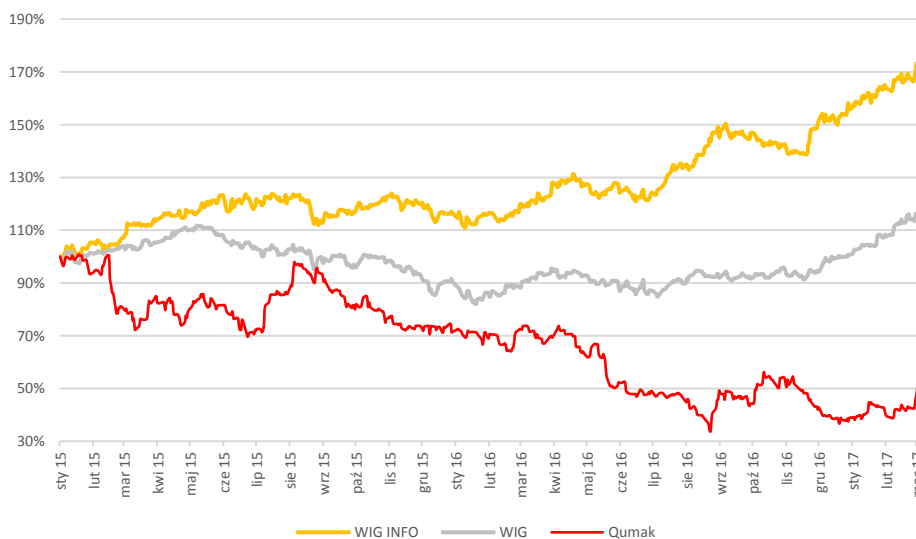
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2017 -2019 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Qumaka. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA,. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 33% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 6,31 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Atende	12,1	10,1	9,8	6,6	5,6	5,3
Asseco BS	17,6	16,3	15,5	11,0	10,4	10,0
Comarch	18,3	17,0	15,5	8,1	7,3	6,7
Comp	21,4	6,8	6,8	10,7	5,5	5,1
Sygnity	30,5	16,8	9,3	5,6	5,8	5,0
Asseco Poland	13,2	12,3	11,6	8,0	7,3	7,0
Wasko	180,8	17,6	11,2	6,2	4,1	3,3
Mediana	18,3	16,3	11,2	8,0	5,8	5,3
Qumak	54,7	11,3	9,1	11,0	5,5	4,5
Premia/dyskonto do mediany	199,2%	-31,1%	-19,4%	37,6%	-5,3%	-14,3%
Wycena wg wskaźnika	2,1	9,3	7,9	4,7	6,8	7,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		6,39			6,22	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	6,31					

