Dom Maklerski BDM S.A.

INSTAL KRAKÓW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 20,0 PLN

16 MAJ 2016, 09:12 CEST

Wycena DCF [PLN]	19,6
Wycena porównawcza [PLN]	20,4
Wycena końcowa [PLN]	**20,0**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+37,2%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	14,6
Kapitalizacja [mln PLN]	106,0
Ilość akcji [mln szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	15,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN	13,1
Stopa zwrotu za 3 mc	10,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	7,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	13,7%
Struktura akcjonariatu*:	
Juszczyk Piotr	27,8%
Legg Mason TFI	10,1%
Szybiński Jan	5,9%
Pozostali	56,2%

**wg liczby głosów na WZA*

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji (29/09/2016, Kupuj) kurs Instalu Kraków wyraźnie zyskał na wartości, ale zachowywał się słabiej niż WIG (+15% vs +30%). Opublikowane w tym tygodniu wyniki za 1Q'17 były wyraźnie lepsze r/r na poziomie oczyszczonego EBIT, do czego przyczynił się m.in. dobry wynik w deweloperce oraz wyjście ponad break-even w budowlance. Podkreślamy mocną ekspozycję spółki na krakowski rynek nieruchomości mieszkaniowych. Pod koniec 2016 roku Instal wyraźnie zwiększył ofertę dostępnych w ofercie mieszkań i w bieżącym roku sprzedaje średnio ok. 50 mieszkań miesięcznie (czyli na poziomie takich deweloperów notowanych na GPW jak Inpro czy Marvipol). Biorąc pod uwagę wejście na wzrostową ścieżkę wyników na poziomie skonsolidowanym, generowane rezultaty i posiadane aktywa netto w obszarze deweloperskim, a także wartość spółki zależnej Frapol oraz nasze konserwatywne podejście do wyceny działalności budowlanej, nie widzimy uzasadnienia dla obecnej wyceny giełdowej Instalu Kraków. Podsumowując, zmieniamy nieznacznie wycenę akcji z 19,9 PLN do 20,0 PLN i utrzymujemy zalecenie Kupuj.

W liście do akcjonariuszy po wynikach 2016 roku prezes ocenił, że „pomimo przejściowych trudności", perspektywy na kolejne lata są optymistyczne. Po słabych wynikach w segmencie budowlanym w Polsce w okresie 2015-3Q'16, spółka miała w 2H'16 kłopoty także w Niemczech (strata EBIT), jednak zakładamy, że w 2017 roku sytuacja ulegnie ustabilizowaniu (w 1Q'17 segment osiągnął break-even) Zwiększeniu uległo w 2016 roku zadłużenie. Wiążemy je z wyraźnym wzrostem zaangażowania kapitału obrotowego w działalność operacyjną (rozwój segmentu deweloperskiego, odbicie od dna segmentu budowlanego w Polsce, rozwój działalności Frapolu). Zwracamy uwagę, że w 1Q'17 (mimo historycznie negatywnej sezonowości) spółka miała dodatni cash flow operacyjny.

Jednym z celów grupy jest umocnienie swojej pozycji na krakowskim rynku deweloperskim (charakteryzuje się on zbliżoną do Warszawy relacją popytu do podaży – obecnie roczna sprzedaż jest o ¼ wyższa niż oferta deweloperów). Od początku 2017 roku dostrzegalny jest także wzrost rozpoczynanych nowych postępowań przetargowych z obszaru gospodarki wodno-ściekowej. Spółka chce także pozyskiwać kontakty w branży energetycznej.

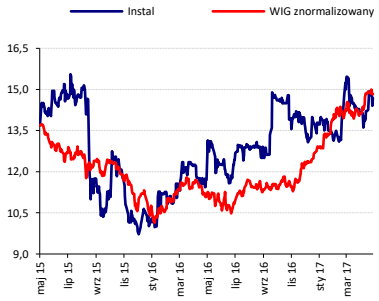
Obecna kapitalizacja Instalu Kraków wynosi 106 mln PLN. Dług netto po 1Q'17 sięgał ok. 17 mln PLN. Wartość samych zapasów to 112 mln PLN (z tego 105 mln PLN zaksięgowane jest na bilansie jednostkowym – zdecydowana większość to ukończone i realizowane projekty deweloperskie). Wartość nieruchomości inwestycyjnych to kolejne 64 mln PLN, a rzeczowych aktywów trwałych 40 mln PLN. Poziom należności to 84 mln PLN a wycena kontraktów po stronie aktywów 14 mln PLN. Wartość zobowiązań niefinansowych i rezerw wynosi 89 mln PLN.

Wyniki 1Q'17 okazały się lepsze niż zakładaliśmy (na poziomie oczyszczonego EBIT w zasadzie w każdym segmencie). W 2017 roku prognozujemy, że po trzech latach generowania nieco poniżej 10 mln PLN zysku netto, spółka powróci do dwucyfrowych wartości na tym poziomie. Nasze prognozy wyników na 2017-2019 uważamy za dość konserwatywne i w kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy podniesienia celów dla poszczególnych segmentów, w szczególności dotyczyć to może obszaru deweloperskiego (przy dobrej koniunkturze oczekujemy uruchomienie kolejnych projektów w najbliższych kwartałach) i segmentu budowlanego.

Krzysztof Pado
pado@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-32
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	566,0	491,1	357,9	366,1	367,5	370,8
EBITDA [mln PLN]	17,9	14,1	17,1	19,7	21,9	22,2
EBIT [mln PLN]	15,0	11,1	13,9	16,7	18,9	19,1
Zysk netto* [mln PLN]	9,8	8,4	9,5	12,0	14,0	14,4
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/E	10,8	12,6	11,2	8,9	7,6	7,4
EV/EBITDA	4,9	5,5	7,6	5,3	3,8	3,2
EV/EBIT	5,9	7,0	9,3	6,2	4,4	3,7
DPS [PLN/akcję]	0,20	0,00	0,25	0,25	0,25	0,30

**dla akcjonariuszy jednostki dominującej*



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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE 8
WYNIKI ZA 1Q'17 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY 10
DANE FINANSOWE 14

WYCENA I PODSUMOWANIE

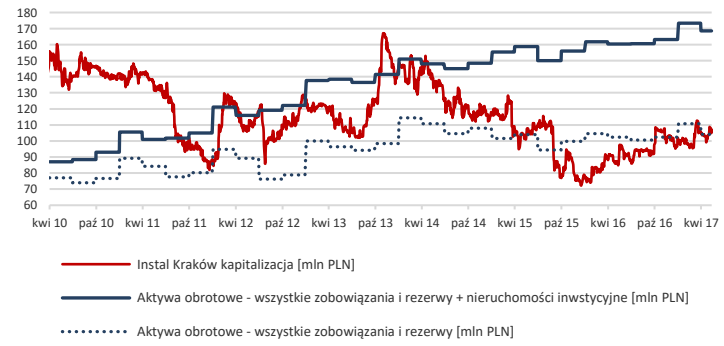
Wycena spółki Instal Kraków opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza dała wartość 1 akcji na poziomie 20,4 PLN, z kolei wycena metodą DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 19,6 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 20,0 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	19,6
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	20,4
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]	**20,0**	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

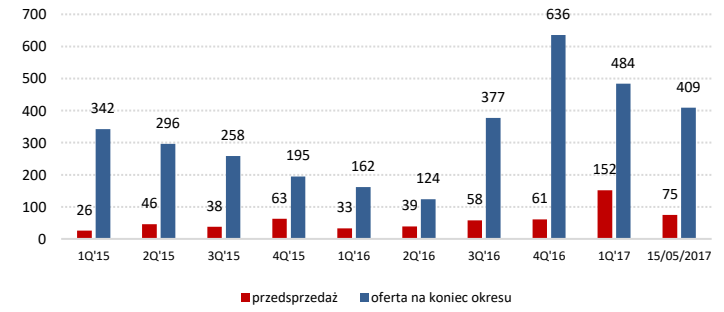
Kapitalizacja spółki a skorygowane aktywa netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A.

- Obecna kapitalizacja Instalu Kraków wynosi 106 mln PLN. Dług netto po 1Q'17 wynosił ok. 17 mln PLN.
- Wartość nieruchomości inwestycyjnych to 64 mln PLN. Rzeczowe aktywa trwałe = 40 mln PLN.
- Wartość zapasów to 112 mln PLN (z tego 105 mln PLN zaksięgowane jest na bilansie jednostkowym – zdecydowana większość to ukończone i realizowane projekty deweloperskie).
- Poziom należności to 84 mln PLN a wycena kontraktów po stronie aktywów 14 mln PLN. Wartość zobowiązań niefinansowych i rezerw wynosi 89 mln PLN (w tym wycena kontraktów po stronie pasywów to 4 mln PLN).

