



Dom Maklerski BDM S.A.

WASKO

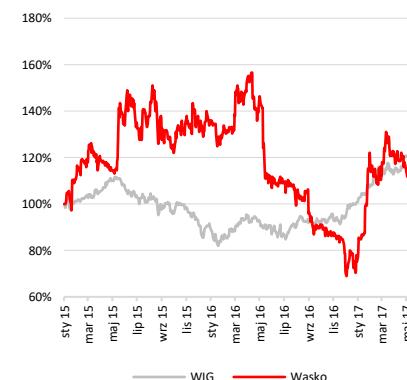
RAPORT ANALITYCZNY

Uważamy, że aktualna cena rynkowa Wasko jest w dalszym ciągu mocno nieefektywna i nie odzwierciedla perspektywy poprawy EBITDA w kolejnych latach (jest nawet poniżej bilansowej wartości aktywów). Dlatego **podtrzymujemy zalecenie Kupuj i podnosimy cenę docelową do 2,22 PLN/akcję**. Raport za 1Q'17 był dla nas budujący. Zakładamy, że jeśli początek roku ma być wskazówką dla wyników całego 2017 roku to dynamika wzrostu EBITDA w kolejnych kwartałach powinna być zadowalająca. Tym samym materializują się już odczuwalnie opisywane przez nas w poprzednim raporcie zmiany wewnątrz grupy. Dodatkowo w średnim terminie dostrzegamy nowe szanse jakie rysują się przed spółką m.in. w związku z realizacją Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa oraz ożywieniem na rynku zamówień publicznych. Dla przyszłych marż spółki, ważna będzie również obserwowana już zmiana otoczenia konkurencyjnego, co związane jest z zaprzestaniem agresywnej walki ceną w przetargach przez wybranych konkurentów.

Po dobrym odczycie za 1Q'17 oceniamy, że także 2Q'17 przyniesie istotną poprawę rezultatów w ujęciu r/r. Spółka może liczyć na pozytywną kontrybucję usług sprzedawanych do segmentu dużych przedsiębiorstw. Ponadto spodziewamy się już pierwszych oznak ożywienia w segmencie ochrony zdrowia. Prognozujemy 11% wzrost sprzedaży, który powinien przełożyć się na ponad czterokrotnie lepszy odczyt EBITDA. Oprócz poprawy warunków biznesowych wpływ na raportowanie lepszych rezultatów może mieć niska baza z 2Q'16 wywołana czynnikami jednorazowymi. W kolejnych okresach oczekujemy dalszego wzrostu w segmencie ochrony zdrowia. Dodatkowo powinny pojawić się pierwsze duże zlecenia w zakresie budowy sieci szerokopasmowych. Według nas ich wpływ na wyniki Wasko może pojawić się jeszcze w 2017 roku, a bardzo dobra sytuacja płynnościowa na tle konkurencji powinna być istotnym atutem w walce o te kontrakty. Na koniec 1Q'17 w bilansie Wasko znajdowało się 40,8 mln PLN gotówki netto. Uważamy, że takie środki wystarczą na sfinansowanie kapitału obrotowego potrzebnego przy realizacji dużych projektów publicznych. Na skutek spowolnienia jakie miało miejsce w 2016 roku na rynku zamówień publicznych niektórzy bezpośredni konkurenci Wasko popadli w tarapaty finansowe. Sądzimy, że powinno to ułatwić spółce pozyskiwanie nowych zleceń po korzystniejszych cenach.

W całym 2017 roku zakładamy, że EBITDA wzrośnie do 28,7 mln PLN. W kolejnych dwóch latach założymy poprawę EBITDA do odpowiednio 35,2 mln PLN i 37,6 mln PLN. Wydaje nam się, że przyjęte wartości będą dawały w przyszłości pole do pozytywnych zaskoczeń i podwyższenia założeń. Zwracamy uwagę, że w modelu nie uwzględniamy poprawy marż, a podejmowane przez spółkę wysiłki zmierzają do zmiany struktury przychodów oraz rentowności poszczególnych obszarów biznesowych. Z obecnej perspektywy spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie 3,9x-4,0x.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	450,9	209,3	268,9	329,3	344,5	352,4
EBITDA [mln PLN]	48,2	14,3	28,7	35,2	37,6	38,1
EBIT [mln PLN]	32,6	0,0	14,4	20,6	22,8	23,1
Wynik netto [mln PLN]	25,2	-0,2	10,7	16,2	17,8	18,0
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/E	5,7	-	13,5	8,9	8,1	8,0
EV/EBITDA	1,7	6,7	4,0	3,9	3,6	3,4
EV/EBIT	2,5	-	8,0	6,6	5,9	5,7



KUPUJ
(POPZEDNIO KUPUJ)

WYCENA 2,22 PLN

08 CZERWCA 2017, 09:14 CEST

Wycena DCF [PLN]	2,06
Wycena porównawcza [PLN]	2,60
Wycena końcowa [PLN]	2,22
Potencjał do wzrostu / spadku	+33,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	1,67
Kapitalizacja [mln PLN]	152,3
Ilość akcji [mln. szt.]	91,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1,90
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,00
Stopa zwrotu za 3 mc	-2,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	67,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	19,3%
Struktura akcjonariatu:	
Wojciech Wajda	66,7%
Krzyszyna Wajda	14,5%
Pozostali	18,8%

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

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OPIS RYZYK.....	8
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ZA 1Q'17	9
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	12

PODSUMOWANIE

Wyceny Wasko dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2017 -2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 2,60 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 2,06 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 2,22 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą	30%	2,60
Wycena metodą DCF	70%	2,06
Wycena 1 akcji [PLN]		2,22