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

Zachowanie kursu spółki względem WIG i WIG-informatyka



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

OPIS RYZYK

- **Ryzyko przetargów publicznych.** W rezultacie znacznej ekspozycji na sektor administracji publicznej, wyniki Qumaka są bardzo wrażliwe na koniunkturę na tym rynku. Ewentualne dalsze opóźnienia w realizacji projektów finansowanych ze środków z nowej perspektywy finansowej UE może w dalszym ciągu negatywnie odbijać się na wynikach.
- **Ryzyko związane z koncentracją na rynku krajowym.** Qumak prawie całość sprzedaży kieruje na rynek krajowy, przez co jego wyniki są uzależnione od koniunktury gospodarczej w Polsce.
- **Ryzyko wejścia dużych spółek z branży IT do nisz rynkowych.** Dynamiczny wzrost wolumenów sprzedaży w poprzednich latach był możliwy dzięki skoncentrowaniu się na niszowych branżach (infrastruktura lotnicza, ekspozycje multimedialne), w których konkurencja jest niewielka. Wejście na rynek dużych graczy może negatywnie odbić się na marżach oraz przychodach, jakie Qumak jest w stanie generować w poszczególnych segmentach.
- **Ryzyko kar umownych.** Qumak realizuje znaczną ilość złożonych projektów informatycznych, gdzie efekt końcowy zależy od bardzo wielu czynników. Niewłaściwe działanie niektórych systemów, błędy popełnione podczas ustalania warunków kontraktów oraz inne nieprzewidziane czynniki narażają spółkę na opóźnienia w realizacji zleceń bądź działanie budowanych systemów niezgodnie z oczekiwaniami klientów. Może to powodować pojawianie się niespodziewanych kosztów w związku z realizacją kontraktów i negatywnie odbijać się na wynikach raportowanych przez spółkę.
- **Rosnąca presja płacowa w sektorze IT.** Niedobór wykwalifikowanych specjalistów na rynku powoduje rosnącą presję na wzrost wynagrodzeń, co jest mocno odczuwalne przez firmy działające w sektorze informatycznym. Dodatkowo duża konkurencja między firmami o pracowników stwarza ryzyko niepozyskania wystarczających zasobów ludzkich niezbędnych do realizacji zleceń. Ponadto działalność podmiotów z sektora informatycznego opiera się na kapitale intelektualnym pracowników, przez co wzmożona konkurencja może prowadzić do odejścia kluczowej kadry i w rezultacie doprowadzić do utraty przewag konkurencyjnych.
- **Spór z KZGW.** Qumak realizował dla KZGW projekt ISOK, na który zawieszono rezerwy w wysokości 7,6 mln PLN, które obciążały wyniki za 2015 rok. Spółka nie przewiduje zawiązywania kolejnych rezerw, a obecny spór z zamawiającym dotyczy ostatniego piątego etapu. Po odebraniu przez KZGW pierwszych czterech etapów Qumak miał przystąpić do piątego, który polegał na wdrożeniu stworzonego już systemu. We wrześniu 2016 roku spółka wystawiła fakturę za piąty etap na kwotę 23 mln PLN, czego KZGW nie uznało. W związku z tym sprawa została skierowana na drogę sądową. Qumak domaga się zapłaty 29,5 mln PLN wraz z odsetkami, a KZGW wezwał spółkę do zapłaty 15,2 mln PLN.
- **Finansowanie kapitału obrotowego.** W rok 2016 spółka wchodziła z 59 mln PLN gotówki netto. Jednak na skutek słabego roku i konieczności spłaty podwykonawców, na bilansie obecnie znajduje się dług netto. Na tle konkurencji (Wasko) spółka ma więc dużo mniej swobody w finansowaniu kapitału obrotowego potrzebnego do realizacji dużych projektów, które mogą pojawić się już na przełomie 2017 i 2018 roku. Słabe wyniki, które spółka raportowała w ostatnich latach mogą utrudniać spółce pozyskiwanie środków ze źródeł zewnętrznych.
- **Rezerwy na e-DŚ.** Po zawarciu umowy związanej z projektem e-dolnośląskie, Qumak zinventaryzował aktywa o wartości 29,7 mln PLN. Z tej kwoty od razu odpisano 18 mln PLN, a pozostałą część zapasów postanowiono skomercjalizować przy innych projektach. Gdyby spółce się to nie udało, można oczekiwać zwiększenia rezerw związanych z tym projektem.

WYNIKI ZA 3Q'16

Już od dłuższego czasu Qumak raportował rozczarowujące wyniki, na co wpływał kryzys w obszarze administracji publicznej. Dotychczas spółka generowała większość przychodów dzięki realizacji projektów w obszarach takich jak, infrastruktura lotniskowa, ekspozycje multimedialne, czy rozwiązania IT dla administracji publicznej, gdzie popyt jest silnie uzależniony od wielkości dostępnych środków publicznych. W 3Q'16 skutkowało to 29,8% spadkiem przychodów r/r, a w całym okresie 1-3Q'16 skurczyły się one o 43,8% w relacji do analogicznego okresu roku poprzedniego. Oprócz słabego rynku na niższą sprzedaż wpłynęło przesunięcie w realizacji niektórych kontraktów. Na raportowany EBITDA wpływ miały dwa czynniki. Pierwszym było odzyskanie należności za prace przy Stadionie Narodowym w wysokości 6,4 mln PLN. Z drugiej strony spór z KZGW miał negatywny wpływ na przepływy pieniężne Qumaka. Spółka wystawiła fakturę na 23 mln PLN i zapłaciła z tego tytułu 5 mln PLN VAT, jednak zamawiający nie uznał tej faktury i spółka nie mogła jej rozpoznać w przychodach.