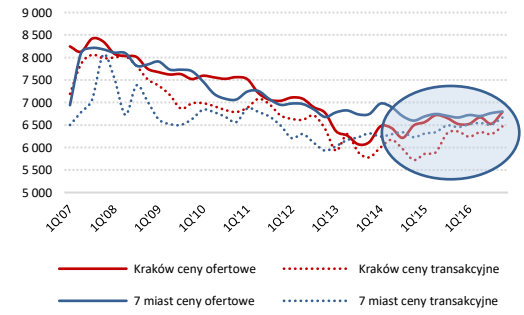
Oferta i przedsprzedaż mieszkań w Instalu Kraków[szt]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki na bazie strony internetowej: http://wiarygodnydeweloper.pl/pl/katalog-mieszkan/

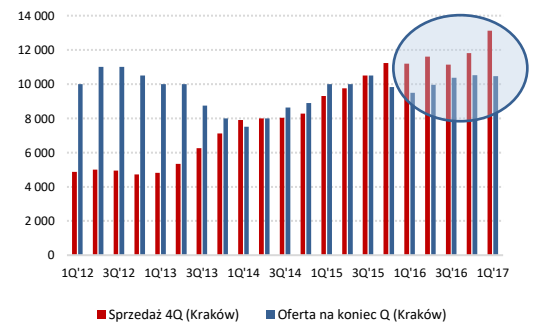
- Podkreślamy mocną ekspozycję spółki na krakowski rynek nieruchomości mieszkaniowych. Pod koniec 2016 roku spółka wyraźnie zwiększyła ofertę dostępnych w ofercie mieszkań, co będzie widoczne w wynikach 2017 roku. Biorąc pod uwagę silny popyt rynkowy liczymy na rozpoczęcie kolejnych projektów pod koniec 2017/w 2018 roku (obecnie podaż nowych mieszkań w Krakowie jest niższa niż roczna sprzedaż deweloperów).
- **Zwracamy uwagę, że w 2017 roku spółka sprzedaje ok. 50 mieszkań miesięcznie. Jest to poziom porównywalny z takim deweloperami jak Inpro (44 lokali) czy Marvipol (60).**

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



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

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



Źródło: BDM S.A., REAS

WYCENA DCF

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

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2017 roku EBIT spółki będzie kontynuował poprawę rozpoczętą już w 2016 roku, kiedy Instal odnotował wzrost względem 2015 roku, który z kolei był najsłabszy na poziomie operacyjnym od 2006 roku. Zakładamy szczyt wyników w latach 2019-20 (poprawa koniunktury w segmencie budowlanym). W długiem terminie przyjmujemy lekką tendencję zniżkową (m.in. spadek ponadprzeciętnej rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży).
- W segmencie budowlanym historycznie Instal Kraków ma spore kompetencje w zakresie budowy/modernizacji oczyszczalni ścieków. Zarząd zwraca uwagę na wzrost liczby postępowań przetargowych w ostatnim czasie - odbudowa tego rynku jest możliwa, jednak raczej nie do poziomów z najlepszych lat 2009-10 (wg danych KZGW nakłady w 2010 roku wyniosły 3,0 mld PLN, w kolejnych latach spadły nawet o ponad połowę). Zakładamy kontynuację działalności podwykonawczej na rynku niemieckim (ok. 60-65 mln PLN sprzedaży rocznej, przy 4% marży EBIT w długim terminie, zakładamy, że kłopoty w 2016 roku były przejściowe, jednak wyraźniejszej poprawy rentowności oczekujemy w okresie 2018-19).
- W segmencie deweloperskim zakładamy długoterminowo sprzedaż na poziomie ok. 60 mln PLN/rok (ok 250 przekazywanych mieszkań). Rynek krakowski zapewnia obecnie popyt na ok. 13,0 tys mieszkań rocznie. Jest dość atrakcyjny ze względu na zaplecze akademickie i relatywnie dobry rynek pracy. Instal od lat realizuje w deweloperce bardzo dobre marże EBIT na poziomie 20-30% (duży bank ziemi zbudowany po korzystnych cenach). W długim terminie konserwatywnie zakładamy, że marża spółki spadnie do przeciętnych poziomów rynkowych (około 11-12%).
- W przypadku Frapolu przyjmujemy wzrost na poziomie organicznym (dodatkowy potencjał dostrzegamy w przypadku przeprowadzenia inwestycji w SSE Niepołomice –może ona także uwolnić grunty z dotychczasowej lokalizacji w Krakowie).
- Ujemny cash flow operacyjny w 2016 związany był z cyklem zaawansowania projektów deweloperskich oraz wzrostem zapotrzebowania na kapitał we Frapolu (spółka oprócz produkcji realizuje także prace instalacyjne). Dla segment deweloperskiego zakładamy w kolejnych dwóch latach znormalizowanie wskaźnika '(*produkcja w toku + wyroby gotowe) / (przychód z roku n+1)*' do poziomu około 1,1x z 1,3x po 2016 roku (średni poziom z lat 2009-2016 wynosi poniżej 1,0x, na koniec 2016 rok kończył się II etap projektu Sołtysowska, który w dużej mierzy był przekazywany w 1Q'17).
- Dług (gotówka) netto przyjęliśmy z końca 2016 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 0,0%;
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 16.05.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 142,5 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 19,6 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	366,1	367,5	370,8	368,1	365,4	365,7	366,1	366,4	366,7	367,0
EBIT [mln PLN]	16,7	18,9	19,1	19,0	18,3	17,6	17,0	16,3	15,7	15,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,2	3,6	3,6	3,6	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0	2,8
NOPLAT [mln PLN]	13,5	15,3	15,5	15,4	14,8	14,3	13,8	13,2	12,7	12,1
Amortyzacja [mln PLN]	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2
CAPEX [mln PLN]*	-5,0	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	17,0	8,2	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	28,5	23,2	14,8	15,4	14,9	14,1	13,6	13,1	12,5	12,0
DFCF [mln PLN]	26,9	20,1	11,8	11,3	10,0	8,7	7,7	6,8	6,0	5,3
Suma DFCF [mln PLN]	114,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	134,5		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*+0,0%*				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	58,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	173,4									
Dług netto 2016 [mln PLN]	23,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]	7,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	**142,5**									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**19,6**									
Przychody zmiana r/r	2,3%	0,4%	0,9%	-0,7%	-0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT zmiana r/r	19,9%	13,1%	1,2%	-0,6%	-3,9%	-3,4%	-3,6%	-3,9%	-4,1%	-4,3%
FCF zmiana r/r	-	-18,6%	-36,2%	4,4%	-3,6%	-5,4%	-3,5%	-3,9%	-4,1%	-4,3%
Marża EBITDA	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%	5,8%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%
Marża EBIT	4,6%	5,1%	5,2%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%
Marża NOPLAT	3,7%	4,2%	4,2%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%
CAPEX / Przychody	1,4%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	168,9%	110,2%	109,5%	107,4%	105,7%	105,0%	104,5%	104,0%	103,7%	103,4%
Zmiana KO / Przychody	-4,6%	-2,2%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-205,0%	-607,1%	12,0%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *razem z nakładami na działki*

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	92,3%	93,5%	95,0%	96,4%	97,6%	98,8%	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	7,7%	6,5%	5,0%	3,6%	2,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	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								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	20,0	20,9	22,0	23,4	25,2	27,7	31,3	36,9	47,1
	0,8	19,0	19,8	20,7	21,9	23,5	25,5	28,4	32,7	39,8
	0,9	18,2	18,8	19,7	20,7	22,0	23,7	26,0	29,3	34,5
	1,0	17,4	18,0	18,7	19,6	20,7	22,1	24,0	26,6	30,6
	1,1	16,6	17,2	17,8	18,6	19,5	20,7	22,3	24,4	27,5
	1,2	16,0	16,4	17,0	17,6	18,5	19,5	20,8	22,5	25,0
	1,3	15,3	15,7	16,2	16,8	17,5	18,4	19,5	21,0	22,9