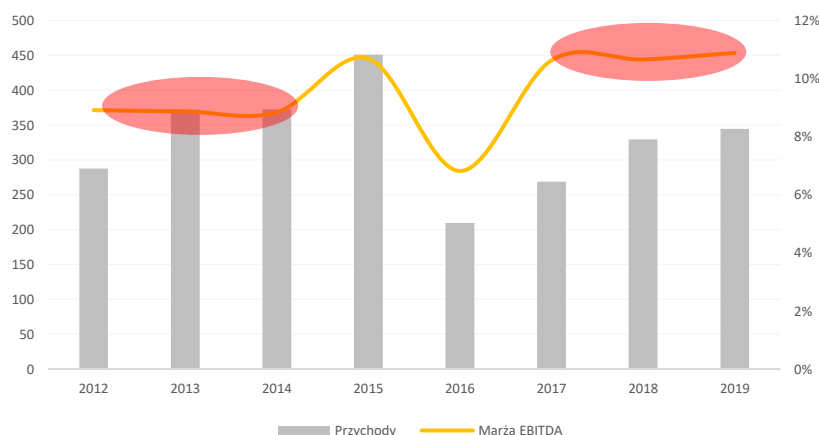
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obecną rynkową wycenę Wasko traktujemy jako okazję do zwiększania zaangażowania w spółkę. Według nas obecna cena jaką trzeba zapłacić za jeden walor nie odzwierciedla nawet wartości bilansowej. Ponadto zwracamy uwagę na wysoki potencjał do poprawy wyników. Już w 1Q'17 można było odczuć pewną poprawę koniunktury, która znalazła odzwierciedlenie w dwukrotnie wyższym EBITDA. Obecnie ożywienie jest widoczne dopiero w niektórych obszarach administracji publicznej dlatego tylko nieliczne podmioty są jego beneficjentami. Ze względu na strukturę portfela produktowego ze wspomnianej poprawy warunków biznesowych korzysta już Wasko.

Spodziewamy się, że kolejne okresy także przyniosą wyraźną poprawę wyników. W 2Q'17 prognozujemy sprzedaż o 11% wyższą r/r, co powinno pozwolić na wypracowanie ponad czterokrotnie wyższego EBITDA – na poziomie 6 mln PLN. W całym 2017 roku Wasko może już odczuwać poprawę zarówno w obszarze rozwiązań dla szpitali jak i budowy sieci szerokopasmowych. W ramach pierwszej osi priorytetowej PO Polska Cyfrowa wyasygnowano ponad 1 mld EUR dofinansowania ze środków unijnych na zwiększenie zasięgu internetu szerokopasmowego na terenie Polski. W przypadku ochrony zdrowia oczekujemy na razie realizowania pojedynczych zleceń, na tle całego rynku informatycznego skala wzrostu nie jest duża, ale w przypadku mniejszych podmiotów poprawa powinna być zauważalna. W skali całego 2017 roku zakładamy sprzedaż o 29% lepszą r/r, a EBITDA na poziomie dwukrotnie wyższym niż w 2016 roku.

Wasko dokonuje także reorganizacji biznesu. Jest to widoczne min. w postaci niższego zatrudnienia oraz nowego podziału na segmenty. Nierentowne obszary działalności są stopniowo wygaszane, co powinno mieć odzwierciedlenie w poprawie rentowności operacyjnej. Uważamy, że na wyniki generowane w nadchodzących latach wpływ może mieć trudna sytuacja płynnościowa niektórych konkurentów (Qumak, Cube ITG, Hawe). Oczekujemy, że przełoży się to na słabszą rywalizację o kontrakty publiczne i będzie skutkowało nieco lepszymi cennikami dla Wasko.

Prognoza wyników Wasko [mln PLN]

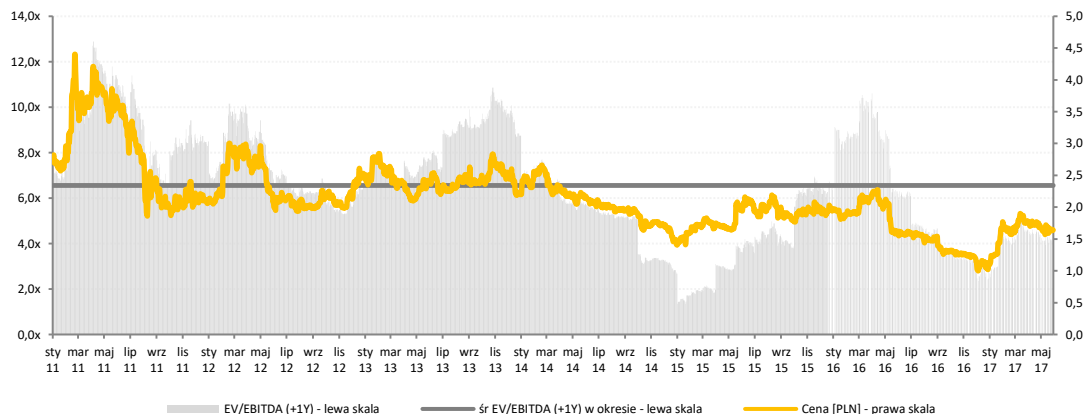


Zmiany w otoczeniu rynkowym oraz reorganizacja wewnętrzna powinny pozwolić Wasko wygenerować lepsze marże niż miało to miejsce podczas poprzedniego rozdania przetargów unijnych.

