



Dom Maklerski BDM S.A.

WASKO

RAPORT ANALITYCZNY

Decydujemy się podtrzymać poprzednie zalecenie Kupuj i jednocześnie podwyższamy cenę docelową do 2,86 PLN/akcję. Jesteśmy pozytywnie zaskoczeni liczbą i skalą ostatnich zakomunikowanych (wygranych przez Wasko) przetargów. Spółka była dobrze przygotowana na trudny dla branży 2016 rok i obecnie dzięki silnej pozycji bilansowej jest jednym z aktywniejszych graczy. Dlatego wydaje nam się, że Wasko jest aktualnie w wyjątkowym i ciekawym momencie budowania podstaw dalszego rozwoju. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że kolejne lata powinny przynieść dynamiczną poprawę EBITDA grupy. Po udanym 1H'17 spodziewamy się neutralnego odczytu wynikowego za 3Q'17 i bardziej optymistycznie jesteśmy nastawieni na końcówkę br. W skali 2017 roku liczymy, że EBITDA wyniesie 28,6 mln PLN. W kolejnych dwóch latach prognozujemy, że EBITDA wzrośnie odpowiednio do 36,4 mln PLN i 44,6 mln PLN. Zgodnie z naszymi założeniami spółka jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA w latach 2017-2018 w przedziale 5,3-4,3x.

Oprócz poprawy wyników ostatnie okresy skutkowały także podpisaniem kilku nowych kontraktów. Największym z nich jest umowa na budowę sieci szerokopasmowych o wartości 107 mln PLN netto. W poprzednich raportach zwracaliśmy uwagę, że dzięki posiadanym kompetencjom oraz w obliczu problemów niektórych konkurentów, Wasko będzie jednym z głównych beneficjentów Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa. W kolejnych okresach spodziewamy się podpisania następnych umów na budowę sieci światłowodowych. Wasko jest także członkiem konsorcjum, które złożyło ofertę z najniższą ceną w przetargu o wartości 2,8 mld PLN brutto. Konkurs dotyczy budowy sieci GSM-R dla PKP PLK. Zakres obowiązków Wasko ma obejmować budowę sieci światłowodowej łączącej obiekty radiolokacyjne. Projekt służy wdrożeniu nowych rozwiązań z zakresu zarządzania ruchem pociągów będący elementem europejskiego systemu ERTMS. Ma on zwiększyć prędkość składów na polskich torach, poprawić bezpieczeństwo ruchu oraz usprawnić komunikację pracowników kolei.

Poprawia się także koniunktura na rynku samorządów. Przykładem jest oferta spółki na centrum usług wspólnych dla Katowic o wartości 23,9 mln PLN, która okazała się najkorzystniejsza. Wyniki Wasko powinny być wspierane także przez usprawnienie struktury organizacyjnej. W 1H'17 znalazło to odzwierciedlenie w wyraźnej poprawie marż. Oceniamy, że w kolejnych okresach pozytywne tendencje zostaną utrzymane i marża EBITDA w 2017 roku oraz kolejnych latach będzie o kilka pkt. procentowych wyższa niż miało to miejsce dotychczas. Wasko stawia także na skuteczniejszą monetyzację posiadanych rozwiązań. W tej strategii pomóc ma niedawna akwizycja Logic Synergy. Podmiot ten działa w obszarze rozwiązań dla przedsiębiorstw wodnokanalizacyjnych oraz komunalnych. Efektów synergii upatrujemy w postaci sprzedaży systemów ERP Wasko do nowej grupy odbiorców oraz startu w przetargach organizowanych przez te podmioty. Rok 2018 powinien przynieść także ożywienie w obszarze ochrony zdrowia. Wasko w tym segmencie ma silne kompetencje skoncentrowane w ramach Gabos Software. Liczymy, że pierwsze efekty powinny być widoczne jeszcze w 2017 roku.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	450,9	209,3	262,2	344,1	423,1	498,2
EBITDA [mln PLN]	48,2	14,3	28,6	36,4	44,6	48,6
EBIT [mln PLN]	32,6	0,0	14,6	22,0	30,3	34,2
Wynik netto [mln PLN]	26,4	0,4	12,0	18,1	24,8	28,0
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E	7,0	-	15,4	10,2	7,4	6,6
EV/EBITDA	2,5	9,4	5,3	4,3	3,4	3,1
EV/EBIT	3,7	-	10,2	7,1	5,0	4,4