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								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	21,0	22,0	23,3	25,0	27,2	30,3	34,9	42,6	58,1
	4%	19,0	19,8	20,7	21,9	23,5	25,5	28,4	32,7	39,8
	5%	17,4	18,0	18,7	19,6	20,7	22,1	24,0	26,6	30,6
	6%	16,0	16,4	17,0	17,6	18,5	19,5	20,8	22,5	25,0
	7%	14,7	15,1	15,6	16,1	16,7	17,4	18,4	19,6	21,2
	8%	13,7	14,0	14,3	14,7	15,2	15,8	16,5	17,4	18,5
	9%	12,8	13,0	13,3	13,6	14,0	14,4	15,0	15,6	16,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	28,5	27,2	26,0	25,0	24,0	23,1	22,2	21,4	20,7
	4%	25,7	24,3	23,1	21,9	20,9	20,0	19,1	18,4	17,6
	5%	23,4	21,9	20,7	19,6	18,6	17,6	16,8	16,1	15,4
	6%	21,4	20,0	18,7	17,6	16,7	15,8	15,0	14,3	13,6
	7%	19,8	18,4	17,1	16,1	15,1	14,3	13,5	12,8	12,2
	8%	18,4	17,0	15,8	14,7	13,8	13,0	12,3	11,6	11,0
	9%	17,1	15,8	14,6	13,6	12,7	11,9	11,2	10,6	10,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą, przykładając rynkowe wskaźniki do poszczególnych obszarów biznesowych. W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 94 mln PLN (wg mediany P/BV deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW), 78,9% udziałów we Frapolu na 35 mln PLN (wg mediany P/E i P/BV porównywalnych małych spółek przemysłowych), działalności na rynku niemieckim na 8 mln PLN (5x średni roczny zysk za ostatnie 8 lat). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN (zwracamy uwagę, że w pozytywnym scenariuszu wartość powinna być wyższa, np. ze względu na możliwy do odzyskania kapitał obrotowy). Dług netto po 1Q'17 wynosił 17 mln PLN. **Tak skonstruowana wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 156,2 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 20,4 PLN.**

Wycena porównawcza – podsumowanie

	mln PLN	PLN /akcję
Wartość segmentu deweloperskiego	123,1	16,9
Frapol (78,9% udziałów)	34,5	4,7
Wartość segmentu budowlanego w Polsce	0,0	0,0
Wartość segmentu budowlanego w Niemczech*	8,1	1,1
Gotówka (dług) netto po 1Q'17	-17,3	-2,4
SUMA	**148,4**	**20,4**

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *5x średni roczny zysk netto za lata 2009-17P*

Wycena segmentu deweloperskiego

	P/BV	kurs	MC	BV
Atal	1,92	36,10	1 398	728
Celtic	0,52	6,06	231	447
Dom Development	1,91	71,97	1 783	932
Inpro	0,79	4,73	189	240
JW Construction	0,64	4,69	417	653
LC Corp	0,63	1,95	873	1 396
Polnord	0,46	10,00	326	706
Robyg	1,52	3,25	855	564
Ronson	1,30	1,68	458	351
Vantage	0,64	3,66	229	355
Wikana	0,72	1,64	33	45
Mediana	**0,72**			
			[mln PLN]	/akcję
Wartość bilansowa aktywów netto deweloperki*			169,9	23,3
Wartość nieruchomości po dyskoncie (wg P/BV)			**123,1**	**16,9**

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

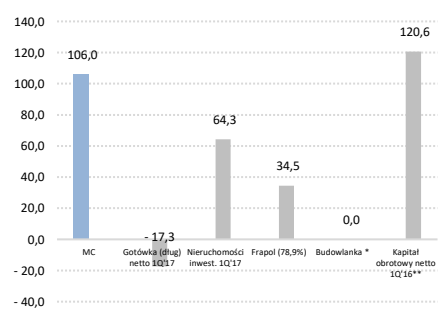
Wycena Frapolu

	P/BV	P/E	kurs	MC	BV	zysk netto 4Qn*
Berling	0,87	10,3	4,27	74,9	86,1	7,3
Mercor	1,47	20,6	11,65	182,4	124,4	8,9
ES-System	0,80	34,5	2,65	113,6	141,2	3,3
Pozbud	0,37	9,6	2,30	61,6	166,4	6,4
Mediana	**0,84**	**15,4**				
	[mln PLN]				[mln PLN]	
Wartość bilansowa aktywów netto Frapolu	37,7	Zysk netto znormaliz. Frapolu**			3,6	
Wartość Frapolu po dyskoncie wg mediany P/BV	31,6	Wartość Frapolu wg P/E			55,8	
Wartość Frapolu po dyskoncie (78,9% udziałów)	24,9	Wartość Frapolu wg P/E (78,9% udziałów)			44,1	
Waga wyceny	50,0%				50,0%	
Wycena końcowa Frapolu (78,9% udziałów)	**34,5**	**/akcję**	**4,7**			

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

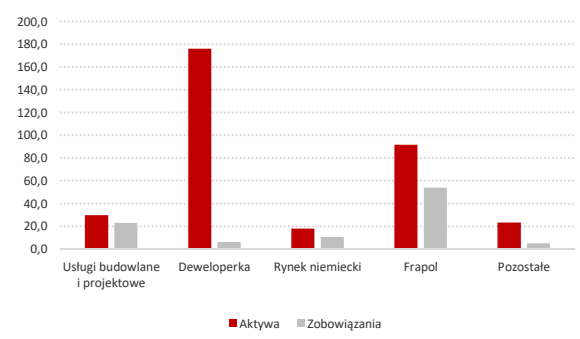
Poniżej, dla celów porównawczych, przedstawiamy także kapitalizację spółki na tle wartości bilansowej nieruchomości inwestycyjnych, kapitału obrotowego netto oraz bieżącego zadłużenia (przy konserwatywnym założeniu, że wartość rezydualna całej części budowlanej wynosi zero).

Kapitalizacja vs uproszczona wycena majątku spółki [mln PLN]



*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka MC- bieżąca kapitalizacja, *budowlanka=przyjęto wartość rezydualną 0,*znaczną część kapitału obrotowego stanowią aktywa deweloperskie (ukończone mieszkania, projekty w toku)*

Struktura aktywów po 1Q'17 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

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

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Juszczyk Piotr	656 799	9,0%	3 238 799	27,8%
Legg Mason TFI	1 181 388	16,2%	1 181 388	10,1%
Szybiński Jan	152 723	2,1%	689 523	5,9%
Pozostali	5 294 590	72,7%	6 556 078	56,20%
Razem	**7 285 500**	**100,0%**	**11 665 788**	**100,0%**

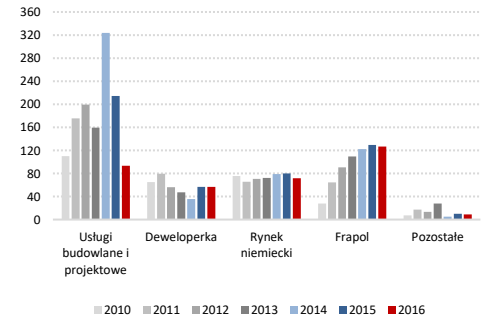
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

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

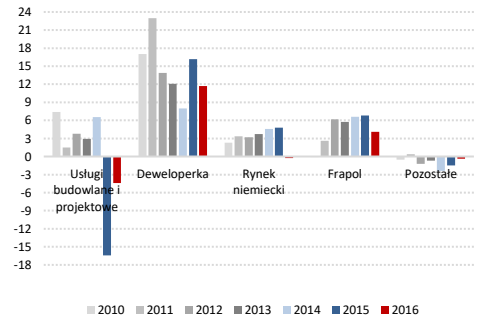
Instal prowadzi także działalność w segmencie deweloperskim (mieszkania w Krakowie), który wnosi w ostatnich latach znaczącą wpływ na wynik.