Zwracamy uwagę, że w modelu nie uwzględniamy poprawy marż, a zauważamy że podejmowane przez spółkę wysiłki zmierzają do zmiany struktury przychodów oraz rentowności poszczególnych obszarów biznesowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Akceptowalny mnożnik EV/EBITDA (+1Y)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu

- Po zadowalającym 1Q'17 oczekujemy utrzymania wzrostowej ścieżki wynikowej także w okresie 2-4Q'17. Oceniamy, że Wasko w dalszym ciągu będzie odczuwać stopniową poprawę klimatu biznesowego w obszarze administracji publicznej. Według nas możliwe jest pozyskanie umów na realizację sieci szerokopasmowych jeszcze. W 2017 roku.
- Wasko zdobyło cenne know – how realizując sieci szerokopasmowe w poprzedniej perspektywie finansowej UE. Dlatego bardzo wysoko oceniamy szanse spółki przy startowaniu do takich projektów w kraju. Uważamy, że w najbliższym czasie będzie możliwa także sprzedaż zagraniczna w tym obszarze. Dodatkowym argumentem przemawiającym za silną pozycją w tym obszarze jest bardzo dobra sytuacja płynnościowa Wasko. Tego typu projekty mogą wiązać się z koniecznością zaangażowania znacznych środków na kapitał obrotowy. W świetle problemów płynnościowych głównych konkurentów daje to spółce silną kartę przetargową.
- Problemy niektórych konkurentów powinny przełożyć się na słabszą rywalizację o kontrakty w kluczowych dla Wasko obszarach. Dlatego oczekujemy generowania lepszych marż niż miało to miejsce podczas realizacji przetargów finansowanych ze środków z poprzedniej perspektywy finansowej UE.
- W modelu nie uwzględniamy zwiększania rezerw na kary naliczone przez GITD.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Poziomy zapasów oraz zobowiązań i należność handlowych zostały obliczone na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Do obliczeń przyjęliśmy poziom długu (gotówki) netto na koniec 2016 roku.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 91,2 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 08 czerwca 2017.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała wycenę jednej akcji na poziomie 2,06 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	268,9	329,3	344,5	352,4	359,3	362,6	366,0	369,5	373,0	376,7
EBIT[mln PLN]	14,4	20,6	22,8	23,1	23,3	23,4	23,5	23,6	23,7	23,9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,9	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
NOPLAT[mln PLN]	10,4	16,3	18,4	18,6	18,8	18,9	19,0	19,1	19,2	19,3
Amortyzacja [mln PLN]	14,2	14,5	14,7	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2	16,5	16,7
CAPEX [mln PLN]	-16,4	-16,5	-17,2	-17,6	-18,0	-18,1	-18,3	-18,5	-18,7	-18,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-21,8	-29,9	-4,9	-2,5	-2,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
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]	-13,5	-15,6	11,0	13,5	14,0	15,4	15,5	15,7	15,9	16,0
DFCF [mln PLN]	-12,8	-13,6	8,8	9,9	9,4	9,5	8,8	8,2	7,6	7,0
Suma DFCF [mln PLN]	42,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	229,3									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	100,4		Wzrost w okresie rezydualnym		+1,0%					
Wartość firmy EV [mln PLN]	143,2									
Dług netto [mln PLN]	-49,3									
Dywidenda wypłacona [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	4,6									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	188,0									
liczba akcji [mln szt.]	91,2									
Wartość na akcje [PLN]	2,06									

Przychody zmiana r/r	28,5%	22,4%	4,6%	2,3%	2,0%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-	43,6%	10,6%	1,2%	1,0%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
FCF zmiana r/r	-	-	-	22,3%	3,4%	10,0%	1,2%	1,1%	1,0%	1,1%
Marża EBITDA	10,6%	10,7%	10,9%	10,8%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Marża EBIT	5,3%	6,3%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%
Marża NOPLAT	3,9%	4,9%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%
CAPEX / Przychody	6,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX / Amortyzacja	114,9%	113,7%	117,1%	117,4%	117,3%	116,1%	115,0%	114,1%	113,3%	112,7%
Zmiana KO / Przychody	8,1%	9,1%	1,4%	0,7%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	36,5%	49,6%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%

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	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	1,94	2,05	2,18	2,35	2,57	2,87	3,30	3,98	5,21
	0,8	1,84	1,93	2,05	2,19	2,37	2,62	2,96	3,48	4,34
	0,9	1,75	1,83	1,93	2,05	2,21	2,41	2,69	3,09	3,71
	1	1,67	1,74	1,82	1,93	2,06	2,23	2,46	2,77	3,25
	1,1	1,59	1,65	1,73	1,82	1,93	2,08	2,26	2,52	2,89
	1,2	1,52	1,58	1,64	1,72	1,82	1,94	2,10	2,31	2,60
	1,3	1,46	1,51	1,56	1,63	1,72	1,82	1,96	2,13	2,37

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Premia za ryzyko	3%	2,05	2,18	2,33	2,53	2,80	3,17	3,73	4,65	6,51
	4%	1,84	1,93	2,05	2,19	2,37	2,62	2,96	3,48	4,34
	5%	1,67	1,74	1,82	1,93	2,06	2,23	2,46	2,77	3,25
	6%	1,52	1,58	1,64	1,72	1,82	1,94	2,10	2,31	2,60
	7%	1,40	1,44	1,49	1,56	1,63	1,72	1,83	1,98	2,17
	8%	1,29	1,33	1,37	1,42	1,47	1,54	1,63	1,73	1,87
	9%	1,20	1,23	1,26	1,30	1,35	1,40	1,46	1,54	1,64