W skali całego okresu 1-3Q'16 największe spadki w sprzedaży dotknęły segment infrastruktury lotniczej, który skurczył się o 83,7% r/r. Wynika to ze sfinalizowania dużych projektów na największych lotniskach w kraju. Na przeciwnym biegunie znalazły się ekspozycje multimedialne, gdzie wzrost w tym okresie wyniósł 61%. Innym segmentem w którym udało się jeszcze zwiększyć przychody r/r był obszar budowy data center. We wszystkich pozostałych obszarach w 1-3Q'16 Qumak odnotował kilkudziesięcioprocentową erozję przychodów.

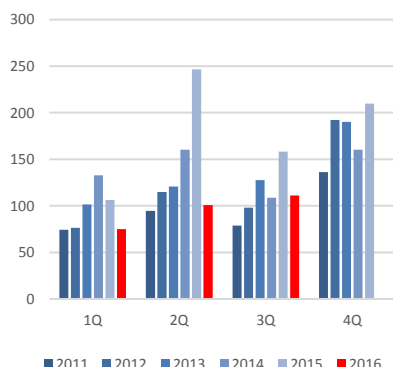
Generowanie słabych wyników oraz konieczność spłaty podwykonawców negatywnie wpłynęły także na przepływy pieniężne. 4Q'15 spółka zakończyła z 59 mln PLN gotówki netto, a w wyniku generowanych strat oraz konieczności spłaty podwykonawców, na koniec 3Q'16 pojawił się już dług netto na poziomie 1,8 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki Qumaka za 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	1Q' - 3Q'15	1Q' - 3Q'16	zmiana r/r	4Q'14 - 3Q'15	4Q'15 - 3Q'16	zmiana r/r
Przychody	158,2	111,0	-29,8%	510,9	287,1	-43,8%	671,3	497,0	-26,0%
Data Center	21,2	23,2	9,1%	49,2	55,0	12,0%	64,2	92,8	44,5%
Infrastruktura lotnicza	25,6	9,4	-63,4%	130,9	21,4	-83,7%	153,2	55,8	-63,6%
BMS i technologie budynkowe	28,2	16,5	-41,7%	96,2	44,7	-53,6%	117,0	88,0	-24,7%
Systemy IT dla sektora publicznego	9,1	1,4	-84,4%	30,8	13,6	-55,8%	24,2	27,0	11,8%
Ekspozycje multimedialne	3,9	17,6	354,9%	22,0	35,4	61,0%	32,6	38,9	19,3%
Zarządzanie i serwis systemów komputerowych	12,5	16,0	28,5%	43,1	33,8	-21,6%	69,9	54,2	-22,5%
Sprzedaż sprzętu komputerowego i licencji	22,9	0,8	-96,7%	64,7	30,3	-53,1%	105,5	72,1	-31,6%
Pozostałe	26,2	26,2	0,0%	86,6	52,8	-39,0%	114,3	114,9	0,5%
EBITDA	-4,7	-1,2	-	0,6	0,4	-29,1%	-13,9	-5,0	-
EBIT	-5,5	-2,2	-	-1,7	-2,6	-	-17,1	-9,2	-
Zysk brutto	-5,9	-1,9	-	-3,9	-3,1	-	-19,4	-11,1	-
Zysk netto	-4,7	-3,9	-	-3,0	-10,3	-	-15,6	-16,0	-
Marża EBITDA	-3,0%	-1,0%		0,1%	0,1%		-2,1%	-1,0%	
Marża EBIT	-3,5%	-2,0%		-0,3%	-0,9%		-2,5%	-1,9%	
Marża netto	-3,0%	-3,5%		-0,6%	-3,6%		-2,3%	-3,2%	

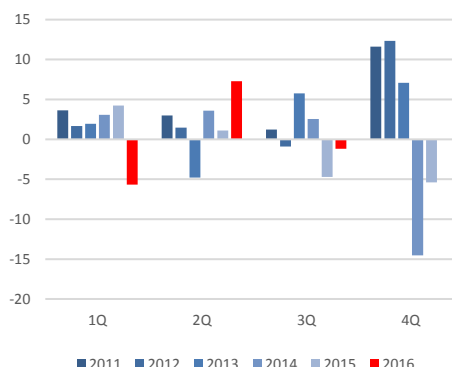
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Przychody Qumaka [mln PLN]