Przychodów ze sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



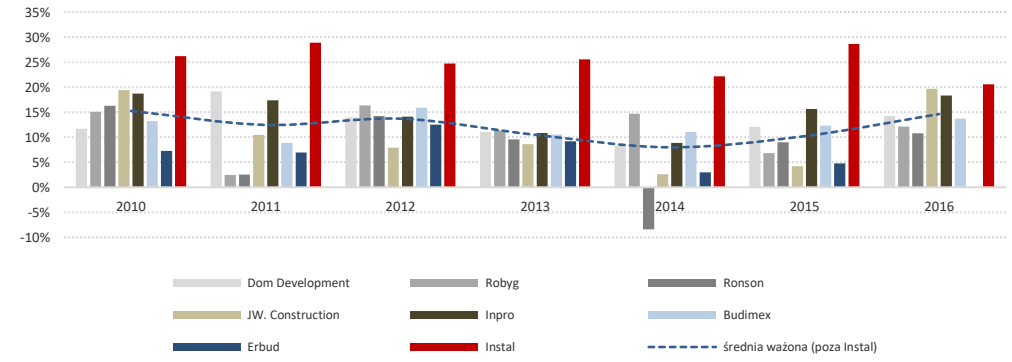
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk na sprzedaży wg segmentów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: BDM S.A., spółki, wynik Robygu bez projektów JV, wynik Ronsona w 2016 oczyszczony o sprzedaż Novej Królikarni

Portfel zleceń oraz największe zrealizowane kontrakty od 2009 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2017-05-15	Tauron	Projekt i budowa instalacji sprężonego powietrza w ramach projektu Jaworzno III	19	2019-11
2017-04-28	Tauron	Projekt i budowa stacji uzdatniania wody oraz oczyszczalni ścieków w ramach projektu Jaworzno III	43	2019-11
2016-05-20	RPWiK Sosnowiec	Przebudowa oczyszczalni ścieków Radocha II w Sosnowcu – etap IV	15	2017-11
2016-02-09	E003B7 (Rafako)	Dostawa/montaż kanałów spalin, kanałów powietrza, reaktora SCR oraz zasobników węgl.	62	2018-02
2015-09-10	RZI w Krakowie	Rozbudowa i przebudowa bazy paliw w kompleksie wojskowym w Niedźwiedziu	27	2018-10
2014-09-18	PWiK Kraśnik	Modernizacja komunalnej oczyszczalni ścieków w Kraśniku	31	2015-11
2014-08-28	PWiK Konin	Modernizacja oczyszczalni ścieków Lewy Brzeg – Etap I	18	2015-08
2014-07-30	Elektrobudowa	Wykonanie robót technologicznych przy budowie nowego bloku EC Tychy	19	2015-07
2014-07-03	Budimex	Wykonanie instalacji wentylacji/klimatyzacji w nowym budynku Wyd. Chemii UJ	17	2015-06
2014-04-25	Wings Properties	Wykonanie budynku OVO we Wrocławiu	24	2016-04
2013-10-23	EDF	Projekt i budowa instalacji odazotowania spalin w Krakowie	175	2015-12*
2013-10-23	EDF	Projekt i budowa instalacji odazotowania spalin we Wrocławiu	76	2015-12
2013-08-30	Enea	Budowa kanałów spalin i wentylatorów wspomagających w ramach budowy IOS	88	2015-06
2013-08-06	MPWiK Kraków	Budowa stacji odbioru osadów z czyszczenia kanalizacji (Płaszów)	11	2014-06
2013-04-26	PIM Czechowice	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Czechowicach-Dziedzicach	44	2014-07
2013-03-21	RPWiK	Przebudowa oczyszczalni ścieków Radocha II w Sosnowcu – Etap III	29	2015-03
2013-03-19	ŁZK w Łańcucie	Rozbudowy i przebudowa oczyszczalni ścieków w miejscowości Wola Dalsza	31	2014-09
2013-03-01	Mostostal W-wa	Wykonanie robót bud. – montażowych w zakresie instalacji wentylacji w Hali Czyżyny	20	2013-09
2012-10-18	MZWiK Nowy Targ	Modernizacja gospodarki wodej i ściekowej w Nowym Targu	15	2014-12
2012-04-27	PWiK Gliwice	Modernizacja Stacji Uzdatniania Wody Łabędy	19	2014-02
2012-03-28	PR Wieliczka	Budowa ZSZ i Zespołu Szkół im. Brata Alojzego Kosiby w Wieliczce – Etap II	17	2012-09
2012-02-06	MPWiK Żywiec	Instalacja suszenia osadów	15	2013-09
2011-09-08	Tauron	Układ gospodarki olejowej w ramach odbudowy mocy wytwórczych w ZEC B-B EC1	10	2013-03
2011-07-01	ZIM Mikołów	Budowa kanalizacji sanitarnej i deszczowej oraz przebudowa sieci wodociągowej	21	2012-12
2011-05-23	Tauron	Układ odpopielania zewnętrznego i sorbentu (ZEC Bielsko-Biała EC-1)	22	2013-08
2011-05-09	PWiK Dąbr. Górn.	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni ścieków	35	2013-08
2011-04-08	PGNiG	Przebudowa budynku B dla potrzeb Gazowni Krakowskiej	15	2012-10
2011-01-25	KIW-K	Modernizacja oczyszczalni ścieków "Podlesie"	29	2012-09
2011-01-05	SWS Nowy Sącz	Modernizacja i rozbudowa SUW miasto Stary Sącz	30	2011-12
2010-12-30	EDF	Modernizacja wewnętrznego członu ciepłowniczego - regulacyjność w Elektrociepł. Krk.	10	2011-12
2010-11-17	PGK	Budowa oczyszczalni ścieków w Przyszowicach	10	2012-12
2010-11-15	WiK Krzeszowice	Modernizacja Centralnej Oczyszczalni Ścieków w Krzeszowicach	25	2012-09
2010-09-30	MPWiK	Beztlenowa stabilizacja osadów z wykorzystaniem biogazu na terenie MOŚ w Zduńskiej W.	14	2013-06
2010-08-11	Aquanet	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni ścieków w Borówcu	30	2013-01
2010-06-22	Gmina Myślenice	Budowa oczyszczalni ścieków	12	2011-06
2010-06-10	Gmina Bolków	Modernizacja istniejącej oczyszczalni ścieków w miejscowości Wolbromek	10	2011-10
2010-05-11	EDF	Budowa instalacji akumulatora ciepła w Elektrociepłowni Kraków	31	2011-12
2010-04-22	WiK	Rozbudowa oczyszczalni ścieków w Strzegomiu	16	2012-06
2010-04-12	YIT Germany	Montaż instalacji wewnętrznych w obiekcie Airrail Center Frankfurt am Main	20	2011-03
2010-03-30	g. Wilamowice	Modernizacja i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Pisarzowicach	8	2011-09
2009-12-16	EDF	Budowa instalacji transportu, magazynowania i przeróbki biomasy na terenie EK - III etap	16	2010-12
2009-10-26	g. Czernichów	Budowa oczyszczalni ścieków w Wołowicach - etap I	8	2010-12
2009-10-08	Średzka Woda	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Środzie Śląskiej	11	2011-09
2009-05-20	g. Radłów	Rozbudowa i przebudowa istniejącej oczyszczalni ścieków w miejscowości Radłów	10	2010-10