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	3,32	3,13	2,95	2,80	2,66	2,53	2,41	2,30	2,21
	4%	2,90	2,70	2,53	2,37	2,24	2,12	2,01	1,91	1,82
	5%	2,57	2,37	2,21	2,06	1,93	1,82	1,72	1,63	1,55
	6%	2,30	2,12	1,96	1,82	1,70	1,60	1,50	1,42	1,35
	7%	2,09	1,91	1,76	1,63	1,52	1,42	1,34	1,26	1,19
	8%	1,91	1,74	1,60	1,47	1,37	1,28	1,20	1,14	1,07
	9%	1,76	1,60	1,46	1,35	1,25	1,17	1,10	1,03	0,98

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

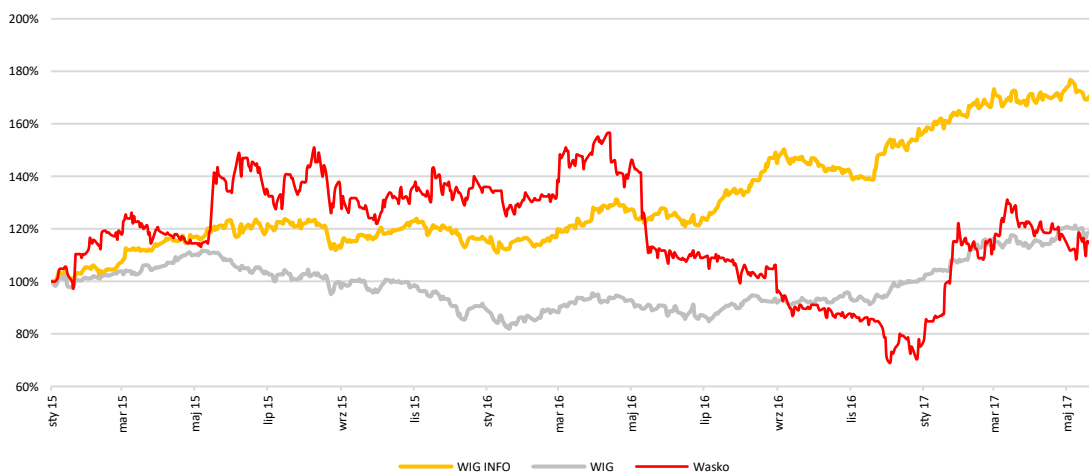
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2017 -2019 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Wasko. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 33% wagę poszczególnych lat. Metoda porównawczą sugeruje cenę jednej akcji na poziomie 2,60 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Atende	13,8	11,4	11,1	7,6	6,3	5,8
Asseco BS	18,0	15,9	13,7	12,4	10,5	9,2
Comarch	18,6	18,0	15,7	9,8	8,3	7,6
Comp	18,3	6,0	5,4	9,4	4,7	4,0
Qumak	-	23,1	15,4	31,2	8,7	7,4
Sygnity	-	21,3	7,0	6,8	6,4	4,5
Asseco Poland	13,4	12,3	11,4	7,4	6,6	6,2
Mediana	18,0	15,9	11,4	9,4	6,6	6,2
Wasko	14,2	9,4	8,6	4,3	4,1	3,8
Premia/dyskonto do mediany	-21,2%	-40,9%	-24,9%	-54,6%	-38,0%	-39,7%
Wycena wg wskaźnika	2,1	2,8	2,2	3,3	2,6	2,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		2,4			2,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]	2,60					

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

Zachowanie kursu spółki względem WIG i WIG-Informatyka



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski BDM S.A.

OPIS RYZYK

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

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ZA 1Q'17

Wasko ma za sobą dość trudny okres czego skutkiem jest wyraźnie słabszy wynik wygenerowany w ostatnich czterech kwartałach w ujęciu r/r. Okres 1Q'16 był pierwszym okresem ochłodzenia koniunktury na kluczowych dla spółki rynkach. Spowolnienie wynikało z zakończenia realizacji długoterminowych kontraktów min. z zakresu budowy sieci szerokopasmowych. Zwracamy uwagę na poprawę rezultatów na poziomie jednostkowym. W dalszym ciągu za większość wyniku odpowiada COIG, jednak dzięki reorganizacji biznesu i pozyskaniu nowych kontraktów strata w Wasko zmniejszyła się o połowę.

1Q'17 przyniósł stopniową odbudowę wyników pomimo, że spora część podmiotów działających na polskim rynku informatycznym jeszcze nie czuje ożywienia w administracji publicznej. W tym okresie spółce udało się pozyskać dwa ważne kontrakty jakimi były umowy z PAŻP oraz RCZSiUT. Skutkowało to wzrostem przychodów o 30,7% oraz blisko dwukrotnie wyższym odczytem EBITDA (5,5 mln PLN vs 2,8 mln PLN). W skali ostatnich czterech kwartałów Wasko notuje wyraźnie słabsze rezultaty r/r ponieważ pod koniec 2015 roku miało miejsce finalne rozliczenie długoterminowych kontraktów w obszarze budowy światłowodów.