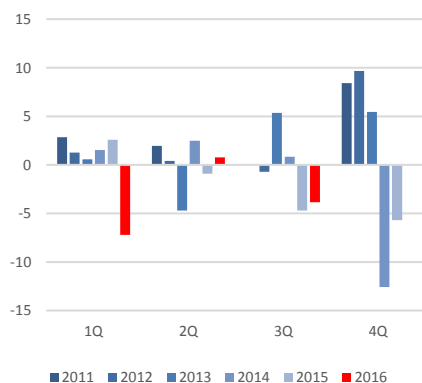
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA Qumaka [mln PLN]



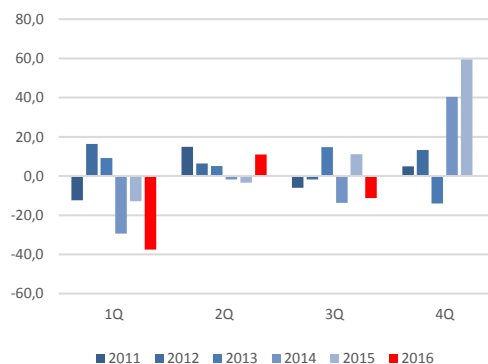
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto Qumaka [mln PLN]



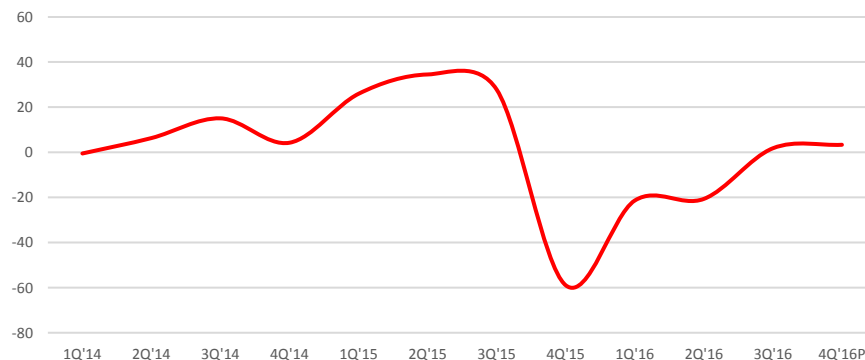
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy operacyjne Qumaka [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług (gotówka) netto Qumaka [mln PLN]

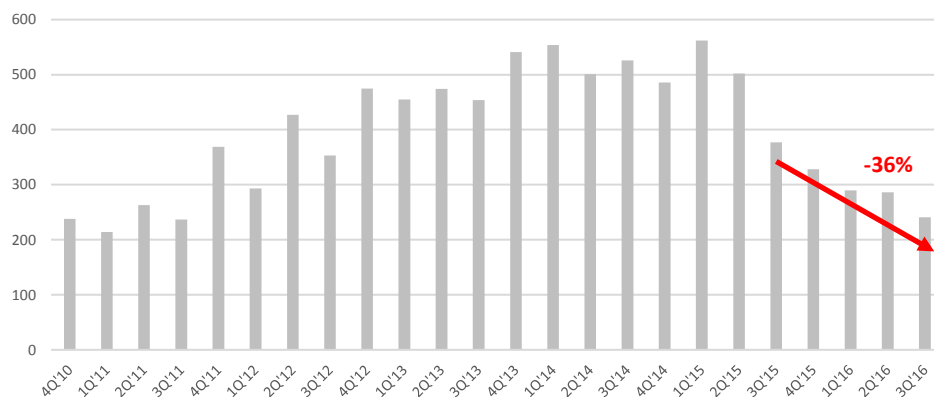


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PORTFEL ZLECEŃ

Kryzys na rynku zamówień publicznych znalazł swoje odzwierciedlenie w backlogu Qumaka, który w momencie publikacji wyników za 3Q'16 okazał się o 36% gorszy r/r i jest najniższy od 1Q'11. Za tak duże spadki odpowiada głównie segment lotniczy, gdzie portfel kontraktów skurczył się o ponad 90%. Dodatkowo na wyniki za 3Q'16 wpłynęło przesunięcie w realizacji prac przy Hotelu Europejskim oraz Muzeum II Wojny Światowej. W kolejnych okresach powinny pojawiać się nowe kontrakty, jednak będą to raczej małe umowy dotyczące prac na lądowiskach dla śmigłowców oraz przy obiektach radiokomunikacyjnych. Znacznie bardziej perspektywicznym rynkiem powinny być systemy ITS. W Lublinie na rozbudowę takiego systemu Qumak jako jedyny złożył ofertę za cenę 21,6 mln PLN. Z powodów formalnych ta oferta została jednak odrzucona i przetarg zostanie rozpisany na nowo.