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

WYNIKI ZA 1Q'17 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17
Przychody	90,3	117,5	128,6	93,6	125,7	176,0	170,7	115,9	114,7	138,7	121,8	70,0	80,6	90,6	116,7	88,8
Zysk brutto ze sprzedaży	12,1	13,1	14,7	7,9	12,9	14,9	14,6	11,1	5,4	11,8	6,5	9,3	10,5	9,9	7,9	12,2
rentowność	13,4%	11,2%	11,4%	8,4%	10,3%	8,5%	8,6%	9,6%	4,7%	8,5%	5,3%	13,3%	13,1%	10,9%	6,8%	13,7%
Zysk na sprzedaży	4,3	7,5	8,4	2,6	4,2	9,0	7,4	5,0	-1,8	6,2	0,4	1,9	3,0	3,3	2,5	5,3
rentowność	4,8%	6,4%	6,5%	2,8%	3,4%	5,1%	4,4%	4,3%	-1,5%	4,5%	0,3%	2,8%	3,7%	3,7%	2,1%	6,0%
EBIT	4,8	6,6	3,6	3,6	4,3	8,8	-1,7	6,1	-2,2	5,1	2,1	4,3	3,9	3,0	2,8	4,9
rentowność	5,3%	5,6%	2,8%	3,9%	3,4%	5,0%	-1,0%	5,3%	-1,9%	3,7%	1,7%	6,2%	4,8%	3,3%	2,4%	5,5%
EBITDA	5,3	7,2	4,4	4,3	4,9	9,5	-0,7	6,8	-1,4	5,9	2,8	5,0	4,6	3,7	3,9	5,5
rentowność	5,9%	6,1%	3,4%	4,5%	3,9%	5,4%	-0,4%	5,9%	-1,2%	4,3%	2,3%	7,1%	5,7%	4,1%	3,4%	6,2%
Usługi budowlane i projektowe	**2Q'13**	**3Q'13**	**4Q'13**	**1Q'14**	**2Q'14**	**3Q'14**	**4Q'14**	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**
Przychody	30,6	49,9	53,2	39,8	71,4	110,5	102,3	49,9	52,2	72,8	39,7	10,2	15,3	20,6	47,4	17,9
Zysk na sprzedaży	1,4	1,2	1,1	0,9	1,1	3,0	1,5	-2,7	-8,4	-0,3	-5,0	-2,2	-3,1	-0,6	1,6	0,4
rentowność	4,4%	2,3%	2,0%	2,2%	1,5%	2,7%	1,5%	-5,4%	-16,2%	-0,4%	-12,5%	-21,8%	-20,5%	-2,9%	3,3%	2,1%
Deweloperka	**2Q'13**	**3Q'13**	**4Q'13**	**1Q'14**	**2Q'14**	**3Q'14**	**4Q'14**	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**
Przychody	7,2	14,1	16,9	10,5	7,0	11,0	7,3	19,1	12,4	10,4	14,7	15,8	9,8	15,6	15,6	19,2
Zysk na sprzedaży	0,9	3,9	5,2	2,4	1,3	2,8	1,5	6,1	4,1	3,1	2,9	2,4	0,7	3,6	5,0	4,4
rentowność	12,0%	27,8%	30,9%	22,6%	19,2%	25,0%	20,1%	31,8%	33,2%	29,8%	19,7%	15,2%	6,9%	22,8%	32,3%	22,8%
Rynek niemiecki	**2Q'13**	**3Q'13**	**4Q'13**	**1Q'14**	**2Q'14**	**3Q'14**	**4Q'14**	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**
Przychody	17,6	18,0	18,1	12,3	24,2	4,5	38,1	17,8	19,1	21,0	22,1	18,4	19,3	18,6	15,6	16,0
Zysk na sprzedaży	0,7	0,8	0,8	0,7	1,3	0,4	2,2	1,2	1,5	1,3	0,8	1,4	1,7	0,0	-3,3	0,1
rentowność	4,1%	4,4%	4,4%	5,3%	5,4%	8,5%	5,9%	7,0%	7,8%	6,1%	3,4%	7,6%	8,9%	-0,2%	-21,4%	0,5%
Frapol	**2Q'13**	**3Q'13**	**4Q'13**	**1Q'14**	**2Q'14**	**3Q'14**	**4Q'14**	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**
Przychody	29,0	26,4	32,7	28,0	22,7	49,3	22,3	26,6	29,7	33,9	39,5	22,8	34,5	32,6	36,8	33,8
Zysk na sprzedaży	1,7	1,3	1,7	0,2	0,6	3,4	2,4	0,7	1,6	2,5	2,0	0,2	3,1	0,5	0,2	0,9
rentowność	5,7%	4,9%	5,2%	0,8%	2,6%	6,8%	10,7%	2,6%	5,3%	7,4%	5,1%	1,1%	9,1%	1,5%	0,5%	2,6%
Pozostałe	**2Q'13**	**3Q'13**	**4Q'13**	**1Q'14**	**2Q'14**	**3Q'14**	**4Q'14**	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**
Przychody	6,0	9,1	7,7	3,0	0,5	0,7	0,6	2,6	1,3	0,7	5,7	2,7	1,8	3,2	1,2	1,9
Zysk na sprzedaży	-0,3	0,3	-0,4	-1,5	-0,1	-0,6	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	0,1	0,5	-0,1	-0,9	-0,4
rentowność	-4,9%	3,5%	-4,7%	-51,5%	-14,5%	-77,1%	-35,1%	-13,3%	-38,7%	-41,9%	-5,8%	3,6%	30,5%	-3,2%	-75,2%	-21,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane za 1Q'2017 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM*	odchyl.
Przychody	**70,0**	**88,8**	**27,0%**	**77,8**	**14,2%**
Zysk brutto ze sprzedaży	9,3	12,2	30,9%	11,0	10,7%
Zysk na sprzedaży	**1,9**	**5,3**	**174,9%**	**3,5**	**52,6%**
EBITDA	5,0	5,5	11,5%	4,2	31,5%
EBIT	4,3	4,9	13,5%	3,4	42,3%
Zysk (strata) brutto	4,3	4,2	-4,0%	3,2	29,7%
Zysk (strata) netto	2,9	3,1	6,0%	2,6	18,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,3%	13,7%		14,1%	
Marża EBITDA	7,1%	6,2%		5,4%	
Marża EBIT	6,2%	5,5%		4,4%	
Marża zysku netto	4,2%	3,5%		3,3%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *prognoza z Prognoz kwartalnych na 1Q'17*

Wyniki 1Q'17 okazały się lepsze niż zakładaliśmy. Na przychodach jest to głównie pochodną dużego wzrostu we Frapolu (w kolejnych kwartałach nie spodziewamy się jednak wysokich dynamik w tym obszarze), na zysku na sprzedaży (oczyszczony EBIT) wyniki były trochę lepsze od naszych założeń w zasadzie w każdym segmencie (szerzej segmenty i ich perspektywy opisujemy niżej). Przy porównywaniu wyników skonsolidowanych r/r zwracamy uwagę, że w 1Q'16 spółka miała wyraźnie dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+2,4 mln PLN), a w 1Q'17 efekt salda był negatywny (-0,4 mln PLN). Ujemne w ostatnim kwartale było także saldo działalności finansowej (neutralne rok temu). Tym samym raportowany wynik brutto/netto nie odbiega od ubiegłorocznego, jednak po oczyszczeniu byłby sporo lepszy (zwracamy uwagę na skalę poprawy zysku na sprzedaży).

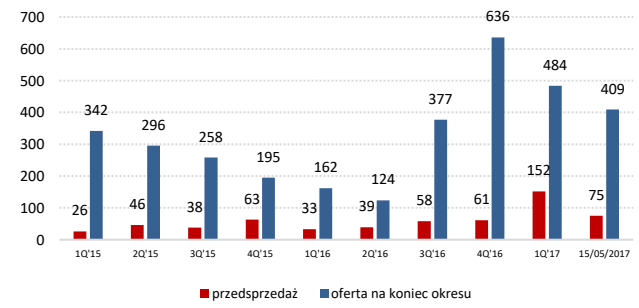
Cash flow operacyjny w 1Q'17 był wyraźnie dodatni (+8,8 mln PLN vs -10,9 mln PLN) – sezonowo 1Q należał do słabych okresów pod tym względem. Należy jednak brać pod uwagę, że w 2H'16 w spółce pojawił się dług

netto (obecnie to 17,3 mln PLN), po zwiększeniu zaangażowania w deweloperkę i rozwój działalności we Frapolu. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach zadłużenie powinno spaść (wyhamowanie wysokich dynamik sprzedaży we Frapolu, sprzedaż ukończonych mieszkań). Wartość zapasów jednostkowych: 105 mln PLN (przede wszystkim ukończone i realizowane projekty deweloperskie). Nieruchomości inwestycyjne: 64 mln PLN.

Wyniki i perspektywy segmentów

Najmocniej do skonsolidowanego rezultatu w 1Q'17 dołożył się segment deweloperski, który generuje najwyższą marżę w spółce (kolejny kwartał >20%). Na przełomie 2016/17 roku spółka oddawała do użytku budynki z II etapu projektu Sołtysowska. Wg naszych kalkulacji w sprzedaży na koniec 1Q'17 było >200 mieszkań z projektów Sołtysowska I i II, które w większości powinny być sprzedane (i tym samym przekazane) w 2017 roku). W budowie (a także w sprzedaży od końcówki 2016 roku) jest projekt Nowy Przewóz 5.0 (>300 mieszkań, które powinny być oddawane do użytku na przełomie 2017/18). Średnie tempo sprzedaży w tym projekcie to na razie 15 lokali/m-c (przy czym w spółce zwykle lepiej sprzedają się już mieszkania ukończone). Spodziewamy się, że wyniki segmentu deweloperskiego będą głównym kontrybutorem do wyników spółki także w kolejnych kwartałach (2Q' i 3Q'17 to dobry poziom przekazań z projektu Sołtysowska, 4Q'17/1Q'18 będzie zależał od tempa prac na projekcie Nowy Przewóz 5.0 – na razie konserwatywnie zakładamy księgowania wyniku w 1Q'18).