Wyniki za 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	44,6	58,4	30,7%	384,3	223,2	-41,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,2	12,2	31,7%	67,1	48,8	-27,3%
EBITDA	2,8	5,5	97,7%	34,1	17,0	-50,3%
EBIT	-0,7	2,1	-384,9%	18,4	2,9	-84,5%
Wynik brutto	-0,3	2,2	-795,2%	18,4	4,4	-76,1%
Wynik netto	-0,4	1,6	-494,9%	15,5	2,3	-84,9%
Wynik akcjonariuszy Wasko	-1,0	1,3	-	14,3	2,2	-84,4%
Wynik mniejszości	0,6	0,2	-66,0%	1,2	0,1	-90,2%
Marża brutto	20,7%	20,9%		17,5%	21,9%	
Marża EBITDA	6,2%	9,4%		8,9%	7,6%	
Marża EBIT	-1,7%	3,6%		4,8%	1,3%	
Marża netto	-0,9%	2,7%		4,0%	1,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

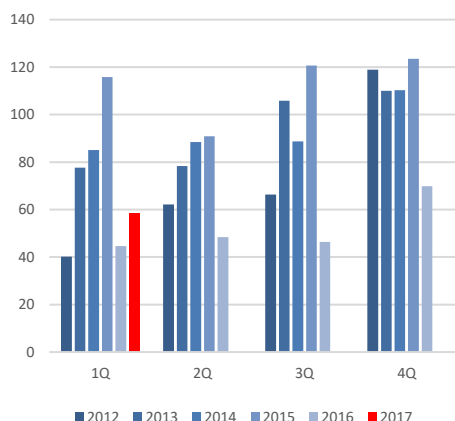
Od 1Q'17 Wasko zaczęło raportować w rozbiciu na nowe segmenty. Początek 2017 roku największe ożywienie przyniósł w działalności handlowej, za sprawą dostaw sprzętowych w ramach podpisanych niedawno kontraktów. Spółka stopniowo odbudowuje także portfel zleceń w dywizji inwestycji infrastrukturalnych, które rok temu zaliczyły dołek wynikający z zakończenia realizacji wieloletnich projektów. Wasko poprawiło także sprzedaż systemów wspomagających zarządzanie, gdzie sprzedaje min. rozwiązania ERP dla podmiotów przemysłowych. W 2016 roku to właśnie ten segment okazał się najbardziej odporny na dekonunkturę.

Przychody za 1Q'17 według nowego podziału na segmenty [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2016	2017	zmiana r/r
Inwestycje infrastrukturalne	3,0	7,8	158%	167,7	45,0	-73%
Działalność handlowa	5,1	21,3	318%	100,3	30,6	-69%
Systemy Informatyczne oraz usługi programistyczne	7,7	6,3	-19%	47,6	22,8	-52%
Usługi IT	8,6	2,3	-73%	29,7	28,1	-5%
Pozostałe usługi	4,5	3,2	-29%	32,3	15,9	-51%
Systemy wspomagające zarządzanie	11,2	13,2	18%	52,8	51,8	-2%
Usługi przetwarzania danych	4,6	4,0	-13%	20,4	15,0	-26%

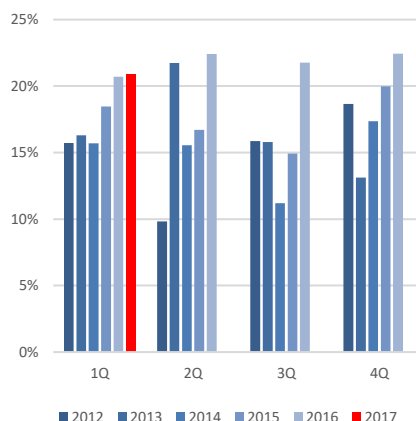
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



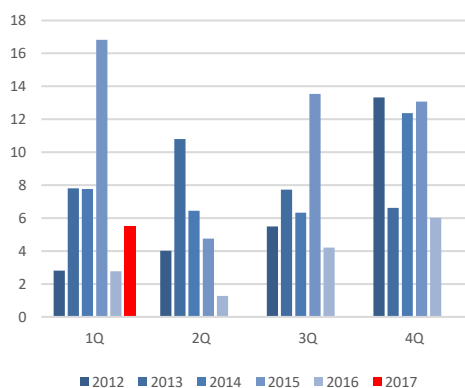
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu kwartalnym



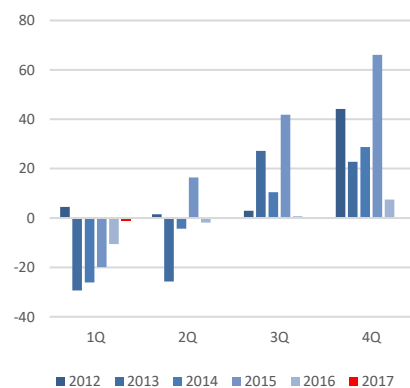
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