Portfel zamówień Qumaka [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Portfel zleceń spółki

Zawarcie umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Termin zakończenia
02-02-2017	MON	System wsparcia użytkownika dla Resortowego Centrum Zarządzania Sieciami i Usługami Teleinformatycznymi	5,7	
25-01-2017	GDDKIA	Krajowy Punkt Dostępowy – system informujący o utrudnieniach w ruchu na drogach publicznych	1,7	
23-01-2017	Szpital w Wołominie i Działdowie	Budowa dwóch lądowisk dla helikopterów ratunkowych	1,6	2017-06
19-01-2017	Komenda Główna Policji	Outsourcing specjalistów IT	11,3	2019-02
11-01-2017	CSIOZ	Opieka serwisową Centrum Systemów Informatycznych Ochrony Zdrowia – utrzymanie oprogramowania i infrastruktury IT	1,4	
6-12-2016	Ministerstwo Finansów	System Zarządzania Infrastrukturą Techniczną w budynku Ministerstwa Finansów	10,8	
2016-11-24	Politechnika rzeszowska	infrastruktura techniczna nowych dróg kołowania	1,7	2017-06
2016-11-03	Łódzkie Centrum Nauki i Techniki	Ekspozycje multimedialne (ostatnie zlecenie)	2,2	
2016-10	Druga reionalna baza logistyczna	AWOS dla lotnisk wojskowych	14	2017-11
2016-09-06	Lotnisko Warszawa Babice	System oświetlenia nawigacyjnego	0,9	
2016-08-31	Energa Operator	Zapewnienie contact center	11	2019-06
2016-07-18	Grupa Kęty	Outsourcing IT	4,7	2019-12
2016-05-16	Łódzkie Centrum Nauki i Techniki	Ekspozycje multimedialne (trzecie zadanie)	12,9	2017-04
2016-05-04	Energa Operator	System magazynowania energii elektrycznej	6,5	22 tygodnie
2016-01-15	Łódzkie Centrum Nauki i Techniki	Ekspozycje multimedialne (pierwsze zadanie)	24,5	
2015-12-14	KIR	Realizacja i serwis Data Center	27,1	2016-12
2015-04-29	ZUS	Modernizacja serwerów i pamięci masowych firmy IBM dla Zakładu Ubezpieczeń Społecznych oraz 3-letni serwis i usługi wsparcia technicznego.	13,5	2017-10
2015-05-12	Muzeum II Wojny Światowej	Realizacja wystawy stałej w Muzeum II Wojny Światowej w Gdańsku.	35,8	2016
2015-03-23	HESA	Wykonanie instalacji energetycznej, teletechnicznej i automatyki budynkowej. (Hotel Europejski)	33,4	2016-11
2014-04-15	SPV Grodzisk	Zapewnienie ciągłości funkcjonowania oraz obsługi serwisowej gwarancyjnej i prewencyjnej urządzeń, układów, instalacji i systemów	9,9	2017-04
2014-02	Orange Polska	Realizacja przez Spółkę na rzecz Orange Polska usług, w szczególności Service Desk i Field Support	10/rocznie	nieokreślony

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się, że w 4Q'16 Qumak odnotuje 24% spadek sprzedaży, jednak na skutek prowadzonej restrukturyzacji w tym okresie spółka powinna już wygenerować dodatni EBITDA. W 1H'17 spółka w dalszym ciągu może odczuwać kryzys w administracji publicznej. Ponadto w 2Q'16 EBITDA została zniekształcona przez zaksięgowanie „nadprogramowych” zysków wynikających z rozliczenia w tym okresie kilku kontraktów. Tak więc pomimo spodziewanej stopniowej odbudowy przychodów oraz prowadzonej optymalizacji kosztowej, EBITDA w całym 1H'17 może być niższa r/r. Dodatkowo na cash flow w 1Q'17 wpłynąć powinno odzyskanie VAT zapłaconego tytułu nieuznanej faktury za piąty etap projektu ISOK. Oczekujemy, że zwrot wyniesie około 5 mln PLN.