KUPUJ
(POPRIEDNIO KUPUJ)

WYCENA 2,86 PLN

17 PAŹDZIERNIK 2017, 09:25 CEST

Wycena DCF [PLN]	2,82
Wycena porównawcza [PLN]	2,94
Wycena końcowa [PLN]	2,86
Potencjał do wzrostu / spadku	+42%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	2,01
Kapitalizacja [mln PLN]	183,3
Ilość akcji [mln. szt.]	91,2

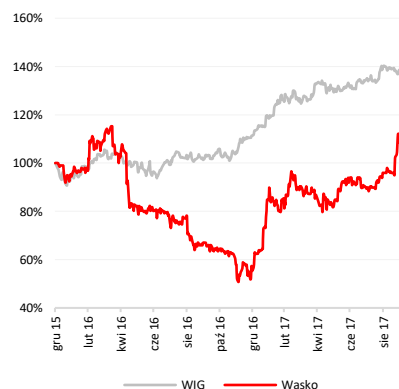
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,21
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,57

Stopa zwrotu za 3 mc	8,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	16,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	59,5%

Struktura akcjonariatu:

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

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



SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OPIS RYZYK.....	8
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ZA 2Q'17	9
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

PODSUMOWANIE

Wyceny Wasko dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2018 -2019 dała cenę jednej akcji na poziomie 2,94 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 2,82 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 2,86 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą	30%	2,82
Wycena metodą DCF	70%	2,94
Wycena 1 akcji [PLN]		2,86

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dotychczasowe wyniki Wasko są dla nas budujące. Poprawie uległy zarówno przychody jak i marże. Jest to rezultat stopniowej poprawy koniunktury w segmencie administracji publicznej. Ponadto problemy niektórych konkurentów ułatwiają spółce walkę o nowe zlecenia. Porównując liczbę kontraktów o wartości powyżej 5 mln PLN podpisanych w 2016 roku i w 2017 roku, widać wyraźne ożywienie. Nie bez znaczenia jest sytuacja, w której większość firm rywalizujących dotychczas z Wasko przechodzi poważne problemy. Sama spółka cieszy się dobrą sytuacją płynnościową i może koncentrować się na najbardziej atrakcyjnych ze swojego punktu widzenia obszarach rynku. Podkreślamy również, że okresowe spowolnienie, jakie miało miejsce w 2016 roku, zostało wykorzystane na optymalizację struktury organizacyjnej. Finalnie obniżona została baza kosztowa. Rezultatem jest chociażby wynik 2Q'17, który przy przychodach niższych o 15,4 od 4Q'16, przyniósł o 1,9 mln PLN wyższy EBITDA.

Według nas kolejne okresy także powinny być dla spółki udane. Oczekujemy stopniowego wpływu na wyniki podpisywanych niedawno kontraktów, choć powinien być on odczuwalny dopiero w 4Q'17. W 3Q'17 z racji harmonogramu realizacji poszczególnych projektów zakładamy płaski r/r odczyt EBITDA. W dalszej perspektywie stawiamy na pozytywny wpływ kontraktów na budowę światłowodów. W ramach projektów realizowanych dzięki programowi Polska Cyfrowa oczekujemy podpisania kolejnych umów. Dotychczas udało się podpisać umowy na 132,1 mln PLN brutto. Spółka jest także blisko wygrania kolejnego przetargu, za 21,3 mln PLN, który musiał być powtórzony ze względów formalnych. W dniu 22 września br. pojawiła się informacja, że konsorcjum Nokii, Wasko, Pozbudu i Herkulesa, złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę sieci GSM-R dla PKP PLK. Wartość oferty to 2,8 mld PLN brutto. Projekt miałby być zrealizowany w terminie 5 lat od podpisania umowy. Zakres prac Wasko obejmowałby połączenie siecią światłowodową obiektów radiokomunikacyjnych należących do PKP PLK. Długość sieci wybudowanej przez Wasko w ramach tego kontraktu byłaby kilkukrotnie dłuższa niż we flagowym dotychczas projekcie – DSS. Tam długość sieci wyniosła około 1600 km. Nowy system ma zastąpić dotychczasowy analogowy kanał komunikacji i zapewnić jednoczesną transmisję danych w dwóch kierunkach. Infrastruktura ma służyć do budowy systemu zarządzania ruchem na kolei w ramach Europejskiego Systemu Zarządzania Ruchem Kolejowym (ERTMS). Celem budowy systemu jest zwiększenie przepustowości infrastruktury kolejowej oraz podniesienie bezpieczeństwa w ruchu pociągów. Dotychczas pilotaż tego systemu odbywał się na linii E30 w województwie dolnośląskim. Wartość wdrożenia ERTMS/GSM-R na linii Legnica – Wrocław – Opole wyniosła około 131 mln PLN.