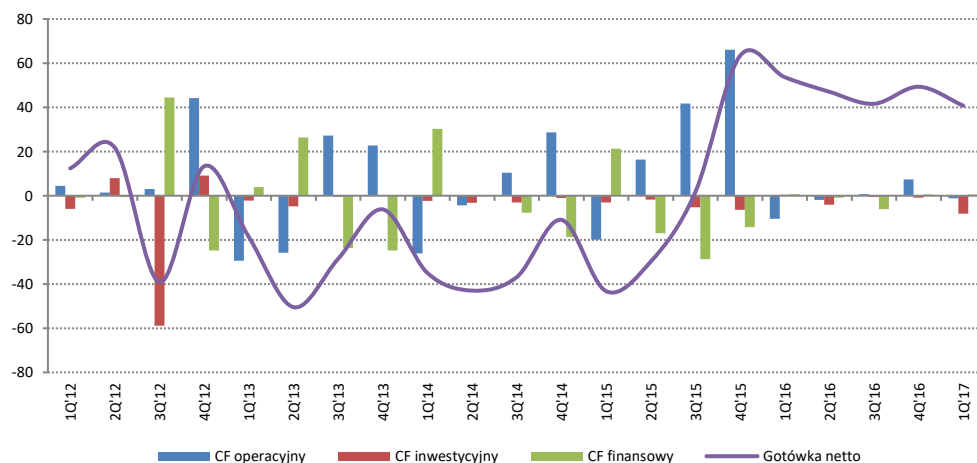
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy operacyjne w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Pozycja gotówkowa spółki [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Bilans [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	1Q'16	1Q'17
Aktywa Trwałe	165,2	160,1	149,6	140,8	147,0	140,4
Rzeczowe aktywa trwałe	87,2	86,4	82,5	79,4	81,3	79,0
Wartości niematerialne i prawne	70,3	63,1	50,5	42,8	48,9	42,2
Pozostałe	7,7	10,7	16,6	18,6	16,8	19,2
Aktywa Obrotowe	168,6	167,0	153,6	130,4	130,9	138,2
Zapasy	12,5	14,9	4,6	5,1	5,4	6,5
Należności handlowe	140,0	129,9	74,8	68,4	59,9	77,9
Gotówka i jej ekwiwalenty	12,9	15,5	65,0	50,2	55,7	41,5
Pozostałe	3,2	6,7	9,1	6,6	9,9	12,4
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	6,4	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	340,2	328,5	304,3	271,2	277,9	278,6
Kapitał własny	189,5	201,0	221,5	214,8	221,1	216,3
w tym udział mniejszości	8,5	8,6	4,6	4,4	4,7	4,6
Zobowiązania długoterminowe	7,7	20,2	5,0	2,3	4,7	2,1
Zobowiązania finansowe	2,1	16,4	0,5	0,3	0,7	0,2
Pozostałe	5,6	3,9	4,4	2,1	4,0	1,9
Zobowiązania Krótkoterminowe	143,0	107,3	77,8	54,1	52,1	60,2
Zobowiązania handlowe	72,7	56,2	29,1	20,1	13,5	24,5
Zobowiązania finansowe	17,0	10,1	1,2	0,6	1,3	0,5
Pozostałe	53,3	41,0	47,5	33,4	37,3	35,1
Pasywa razem	340,2	328,5	304,3	271,2	277,9	278,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wasko cieszy się komfortową sytuacją płynnościową, która pozwala spółce ze spokojem ubiegać się o duże projekty. Tak było podczas poprzedniej perspektywy finansowej UE, kiedy spółka realizowała budowę sieci szerokopasmowych w kilku województwach. Obecna struktura bilansu daje Wasko silną pozycję konkurencyjną na tle takich podmiotów jak Qumak, CubeITG, czy Hawe, które borykają problemami płynnościowymi. Dzięki temu w nadchodzących okresach konkurencja w obszarach kluczowych dla Wasko może być wyraźnie niższa niż miało to miejsce do tej pory. Zwracamy również uwagę na mocno nieefektywną wycenę rynkową Wasko, która nie odzwierciedla wartości bilansowej spółki.

Wartość wybranych aktywów netto na dzień 31 marca 2017 roku

	Wartość bilansowa
Gotówka	41,5
Zapasy	6,5
Należności	77,9
Zobowiązania handlowe	24,5
Zobowiązania finansowe	0,7
Budynki*	46,3
Grunty*	16,2
Nieruchomości inwestycyjne	6,7
Suma wartości wybranych aktywów	169,8
Liczba akcji	91,2
Wartość wybranych aktywów na akcję	1,86

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Dane na koniec 2016 roku.

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się utrzymania wzrostowej ścieżki wynikowej także w kolejnych kwartałach 2017 roku. Zakładamy, że Wasko w dalszym ciągu będzie odczuwać stopniowe ocieplanie się klimatu biznesowego w obszarze administracji publicznej. Według nas głównym motorem poprawy rezultatów w 2017 roku będą sektory uzależnione od finansowania z tego źródła. Pierwsze kontrakty w ochronie zdrowia powinny mieć wpływ na wyniki już w 2Q'17, a koniec 2017 roku może przynieść ożywienie także w sektorze inwestycji infrastrukturalnych. Uważamy, że w samym 2Q'17 przełoży się to na 11% dynamikę przychodów i wzrost EBITDA do poziomu 6 mln PLN, względem 1,3 mln w 2Q'16. Tak wyraźna poprawa wyników ma wynikać nie tylko z lepszych uwarunkowań rynkowych, ale także z niskiej bazy z zeszłego roku wywołanych zdarzeniami jednorazowymi. Z kolei cały 2017 rok powinien skutkować sprzedażą na poziomie 268,9 mln PLN (+ 29% r/r) i dwukrotnie wyższym EBITDA niż w 2016 roku. Prognozujemy, że wyniesie on 28,7 mln PLN.

W sektorze komercyjnym oczekujemy utrzymania stabilnych wyników. Do tej grupy odbiorców spółka sprzedaje głównie rozwiązania ERP oraz usługi data center. W ramach tej dywizji Wasko posiada znaczącą ekspozycję na sektor wydobywczy. Prognozujemy, że po okresie licznych roszad w strukturach śląskich kopalń nastąpi pewna stabilizacja i spółka będzie mogła liczyć głównie na popyt utrzymaniowy.