Oferta i przedsprzedaż mieszkań w Instalu Kraków[szt]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki na bazie strony internetowej: http://wiarygodnydeweloper.pl/pl/katalog-mieszkan/

Projekty deweloperskie spółki

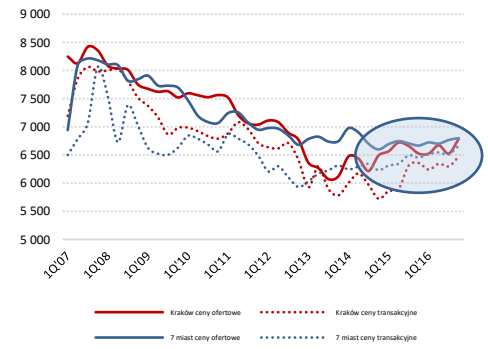
projekt	status	aktualna liczba mieszkań w ofercie*
Sołtysowska I	ukończony	37
Sołtysowska II	ukończony	137
Nowy Przewóz 5.0	w budowie do 1Q'18	235**

Źródło: BDM S.A., http://www.wiarygodnydeweloper.pl/,
**na dzień 15/05/2017*
*** na początku przedsprzedaży pod koniec 2016 roku oferta obejmowała ok. 320 mieszkań*

Na krakowskim pierwotny rynek mieszkań ceny rosną systematycznie od dołka z przełomu 2014/15 roku. Sam popyt przyspieszył już kilka kwartałów wcześniej, jednak spora nowa podaż przyczyniała się do presji cenowej (m.in. agresywna ferta Budimexu). Obecnie roczny popyt wyraźnie przewyższa dostępną podaż.

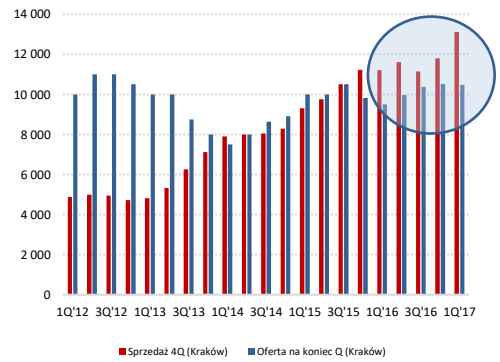
Na krakowskim rynku nieruchomości z giełdowych deweloperów w segmencie mieszkaniowym działają Atal, Echo czy Budimex. Biorąc pod uwagę rynek pracy, Kraków, poza Warszawą, jest m.in. największym centrum lokalizacji najemców z sektora BPO/SSC w Polsce. Miasto jest także bardzo silnym ośrodkiem akademickim.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

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



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

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



Źródło: BDM S.A., REAS

W segmencie budowlanym w Polsce spółka w 1Q'17 miała niewielki zysk na sprzedaży. Po wielu kwartałach strat (okres 1Q'15 – 3Q'16), wyjście na prostą segmentu należy odbierać pozytywnie. Jednocześnie zarząd wskazuje, ze obecnie realizowane kontrakty powinny pozytywnie wpływać na wynik segmentu. Spółka chce wykorzystać zdobyte doświadczenie zbudowane (i okupione dużymi stratami finansowymi) na kontraktach energetycznych z lat 2014-2015 przy pracach na budowie bloku energetycznego Jaworzno III (część zleceń jest realizowane dla Rafako a część bezpośrednio dla Tauronu). Zarząd w raporcie kwartalnym wskazał także, że w ostatnim miesiącach wzrosła znacznie ilość ogłaszanych postępowań przetargowych w branży wodno-ściekowej, w której spółka posiada wysokie kompetencje. W ocenie zarządu są szanse na powiększenie backlogu i realizację kontraktów na lepszych niż dotychczas marżach. W naszych prognozach nie zakładamy, by wynik EBIT segmentu miał wyraźnie odbiegać od break-even na poziomie operacyjnym w kolejnych okresach. Poprawa marż byłaby dla nas pozytywną niespodzianką, która wpłynęłaby na podniesienie naszych prognoz.

Na rynku niemieckim w 1Q'17 wynik był zbliżony do zera. Należy pamiętać, że okres 2H'16 był w tym obszarze słaby (co znalazło wyraz w wysokiej stracie w 4Q'16), ze względu na materializację ryzyk na kontrakcie. W ocenie zarządu problemy były przejściowe. W naszych prognozach zakładamy bliski zera wynik w pozostałych kwartałach 2017 roku i stopniową odbudowę marży operacyjnej w latach 2018-19 (docelowo do 4%; w latach 2011-15 spółka generowała w tym obszarze 4,5-6,0% marży).

Wyniki Frapolu w ostatnich kwartałach są dość zmienne. Na poziomie przychodów spółka ma dość dobre wolumeny sprzedaży (przychody w 1Q'17 +48% r/r), jednak na poziomie zysku na sprzedaży okresy dobre przeplatane są słabszymi. Po dość słabych marżach na sprzedaży w 3-4Q'16 (aczkolwiek nadal dodatnich), 1Q'17 był lepszy r/r (sezonowo należy pamiętać, ze to jednak dość słaby kwartał). Przyczyny zmienności marż upatrywalibyśmy głównie w rozliczaniu kontraktów długoterminowych. W ostatnich latach oprócz produkcji samych systemów klimatyzacji i wentylacji, w spółka wzrosło znaczenie realizacji samych prac montażowych, co było także wymogiem rynku. W kolejnych kwartałach nie oczekiwalibyśmy porównywalnie dużych wzrostów sprzedaży, a raczej postawienia na poprawę generowanych marż.

Perspektywa wyników skonsolidowanych

W ostatnich trzech latach roczny wynik netto utrzymywała się nieco poniżej bariery 10 mln PLN (mimo dużych problemów w segmencie budowlanym). Spodziewamy się, że w bieżącym roku uda się powrócić do dwucyfrowych wartości na tym poziomie (dla przypomnienia w latach 2007-13 Instal generował średnio 20 mln PLN zysku netto). Pomóc w tym powinien głównie segment deweloperski, który notuje w ostatnich miesiącach bardzo dobre wyniki przedsprzedaży (oraz sprzedaży w przypadku ukończonych projektów). Zwracamy uwagę, że w naszych założeniach nie uwzględniamy przekazań mieszkań z projektu Nowy Przewóz 5.0 (uwzględniamy je w dużej mierze w 2018 roku). Nie spodziewamy się także wypracowania więcej niż break-even w segmencie budowlanym. Jednocześnie zarząd wskazuje na ożywienie w postępowaniach przetargowych w dobrze znanym spółce segmencie wodno-ściekowym. Dostrzegamy pole do pozytywnych zaskoczeń. Zarówno w segmencie deweloperskim i budowlanym dostrzegamy pole do pozytywnych zaskoczeń i podniesienia naszych założeń w kolejnych okresach.

W długim terminie konserwatywnie nadal przyjmujemy lekką tendencję zniżkową rezultatów, m.in. spadek rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży. Przy czym zwracamy uwagę, że spółka posiada szeroki zasób gruntów skupowanych systematycznie na przestrzeni wielu lat – wartość nieruchomości inwestycyjnych po 1Q'17 wynosiła ponad 64 mln PLN. Obecny bank ziemi spółki został zbudowany głównie w latach 2010-2014 (a więc już po załamaniu się rynku po hossie 2004-07 – w tym okresie średnie ceny mkw gruntu pod mieszkania na Podgórzu wzrosły z 300 PLN do 1200 PLN, by później szybko załamać się o co najmniej połowę).