Oprócz sieci szerokopasmowych dostrzegamy szanse Wasko także w innych obszarach. Stabilnym źródłem przychodów pozostaje niezmiennie segment przedsiębiorstw, gdzie spółka sprzedaje głównie systemy ERP dla przemysłu oraz świadczy usługi data center. Początkiem września'17 spółka informowała o przejściu za 5,8 mln PLN Logic Synergy. Głównym produktem tego podmiotu są systemy bilingowe dla małych dostawców mediów, jak np. wodociągi czy przedsiębiorstwa komunalne. Spółka dotychczas nie posiadała własnego rozwiązania w tym segmencie rynku. Potencjalnych synergii upatrujemy w startowaniu w przetargach organizowanych przez podmioty, które były dotychczas poza zasięgiem obu firm. W przypadku Wasko był to brak małego systemu bilingowego. Natomiast Logic Synergy brakowało doświadczenia w tworzeniu portali klienckich związanych z e-usługami oraz wydajnych systemów ERP. Dlatego liczymy na sprzedaż aplikacji biznesowych tworzonych przez Wasko do nowych grup klientów. Oprócz sprzedaży związanej z nowymi przetargami, powinno to dotyczyć także dotychczasowego portfolio klientów Logic Synergy. W przypadku nowych przetargów wielkość rynku dla Wasko szacujemy na około 6 – 9 mln PLN rocznie. Jednak ze względu na skalowalność rozwiązań spodziewamy się, że większość wartości tych projektów będzie dla spółki czystą marżą.

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 1H'17 oczekujemy utrzymania wzrostowej ścieżki wynikowej także w 2H'17. Oceniamy, że Wasko w dalszym ciągu będzie odczuwać stopniową poprawę klimatu biznesowego w obszarze administracji publicznej. Według nas możliwe jest pozyskanie kolejnych 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 przetargów w kraju. Uważamy, że w najbliższym czasie będzie możliwa także sprzedaż zagraniczna w tym obszarze. Dodatkowym argumentem jest 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.
- Zakładamy, że konsorcjum z udziałem Wasko zdobędzie kontrakt od PKP PLK. Wartość przypadająca spółce powinna wynieść około 700 mln PLN, a jego realizacja może rozpocząć się już na przełomie 2018 i 2019 roku.
- 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 latach 2022-2024 zakładamy silny spadek przychodów z racji oczekiwanego zakończenia projektów światłowodowych.
- 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 prognozowany na koniec 2017 roku.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 91,2 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 1 stycznia 2018.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała wycenę jednej akcji na poziomie 2,82 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	344,1	423,1	498,2	509,3	437,0	445,0	329,4	337,3	344,9	352,8
EBIT[mln PLN]	22,0	30,3	34,2	35,8	32,6	34,1	23,8	24,8	25,8	26,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,8	6,5	6,8	6,2	6,5	4,5	4,7	4,9	5,1	5,1
NOPLAT[mln PLN]	16,2	23,8	27,4	29,6	26,2	29,6	19,0	19,9	20,7	21,7
Amortyzacja [mln PLN]	14,4	14,3	14,3	14,4	14,4	14,5	14,5	14,6	14,6	14,6
CAPEX [mln PLN]	-13,4	-14,8	-14,9	-14,8	-14,9	-14,7	-14,8	-14,8	-14,8	-14,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-24,8	-20,4	-12,5	4,4	10,6	10,4	11,3	2,6	-1,9	-1,9
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]	-7,6	2,9	14,3	33,6	36,3	39,8	30,1	22,3	18,6	19,8
DFCF [mln PLN]	-6,9	2,4	11,1	23,8	23,6	23,7	16,4	11,2	8,6	8,3
Suma DFCF [mln PLN]	122,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	249,7									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	105,5		Wzrost w okresie rezydualnym			1,0%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	227,8									
Dług netto [mln PLN]	-34,1									
Dywidenda wypłacona [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	4,7									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	257,2									
liczba akcji [mln szt.]	91,2									
Wartość na akcje [PLN]	2,82									