Silne kompetencje zbudowane podczas zrealizowanych już projektów światłowodowych oraz dobra sytuacja płynnościowa, stawiają Wasko dobrej pozycji wyjściowej względem głównych konkurentów. Zakładamy, że problemy płynnościowe podmiotów takich jak Qumak, Hawe, Cube ITG, ułatwią spółce walkę o kontrakty publiczne. Dlatego marże realizowane na tych projektach powinny być wyższe niż miało to miejsce w poprzedniej perspektywie finansowej UE. Oczekujemy, że zdobyta wiedza w tym zakresie pozwoli spółce także na sprzedaż eksportową. Udań wyjście z ofertą poza granice kraju oznaczałoby istotne polepszenie generowanych marż oraz skłoniłoby nas do podniesienia projekcji finansowych dla Wasko.

Prognozy wyników [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	44,6	48,4	46,4	69,9	58,4	53,7	57,1	99,8	209,3	268,9	329,3	344,5
Zysk brutto ze sprzedaży	9,2	10,8	10,1	15,7	12,2	11,5	11,6	17,1	45,9	52,4	58,1	59,7
EBITDA	2,8	1,3	4,2	6,0	5,5	6,0	6,4	10,8	14,3	28,7	35,2	37,6
EBIT	-0,7	-2,3	0,6	2,4	2,1	2,3	2,8	7,1	0,0	14,4	20,6	22,8
Wynik brutto	-0,3	-1,4	1,0	2,6	2,2	2,4	2,8	7,2	1,9	14,6	21,1	23,0
Wynik netto	-0,4	-1,5	0,7	1,6	1,6	1,9	2,3	5,8	0,4	11,6	17,1	18,7
Marża brutto	20,7%	22,4%	21,8%	22,4%	20,9%	21,3%	20,4%	17,1%	21,9%	19,5%	17,7%	17,3%
Marża EBITDA	6,2%	2,6%	9,1%	8,6%	9,4%	11,2%	11,3%	10,8%	6,8%	10,7%	10,7%	10,9%
Marża EBIT	-1,7%	-4,7%	1,4%	3,4%	3,6%	4,4%	4,9%	7,1%	0,0%	5,3%	6,3%	6,6%
Marża netto	-0,9%	-3,2%	1,6%	2,3%	2,7%	3,6%	4,0%	5,8%	0,2%	4,3%	5,2%	5,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz względem ostatniego raportu [mln PLN]