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

	2016 poprzednio	2016 raport	zmiana	2017 poprzednio	2017 aktualnie	zmiana	2018 poprzednio	2018 aktualnie	zmiana
Przychody	337,1	357,9	6,2%	332,8	366,1	10,0%	335,4	367,5	9,6%
EBITDA	19,9	17,1	-14,0%	19,0	19,7	3,4%	18,6	21,9	17,7%
EBIT	16,9	13,9	-17,6%	15,9	16,7	5,0%	15,4	18,9	22,7%
Zysk (strata) netto	10,3	9,5	-8,0%	11,9	12,0	0,4%	11,8	14,0	18,3%
Gotówka netto	20,6	-23,5	-	31,1	2,3	-92,5%	40,4	23,2	-42,5%
Marża EBITDA	5,9%	4,8%		5,7%	5,4%		5,5%	6,0%	
Marża EBIT	5,0%	3,9%		4,8%	4,6%		4,6%	5,1%	
Marża zysku netto	3,1%	2,6%		3,6%	3,3%		3,5%	3,8%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 29/09/2016*

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P
Przychody ze sprzedaży	**566,0**	**115,9**	**114,7**	**138,7**	**121,7**	**491,1**	**70,0**	**80,6**	**90,6**	**116,7**	**357,9**	**88,8**	**87,9**	**91,8**	**97,6**	**366,1**
usługi budowlane i projektowe	324,0	49,9	52,2	72,8	39,7	214,6	10,2	15,3	20,6	47,4	93,5	17,9	22,9	27,4	35,6	103,7
deweloperka	35,9	19,1	12,4	10,4	14,7	56,5	15,8	9,8	15,6	15,6	56,8	19,2	18,0	14,6	13,2	65,0
rynek niemiecki	79,1	17,8	19,1	21,0	22,1	80,0	18,4	19,3	18,6	15,6	71,9	16,0	15,9	14,9	14,4	61,3
Frapol	122,3	26,6	29,7	33,9	39,5	129,6	22,8	34,5	32,6	36,8	126,7	33,8	29,3	31,8	33,2	128,1
pozostałe	4,8	2,6	1,3	0,7	5,7	10,3	2,7	1,8	3,2	1,2	8,9	1,9	1,8	3,2	1,2	8,1
EBITDA	**17,9**	**6,8**	**-1,4**	**5,9**	**2,8**	**14,1**	**5,0**	**4,6**	**3,7**	**3,9**	**17,1**	**5,5**	**5,3**	**4,7**	**4,1**	**19,7**
EBIT*	**15,0**	**6,1**	**-2,2**	**5,1**	**2,1**	**11,1**	**4,3**	**3,9**	**3,0**	**2,8**	**13,9**	**4,9**	**4,7**	**4,0**	**3,2**	**16,7**
usługi budowlane i projektowe	-1,0	-1,5	-8,6	-0,7	-4,5	-15,3	-0,9	-3,1	-0,2	2,5	-1,7	0,6	0,0	0,0	0,0	-2,5
deweloperka	7,6	6,0	3,9	3,0	4,3	17,2	2,9	1,0	3,7	4,7	12,3	4,2	3,6	2,9	2,5	21,7
rynek niemiecki	4,3	1,2	1,5	1,0	1,0	4,8	1,4	1,8	0,0	-3,3	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	-1,8
Frapol	4,9	0,9	1,2	2,0	1,7	5,8	0,7	3,5	-0,4	0,5	4,3	0,7	1,2	1,3	1,0	7,9
pozostałe	-0,9	-0,6	-0,2	-0,2	-0,4	-1,4	0,2	0,7	-0,1	-1,6	-0,8	-0,9	-0,2	-0,2	-0,3	-1,8
Zysk (strata) brutto	15,5	6,3	-2,3	5,2	1,8	11,0	4,3	4,2	2,7	2,6	13,8	4,2	4,5	3,9	3,0	15,6
Zysk (strata) netto	**9,8**	**4,0**	**-1,7**	**2,9**	**3,1**	**8,4**	**2,9**	**1,1**	**4,4**	**1,1**	**9,5**	**3,1**	**3,4**	**2,9**	**2,6**	**12,0**
Marża EBITDA	3,2%	5,9%	-1,2%	4,3%	2,3%	2,9%	7,1%	5,7%	4,1%	3,4%	4,8%	6,2%	6,1%	5,1%	4,2%	5,4%
Marża EBIT	2,6%	5,3%	-1,9%	3,7%	1,7%	2,3%	6,2%	4,8%	3,3%	2,4%	3,9%	5,5%	5,3%	4,4%	3,2%	4,6%
Marża zysku netto	1,7%	3,5%	-1,4%	2,1%	2,5%	1,7%	4,2%	1,3%	4,8%	1,0%	2,6%	3,5%	3,9%	3,1%	2,7%	3,3%

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

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

Wyniki spółki	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	430,7	415,5	566,0	491,1	357,9	366,1	367,5	370,8	368,1	365,4	365,7	366,1	366,4	366,7	367,0
zmiana r/r	7,0%	-3,5%	36,2%	-13,2%	-27,1%	2,3%	0,4%	0,9%	-0,7%	-0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	48,6	48,8	50,3	34,8	37,6	45,0	47,1	47,8	47,6	46,8	46,5	46,1	45,7	45,3	15,2
rentowność	11,3%	11,7%	8,9%	7,1%	10,5%	12,3%	12,8%	12,9%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	4,1%
Zysk na sprzedaży	25,9	23,7	23,3	9,9	10,8	17,6	19,1	19,3	19,2	18,4	17,8	17,2	16,5	15,8	15,2
rentowność	6,0%	5,7%	4,1%	2,0%	3,0%	4,8%	5,2%	5,2%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%
EBIT	23,3	19,3	15,0	11,1	13,9	16,7	18,9	19,1	19,0	18,3	17,6	17,0	16,3	15,7	15,0
rentowność	5,4%	4,6%	2,6%	2,3%	3,9%	4,6%	5,1%	5,2%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%
EBITDA	25,7	21,9	17,9	14,1	17,1	19,7	21,9	22,2	22,1	21,4	20,8	20,1	19,5	18,8	18,2
rentowność	6,0%	5,3%	3,2%	2,9%	4,8%	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%	5,8%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%
Usługi budowlane i projektowe	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	199,6	159,1	324,0	214,6	93,5	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7
zmiana r/r	13,7%	-20,3%	103,6%	-33,8%	-56,4%	11,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	3,8	2,9	6,5	-16,4	-4,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
rentowność	1,9%	1,8%	2,0%	-7,7%	-4,7%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Deweloperka	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	56,2	47,3	35,9	56,5	56,8	65,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
zmiana r/r	-29,4%	-15,9%	-24,1%	57,6%	0,5%	14,4%	-7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	13,9	12,1	8,0	16,2	11,7	13,3	12,3	11,6	10,9	10,3	9,6	8,9	8,2	7,5	6,8
rentowność	24,7%	25,5%	22,2%	28,6%	20,6%	20,5%	20,5%	19,4%	18,2%	17,1%	15,9%	14,8%	13,7%	12,5%	11,4%
Rynek niemiecki	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	70,8	72,0	79,1	80,0	71,9	61,3	62,5	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1
zmiana r/r	8,3%	1,6%	9,8%	1,2%	-10,1%	-14,8%	2,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	3,2	3,7	4,6	4,8	-0,2	0,2	1,2	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
rentowność	4,5%	5,2%	5,8%	6,0%	-0,3%	0,4%	2,0%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Frapol	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	90,7	109,4	122,3	129,6	126,7	128,1	133,2	135,9	133,1	130,5	130,8	131,1	131,5	131,8	132,1
zmiana r/r	40,5%	20,5%	11,8%	6,0%	-2,2%	1,1%	4,0%	2,0%	-2,0%	-2,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
Zysk na sprzedaży	6,2	5,7	6,6	6,8	4,1	4,3	5,3	5,4	5,3	5,2	5,2	5,2	5,3	5,3	5,3
rentowność	6,8%	5,2%	5,4%	5,3%	3,2%	3,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Pozostałe	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**
Przychody	13,2	27,7	4,8	10,3	8,9	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
zmiana r/r	-23,8%	109,4%	-82,6%	113,4%	-13,2%	-9,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	-1,2	-0,7	-2,4	-1,5	-0,4	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rentowność	-9,1%	-2,6%	-49,5%	-14,3%	-4,4%	-8,1%	-4,0%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	111,8	117,5	119,5	119,8	120,1	120,3	120,5	120,7	120,8	120,9	121,1	121,2
Wartości niematerialne i prawne	6,4	6,1	6,2	6,3	6,5	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1
Rzeczowe aktywa trwałe	38,3	40,6	40,8	41,0	41,1	41,3	41,3	41,4	41,4	41,5	41,5	41,6
Nieruchomości inwestycyjne	57,2	62,6	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3	64,3
Pozostałe aktywa trwałe	10,0	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Aktywa obrotowe	217,5	242,0	235,2	243,4	252,2	259,6	266,3	273,4	283,9	294,0	303,6	312,7
Zapasy	84,8	114,0	104,7	94,9	95,0	94,9	94,7	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8
Należności krótkoterminowe	88,3	123,1	104,6	106,5	107,5	106,7	106,0	106,1	106,2	106,3	106,4	106,5
Inwestycje krótkoterminowe	43,9	4,2	25,3	41,4	49,1	57,4	65,0	72,0	82,4	92,3	101,8	110,8
- środki pieniężne	43,9	4,2	25,3	41,4	49,1	57,4	65,0	72,0	82,4	92,3	101,8	110,8
- pozostałe aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Aktywa razem	329,3	359,4	354,7	363,2	372,3	380,0	386,9	394,1	404,7	414,9	424,7	433,9
Kapitał (fundusz) własny	204,4	211,7	221,8	233,9	246,1	258,0	269,2	280,1	289,8	299,1	307,9	316,2
Kapitał mniejszości	6,8	7,4	8,1	8,9	9,8	10,6	11,5	12,3	13,1	13,9	14,8	15,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	118,1	140,4	124,8	120,4	116,4	111,3	106,2	101,8	101,8	101,9	102,0	102,1
Rezerwy na zobowiązania	14,8	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Zobowiązania długoterminowe	5,2	9,1	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	5,2	9,1	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	93,2	115,1	104,1	104,3	100,4	95,2	90,1	85,7	85,7	85,8	85,9	86,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	10,6	18,6	18,3	18,2	13,5	9,0	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	329,3	359,4	354,7	363,2	372,3	380,0	386,9	394,1	404,7	414,9	424,7	433,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	491,1	357,9	366,1	367,5	370,8	368,1	365,4	365,7	366,1	366,4	366,7	367,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	456,3	320,2	321,2	320,4	323,0	320,4	318,6	319,2	319,9	320,7	321,4	351,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	34,8	37,6	45,0	47,1	47,8	47,6	46,8	46,5	46,1	45,7	45,3	15,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	24,9	26,8	27,3	28,0	28,5	28,5	28,4	28,7	28,9	29,2	29,5	0,0
Zysk (strata) na sprzedaży	9,9	10,8	17,6	19,1	19,3	19,2	18,4	17,8	17,2	16,5	15,8	15,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,2	3,1	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	14,1	17,1	19,7	21,9	22,2	22,1	21,4	20,8	20,1	19,5	18,8	18,2
EBIT	11,1	13,9	16,7	18,9	19,1	19,0	18,3	17,6	17,0	16,3	15,7	15,0
Saldo działalności finansowej	-0,1	-0,1	-1,1	-0,6	-0,3	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8
Zysk (strata) brutto	11,0	13,8	15,6	18,3	18,8	18,9	18,4	18,0	17,5	17,0	16,4	15,8
Zysk (strata) netto mniejszości	1,1	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Zysk (strata) netto*	8,4	9,5	12,0	14,0	14,4	14,5	14,1	13,8	13,4	12,9	12,5	12,0