Poprawa powinna być widoczna już w 2H'17, kiedy to obecne działania zmierzające do zwiększenia efektywności struktury organizacyjnej mają być już wyraźnie odczuwalne. Optymalizacja kosztowa ma polegać na ograniczeniu zatrudnienia w back office oraz zwiększeniu skali biznesu outsourcingowego. Z kolei na przełomie 2017 i 2018 roku, zakładamy wyraźne ożywienie w przetargach publicznych, zwłaszcza w obszarach będących przedmiotem działalności Qumaka. Tutaj zwracamy szczególną uwagę na projekty informatyczno-infrastrukturalne prowadzone przez miasta. Spółka posiada silne kompetencje w zakresie inteligentnych systemów transportowych. W postępowaniu prowadzonym przez miasto Lublin, Qumak jako jedyny złożył ofertę na rozbudowę tamtejszego systemu. W całym 2017 roku spodziewamy się rozstrzygnięć w przetargach z zakresu ITS na kwotę około 180 mln PLN, a Qumak powinien być jednym z głównych beneficjentów tych kontraktów. Szacujemy, że w najbliższych latach na projekty z zakresu smart city wyasygnowanych zostanie około 18 mld PLN.

Prognozowane wyniki Qumaka [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	209,9	75,1	101,0	111,0	159,6	77,7	99,6	118,0	184,4	720,9	446,7	479,6	572,8
<i>Data Center</i>	37,8	7,9	24,0	23,2	24,9	8,1	24,7	23,9	25,7	83,3	80,0	82,4	84,8
<i>Infrastruktura lotnicza</i>	34,4	5,3	6,7	9,4	13,8	5,3	6,7	9,8	14,4	160,5	35,1	36,3	47,2
<i>BMS i technologie budynkowe</i>	43,4	21,7	6,5	16,5	30,4	22,8	6,9	17,3	31,9	134,8	75,0	78,8	81,1
<i>Systemy IT dla sektora publicznego</i>	13,4	1,4	10,8	1,4	2,7	1,4	6,5	2,1	8,0	23,8	16,3	18,1	36,2
<i>Ekspozycje multimedialne</i>	3,5	2,3	15,5	17,6	15,6	2,3	15,5	17,6	15,6	25,5	51,0	51,0	56,1
<i>Zarządzanie i serwis systemów komputerowych</i>	20,4	8,1	9,6	16,0	20,4	8,5	10,1	17,6	26,5	63,4	54,2	62,8	65,9
<i>Sprzedaż sprzętu komputerowego i licencji</i>	41,8	17,6	12,0	0,8	20,9	18,2	12,6	0,8	21,9	79,9	51,2	53,4	56,1
<i>Pozostałe</i>	62,1	10,8	15,8	26,2	31,0	11,1	16,6	28,8	40,3	149,7	83,8	96,9	145,3
EBITDA	-5,4	-5,7	7,3	-1,2	1,0	-1,0	-0,4	2,1	5,3	-4,8	1,5	6,0	12,4
EBIT	-6,6	-6,8	6,4	-2,2	0,0	-2,0	-1,4	1,1	4,3	-8,3	-2,6	2,0	8,2
Zysk brutto	-8,0	-6,9	5,8	-1,9	0,0	-2,0	-1,4	1,1	4,3	-11,9	-3,1	2,0	7,3
Zysk netto	-5,7	-7,2	0,8	-3,9	0,0	-2,0	-1,4	1,1	3,5	-8,7	-10,3	1,2	5,9
Marża EBITDA	-2,6%	-7,6%	7,2%	-1,0%	0,7%	-1,3%	-0,4%	1,8%	2,9%	-0,7%	0,3%	1,3%	2,2%
Marża EBIT	-3,1%	-9,0%	6,3%	-2,0%	0,0%	-2,6%	-1,4%	1,0%	2,3%	-1,2%	-0,6%	0,4%	1,4%
Marża netto	-3,8%	-9,2%	5,7%	-1,7%	0,0%	-2,6%	-1,4%	1,0%	2,3%	-1,7%	-0,7%	0,4%	1,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2026P
Aktywa Trwałe	21,4	42,5	37,3	38,1	38,5	38,8	38,9	39,1	39,4	39,6	39,9	40,2