	2017P poprzednia	2017P obecna	Zmiana	2018P poprzednia	2018P obecna	Zmiana
Przychody	259,6	268,9	3,6%	323,1	329,3	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	48,3	52,4	8,4%	56,6	58,1	2,7%
EBITDA	24,8	28,6	15,3%	31,8	35,1	10,3%
EBIT	9,9	14,4	45,0%	16,8	20,6	22,6%
Wynik brutto	11,3	14,6	28,9%	17,3	21,1	21,8%
Wynik netto	9,2	11,6	26,0%	14,0	17,1	21,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa Trwałe	149,6	140,8	142,9	145,3	147,8	150,4	153,0	155,4	157,8	160,0	162,2	164,3
Wartości niematerialne i prawne	50,5	42,8	43,4	44,2	45,1	46,0	46,9	47,7	48,6	49,4	50,1	50,8
Rzeczowe aktywa trwałe	82,5	79,4	80,4	82,0	83,5	85,2	86,9	88,5	90,0	91,5	92,9	94,2
Pozostałe aktywa trwałe	16,6	18,6	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
Aktywa obrotowe	153,6	130,4	143,8	158,3	167,5	175,3	179,2	182,9	181,0	179,2	177,4	175,8
Zapasy	4,6	5,1	7,5	9,1	9,6	9,8	10,0	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5
Należności handlowe	74,8	68,4	94,0	128,0	134,0	137,0	139,7	141,0	142,3	143,7	145,1	146,5
Środki pieniężne	65,0	50,2	30,1	8,8	11,6	16,1	17,1	19,5	16,1	12,8	9,6	6,4
Pozostałe aktywa obrotowe	9,1	6,6	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	304,3	271,2	286,7	303,7	315,3	325,6	332,2	338,3	338,8	339,2	339,6	340,0
Kapitały własne	221,5	214,8	222,7	234,0	244,1	253,7	259,6	265,4	265,5	265,6	265,7	265,7
Zobowiązania długoterminowe	5,0	2,3	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Zobowiązania krótko terminowe	77,8	54,1	61,3	67,2	68,6	69,4	70,1	70,4	70,7	71,1	71,4	71,8
Zobowiązania handlowe	29,1	20,1	26,1	32,0	33,5	34,3	34,9	35,3	35,6	35,9	36,3	36,6
Pozostałe zobowiązania	48,7	34,0	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1
Pasywa razem	304,3	271,2	285,9	303,0	314,6	325,0	331,5	337,7	338,1	338,5	339,0	339,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	450,9	209,3	268,9	329,3	344,5	352,4	359,3	362,6	366,0	369,5	373,0	376,7
Koszt własny sprzedaży	371,6	163,4	216,6	271,1	284,8	291,8	297,9	300,8	303,7	306,6	309,7	312,9
Zysk brutto ze sprzedaży	79,3	45,9	52,4	58,1	59,7	60,6	61,4	61,8	62,3	62,8	63,3	63,8
Koszty sprzedaży i marketingu	19,7	19,7	19,4	19,8	18,9	19,4	19,8	19,9	20,1	20,3	20,5	20,7
Koszty ogólnego zarządu	21,9	18,6	17,9	18,2	18,4	18,6	18,8	19,0	19,1	19,3	19,5	19,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-5,0	-7,6	-0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EBITDA	48,2	14,3	28,7	35,2	37,6	38,1	38,6	39,1	39,5	39,8	40,2	40,6
EBIT	32,6	0,0	14,4	20,6	22,8	23,1	23,3	23,4	23,5	23,6	23,7	23,9
Saldo działalności finansowej	-0,5	1,9	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Wynik brutto	32,1	1,9	14,6	21,1	23,0	23,3	23,6	23,7	23,9	23,9	24,0	24,1
Wynik netto	26,4	0,4	11,6	17,1	18,7	18,9	19,1	19,2	19,3	19,4	19,5	19,5
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	104,4	-4,2	4,3	1,7	28,6	31,4	32,3	33,8	34,2	34,5	34,8	35,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-16,4	-5,0	-20,6	-16,5	-17,2	-17,6	-18,0	-18,1	-18,3	-18,5	-18,7	-18,8
Przepływy z działalności finansowej	-38,5	-5,6	-4,6	-5,8	-8,5	-9,3	-13,2	-13,4	-19,2	-19,3	-19,4	-19,5
Przepływy pieniężne netto	49,5	-14,8	-20,9	-20,6	2,8	4,5	1,1	2,3	-3,3	-3,3	-3,2	-3,2
Środki pieniężne na początek okresu	15,5	65,1	50,2	29,3	8,8	11,6	16,1	17,1	19,5	16,1	12,8	9,6
Środki pieniężne na koniec okresu	65,1	50,2	29,3	8,8	11,6	16,1	17,1	19,5	16,1	12,8	9,6	6,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	21,0%	-53,6%	28,5%	22,4%	4,6%	2,3%	2,0%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	46,4%	-70,4%	100,8%	22,7%	6,8%	1,5%	1,4%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	72,1%	--	-	43,6%	10,6%	1,2%	1,0%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zysk netto zmiana r/r	95,4%	-98,5%	2917,7%	47,3%	9,3%	1,3%	1,2%	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%
Marża brutto na sprzedaży	17,6%	21,9%	19,5%	17,7%	17,3%	17,2%	17,1%	17,1%	17,0%	17,0%	17,0%	16,9%
Marża EBITDA	10,7%	6,8%	10,7%	10,7%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Marża EBIT	7,2%	0,0%	5,3%	6,3%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%
Marża netto	5,9%	0,2%	4,3%	5,2%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
COGS/przychody	82,4%	78,1%	80,5%	82,3%	82,7%	82,8%	82,9%	82,9%	83,0%	83,0%	83,0%	83,1%
SG&A/ przychody	9,2%	18,3%	13,8%	11,5%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
SG&A/COGS	11,2%	23,4%	17,2%	14,0%	13,1%	13,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
ROE	11,9%	0,2%	5,2%	7,3%	7,6%	7,5%	7,4%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%
ROA	8,7%	0,1%	4,0%	5,6%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Dług	1,7	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	0,8%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	0,8%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	3,3%	3950,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-63,3	-49,3	-30,1	-8,8	-11,6	-16,1	-17,1	-19,5	-16,1	-12,8	-9,6	-6,4
Dług netto / Kapitał własny	-28,6%	-23,0%	-13,5%	-3,7%	-4,7%	-6,3%	-6,6%	-7,3%	-6,1%	-4,8%	-3,6%	-2,4%
Dług netto / EBITDA	-131,4%	-345,7%	-104,9%	-24,9%	-30,8%	-42,2%	-44,3%	-49,8%	-40,9%	-32,2%	-23,9%	-15,8%
Dług netto / EBIT	-194,2%	-	-209,5%	-42,5%	-50,8%	-69,7%	-73,6%	-83,2%	-68,7%	-54,4%	-40,5%	-27,0%
EV	81,7	95,6	114,9	136,2	133,4	128,9	127,8	125,5	128,9	132,1	137,0	141,7
Dług / EV	2,1%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	2,4%	4,5%	7,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX/Amortyzacja	68,9%	66,6%	149,0%	113,2%	116,6%	117,0%	117,0%	115,7%	114,7%	113,8%	113,1%	112,5%
Amortyzacja/Przychody	3,5%	6,8%	5,3%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Zmiana KO/Przychody	-8,5%	1,5%	8,1%	9,1%	1,4%	0,7%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-48,9%	-1,3%	36,5%	49,6%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	0,3	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	5,7	-	13,5	8,9	8,1	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8	7,9	7,9
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE	3,6	10,3	5,8	4,7	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2
EV/EBITDA	1,7	6,7	4,0	3,9	3,6	3,4	3,3	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5
EV/EBIT	2,5	-	8,0	6,6	5,9	5,6	5,5	5,4	5,5	5,6	5,8	5,9
EV/S	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	2,4	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8
EPS	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,4	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	3,6	6,4	3,6	5,8	8,5	9,3	13,2	13,4	19,2	19,3	19,4	19,5
DPS	0,04	0,07	0,04	0,06	0,09	0,10	0,15	0,15	0,21	0,21	0,21	0,21
DYield	2,5%	4,4%	2,5%	4,0%	5,9%	6,4%	9,1%	9,2%	13,3%	13,3%	13,2%	13,1%
Payout ratio	27,0%	24,1%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	70,0%	70,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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, media/rozrywka, spółki stalowe

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: 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	2,22	kupuj	2,05	08.06.2017	09:14 CEST	1,67	60 752
kupuj	2,05	Akumuluj	2,51	20.01.2017	09:00 CEST	1,27	53 655
akumuluj	2,51	Kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914
kupuj	2,51	-	-	18.12.2015		1,92	45 684

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:

Kupuj	7	39%
Akumuluj	6	33%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	4	22%
Sprzedaj	1	6%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Nota prawna:

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 08.06.2017 roku (09:14 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.06.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcji 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 08.06.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM pełni funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM otrzymuje 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.