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	17,0	-37,4	33,5	26,4	18,1	18,6	17,9	17,1	16,6	16,1	15,5	15,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,0	-9,4	-4,9	-3,0	-2,9	-2,8	-2,7	-2,6	-2,6	-2,5	-2,4	-2,3
Przepływy z działalności finansowej	-12,3	7,1	-7,5	-7,3	-7,4	-7,4	-7,7	-7,5	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
Przepływy pieniężne netto	3,7	-39,7	21,1	16,1	7,7	8,3	7,6	7,0	10,4	10,0	9,5	9,0
Środki pieniężne na początek okresu	40,2	43,9	4,2	25,3	41,4	49,1	57,4	65,0	72,0	82,4	92,3	101,8
Środki pieniężne na koniec okresu	43,9	4,2	25,3	41,4	49,1	57,4	65,0	72,0	82,4	92,3	101,8	110,8

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-27,1%	2,3%	0,4%	0,9%	-0,7%	-0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITDA zmiana r/r	21,3%	14,8%	11,4%	1,2%	-0,4%	-3,3%	-2,8%	-2,9%	-3,2%	-3,4%	-3,5%
EBIT zmiana r/r	25,7%	19,9%	13,1%	1,2%	-0,6%	-3,9%	-3,4%	-3,6%	-3,9%	-4,1%	-4,3%
Zysk netto zmiana r/r	12,7%	26,2%	16,8%	2,8%	0,8%	-2,7%	-2,3%	-2,7%	-3,5%	-3,6%	-3,8%
Marża brutto na sprzedaży	10,5%	12,3%	12,8%	12,9%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	4,1%
Marża EBITDA	4,8%	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%	5,8%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%
Marża EBIT	3,9%	4,6%	5,1%	5,2%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%
Marża brutto	3,9%	4,3%	5,0%	5,1%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%
Marża netto	2,6%	3,3%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%
COGS / przychody	89,5%	87,7%	87,2%	87,1%	87,1%	87,2%	87,3%	87,4%	87,5%	87,6%	95,9%
SG&A / przychody	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	0,0%
SG&A / COGS	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	0,0%
ROE	4,5%	5,4%	6,0%	5,8%	5,6%	5,2%	4,9%	4,6%	4,3%	4,0%	0,0%
ROA	2,6%	3,4%	3,8%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	0,0%
Dług	27,8	23,0	18,2	13,5	9,0	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	4,8%	7,7%	6,5%	5,0%	3,6%	2,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	5,0%	8,4%	6,9%	5,3%	3,8%	2,4%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-0,7%	-6,6%	-3,2%	-1,7%	-0,4%	0,9%	2,2%	3,2%	4,0%	4,8%	5,6%
Dług / kapitał własny	13,1%	10,4%	7,8%	5,5%	3,5%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	23,5	-2,3	-23,2	-35,6	-48,4	-60,5	-72,0	-82,4	-92,3	-101,8	-110,8
Dług netto / kapitał własny	11,1%	-1,1%	-9,9%	-14,5%	-18,8%	-22,5%	-25,7%	-28,4%	-30,9%	-33,1%	-35,1%
Dług netto / EBITDA	1,4	-0,1	-1,1	-1,6	-2,2	-2,8	-3,5	-4,1	-4,7	-5,4	-6,1
Dług netto / EBIT	1,7	-0,1	-1,2	-1,9	-2,5	-3,3	-4,1	-4,8	-5,7	-6,5	-7,4
EV	129,5	103,7	82,8	70,4	57,6	45,5	34,0	23,6	13,7	4,2	-4,8
Dług / EV	21,4%	22,2%	22,0%	19,2%	15,6%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,7%	1,4%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	305,0%	168,9%	110,2%	109,5%	107,4%	105,7%	105,0%	104,5%	104,0%	103,7%	103,4%
Amortyzacja / Przychody	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	14,3%	-4,6%	-2,2%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-38,5%	-205,0%	-607,1%	12,0%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%

Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	11,2	8,9	7,6	7,4	7,3	7,5	7,7	7,9	8,2	8,5	8,8
P/BV*	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
P/CE*	8,4	7,1	6,2	6,1	6,0	6,2	6,3	6,4	6,6	6,8	7,0
EV/EBITDA*	7,6	5,3	3,8	3,2	2,6	2,1	1,6	1,2	0,7	0,2	-0,3
EV/EBIT*	9,3	6,2	4,4	3,7	3,0	2,5	1,9	1,4	0,8	0,3	-0,3
EV/S*	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
BVPS	29,1	30,4	32,1	33,8	35,4	37,0	38,4	39,8	41,0	42,3	43,4
EPS	1,3	1,6	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6
CEPS	1,7	2,0	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,1
DPS	0,25	0,25	0,25	0,30	0,35	0,40	0,40	0,50	0,50	0,50	0,50
Payout ratio	21,7%	19,2%	15,2%	15,7%	17,8%	20,1%	20,7%	26,5%	27,2%	28,2%	29,3%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 14,6 PLN*

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	20,0	Kupuj	19,9	16.05.2017	09:12 CEST	14,6	61 795
Kupuj	19,9	Kupuj	19,1	29.09.2016	09:39 CEST	12,6	47 644
Kupuj	19,1	Kupuj	18,6	16.05.2016		11,9	46 064
Kupuj	18,6	Kupuj	22,9	19.10.2015		11,3	51 475
Kupuj	22,9	-	-	5.08.2014		16,0	50 807

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:

Kupuj	2	22%
Akumuluj	4	44%
Trzymaj	0	6%
Redukuj	3	33%
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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

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

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

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.05.2017 roku, 09:12 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.05.2017 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 niemniejszym 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 16.05.2017 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 subemisje 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.

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 świadomym, 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.