Wartości niematerialne i prawne	1,6	5,0	4,2	4,3	5,3	5,4	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	5,7
Rzeczowe aktywa trwałe	9,1	12,9	15,9	16,5	15,9	16,2	16,2	16,4	16,6	16,8	17,0	17,2
Pozostałe aktywa trwałe	10,7	24,6	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Aktywa obrotowe	251,3	257,8	185,5	193,3	214,4	224,8	231,7	239,2	245,3	249,3	255,6	262,0
Zapasy	18,8	11,1	11,2	12,0	14,3	15,3	15,7	16,1	16,6	16,8	16,9	17,1
Należności handlowe	146,2	147,3	99,3	106,6	130,5	139,0	143,1	147,0	151,0	152,7	154,4	156,2
Aktywa z tytułu niezakończonych umów	54,7	20,8	12,4	13,3	15,9	16,9	17,4	17,9	18,4	18,6	18,8	19,0
Środki pieniężne	16,7	66,8	24,2	27,9	20,3	20,1	22,1	24,7	25,8	27,8	31,9	36,1
Pozostałe aktywa obrotowe	15,0	11,8	38,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
Aktywa razem	272,7	300,3	222,8	231,3	252,9	263,6	270,6	278,3	284,6	288,9	295,5	302,2
Kapitały własne	63,6	55,2	44,8	46,0	51,9	59,2	67,3	76,2	83,6	90,6	95,4	100,3
Zobowiązania długoterminowe	11,6	16,6	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	12,3	12,3	12,3
Zobowiązania Finansowa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Pozostałe zobowiązania	11,6	16,6	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	12,3	12,3	11,3
Zobowiązania krótko terminowe	197,6	228,5	163,9	171,2	186,9	190,2	189,2	188,0	186,9	186,1	187,8	189,5
Zobowiązania Finansowe	20,9	7,8	27,5	27,5	22,5	17,5	12,5	7,5	2,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	144,0	160,7	99,3	106,6	127,3	135,6	139,6	143,4	147,3	148,9	150,6	152,4
Pozostałe zobowiązania	32,7	60,0	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1
Pasywa razem	272,7	300,3	222,8	231,3	252,9	263,6	270,6	278,3	284,6	288,9	295,5	302,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	562,2	720,9	446,7	479,6	572,8	610,1	628,0	645,2	662,8	670,3	677,9	685,7
Koszt własny sprzedaży	547,7	699,1	420,9	447,5	531,9	566,6	583,2	599,1	615,5	623,0	630,1	637,3
Zysk brutto ze sprzedaży	14,5	21,8	25,8	32,1	40,8	43,5	44,8	46,1	47,3	47,3	47,8	48,4
Koszty sprzedaży i marketingu	12,0	15,7	14,4	12,0	14,3	15,3	15,7	16,1	16,6	16,8	16,9	17,1
Koszty ogólnego zarządu	12,3	15,7	19,8	18,1	18,3	18,4	18,6	18,8	19,0	19,2	19,4	19,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,5	1,3	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-5,3	-4,8	1,5	6,0	12,4	14,1	14,8	15,4	16,1	15,8	16,0	16,2
EBIT	-8,2	-8,3	-2,6	2,0	8,2	9,8	10,5	11,1	11,8	11,3	11,5	11,7
Saldo działalności finansowej	-0,9	-3,6	-0,5	0,0	-1,0	-0,8	-0,5	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,3
Wynik brutto	-9,1	-11,9	-3,1	2,0	7,3	9,0	10,0	10,9	11,9	11,6	11,8	12,0
Wynik netto	-7,7	-8,7	-10,3	1,2	5,9	7,3	8,1	8,8	9,6	9,4	9,5	9,7

Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,3	54,2	-45,8	8,3	2,9	10,2	11,9	12,4	12,8	13,1	13,3	13,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-6,7	-10,4	-2,3	-4,7	-4,3	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5
Przepływy z działalności finansowej	-10,4	6,3	-1,7	0,1	-6,2	-6,0	-5,7	-5,4	-7,3	-6,7	-4,7	-4,8
Przepływy pieniężne netto	-20,3	50,1	-49,8	3,7	-7,6	-0,2	2,0	2,7	1,1	2,0	4,1	4,2
Środki pieniężne na początek okresu	37,0	16,7	66,7	24,2	27,9	20,3	20,1	22,1	24,7	25,8	27,8	31,9
Środki pieniężne na koniec okresu	16,7	66,7	24,2	27,9	20,3	20,1	22,1	24,7	25,8	27,8	31,9	36,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2026P
Przychody zmiana r/r	4,1%	28,2%	-38,0%	7,4%	19,4%	6,5%	2,9%	2,7%	2,7%	1,1%	1,1%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	310,6%	106,2%	13,3%	5,2%	4,4%	4,4%	-2,2%	1,4%	1,4%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	-	314,5%	19,0%	6,8%	6,0%	5,8%	-3,5%	1,5%	1,5%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-	-	385,7%	24,3%	10,4%	9,2%	8,7%	-2,2%	1,6%	1,8%
Marża brutto na sprzedaży	2,6%	3,0%	5,8%	6,7%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Marża EBITDA	-0,9%	-0,7%	0,3%	1,3%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża EBIT	-1,5%	-1,2%	-0,6%	0,4%	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża netto	-1,4%	-1,2%	-2,3%	0,3%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
COGS/przychody	97,4%	97,0%	94,2%	93,3%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%
SG&A/ przychody	4,3%	4,4%	7,7%	6,3%	5,7%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
SG&A/COGS	4,4%	4,5%	8,1%	6,7%	6,1%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
ROE	-12,2%	-15,8%	-22,9%	2,6%	11,4%	12,4%	12,0%	11,6%	11,5%	10,4%	10,0%	9,7%
ROA	-2,8%	-2,9%	-4,6%	0,5%	2,3%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%
Dług	20,9	7,8	27,5	27,5	22,5	17,5	12,5	7,5	2,5	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	24,8%	12,4%	38,1%	37,4%	30,3%	22,8%	15,7%	9,0%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	32,9%	14,2%	61,5%	59,8%	43,4%	29,6%	18,6%	9,9%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	-6,5%	-13,2%	-14,4%	-4,5%	15,0%	9,8%	6,6%	3,7%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	4,3	-58,9	3,3	-0,4	2,2	-2,6	-9,5	-17,2	-23,3	-27,8	-31,9	-36,1
Dług netto / Kapitał własny	0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Dług netto / EBITDA	-0,8	12,3	2,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,6	-1,1	-1,4	-1,8	-2,0	-2,2
Dług netto / EBIT	-0,5	7,1	-1,3	-0,2	0,3	-0,3	-0,9	-1,5	-2,0	-2,4	-2,8	-3,1
EV	70,6	7,4	69,7	66,0	68,6	63,8	56,9	49,2	43,1	38,6	34,5	30,3
Dług / EV	29,6%	105,1%	39,5%	41,7%	32,8%	27,5%	22,0%	15,3%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	1,3%	1,5%	0,4%	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja	41,5%	33,0%	246,3%	84,0%	91,0%	92,9%	98,2%	95,9%	94,2%	94,3%	94,3%	94,4%
Amortyzacja/Przychody	0,5%	0,5%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO/Przychody	-0,4%	7,9%	-1,1%	-0,4%	-1,4%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	10,1%	-36,0%	-1,8%	5,3%	8,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E	-8,6	-7,6	-6,5	54,7	11,3	9,1	8,2	7,5	6,9	7,1	7,0	6,8
P/BV	1,0	1,2	1,5	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
P/CE	-13,8	-12,8	-10,7	12,7	6,6	5,7	5,4	5,0	4,8	4,8	4,7	4,7
EV/EBITDA	-13,4	-1,6	47,6	11,0	5,5	4,5	3,8	3,2	2,7	2,4	2,2	1,9
EV/EBIT	-8,6	-0,9	-27,0	33,2	8,3	6,5	5,4	4,4	3,7	3,4	3,0	2,6
EV/S	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
BVPS	6,1	5,3	4,2	4,3	4,9	5,6	6,4	7,3	8,0	8,6	9,1	9,6
EPS	-0,7	-0,8	-1,0	0,1	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
CEPS	-0,5	-0,5	-0,6	0,5	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
Dywidenda [mln PLN]	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	2,4	4,7	4,8
DPS	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,5	0,5
Dyield	15,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	3,6%	7,1%	7,2%
Payout ratio	155,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

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, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
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: adrian.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	7,74	redukuj	7,82	7.03.2017	14:55 CEST	6,40	58 614
Redukuj	7,82	-	-	22.12.2015		9,07	46 247

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17

Kupuj	7	50%
Akumuluj	6	43%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	7%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 7.03.2017 roku (14:55 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.03.2017 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 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 07.03.2017 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 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.