Przychody zmiana r/r	31,2%	22,9%	17,8%	2,2%	-14,2%	1,8%	-26,0%	2,4%	2,3%	2,3%
EBIT zmiana r/r	50,2%	37,7%	13,0%	4,5%	-8,8%	4,4%	-30,3%	4,5%	4,1%	3,7%
FCF zmiana r/r	---	---	402,7%	134,4%	8,2%	9,5%	-24,5%	-25,9%	-16,3%	6,0%
Marża EBITDA	10,6%	10,5%	9,7%	9,9%	10,8%	10,9%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%
Marża EBIT	6,4%	7,2%	6,9%	7,0%	7,5%	7,7%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%
Marża NOPLAT	4,7%	5,6%	5,5%	5,8%	6,0%	6,6%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%
CAPEX / Przychody	3,9%	3,5%	3,0%	2,9%	3,4%	3,3%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
CAPEX / Amortyzacja	93,1%	103,8%	104,3%	102,6%	102,9%	101,3%	102,1%	102,0%	101,7%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	4,8%	2,5%	-0,9%	-2,4%	-2,3%	-3,4%	-0,8%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,0%	25,8%	16,6%	-39,4%	14,7%	-131,0%	9,8%	-33,3%	24,4%	24,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	2,76	2,87	3,01	3,19	3,42	3,74	4,19	4,91	6,20
	0,8	2,63	2,73	2,85	3,00	3,19	3,45	3,81	4,35	5,26
	0,9	2,51	2,60	2,70	2,83	2,99	3,21	3,50	3,92	4,58
	1	2,40	2,48	2,57	2,68	2,82	3,00	3,24	3,57	4,07
	1,1	2,31	2,37	2,45	2,55	2,67	2,82	3,01	3,28	3,67
	1,2	2,21	2,27	2,34	2,43	2,53	2,66	2,82	3,04	3,35
	1,3	2,13	2,18	2,24	2,32	2,41	2,51	2,65	2,83	3,08

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%	2,90	3,03	3,19	3,40	3,68	4,08	4,67	5,65	7,62
	4%	2,63	2,73	2,85	3,00	3,19	3,45	3,81	4,35	5,26
	5%	2,40	2,48	2,57	2,68	2,82	3,00	3,24	3,57	4,07
	6%	2,21	2,27	2,34	2,43	2,53	2,66	2,82	3,04	3,35
	7%	2,05	2,10	2,15	2,22	2,29	2,39	2,51	2,66	2,86
	8%	1,91	1,95	1,99	2,04	2,10	2,17	2,26	2,37	2,51
	9%	1,79	1,82	1,85	1,89	1,94	1,99	2,06	2,14	2,24

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%	4,28	4,06	3,86	3,68	3,52	3,37	3,23	3,11	2,99
	4%	3,80	3,57	3,37	3,19	3,03	2,89	2,76	2,64	2,53
	5%	3,42	3,19	2,99	2,82	2,67	2,53	2,41	2,29	2,19
	6%	3,11	2,89	2,70	2,53	2,38	2,25	2,14	2,03	1,94
	7%	2,85	2,64	2,45	2,29	2,15	2,03	1,92	1,82	1,74
	8%	2,64	2,43	2,25	2,10	1,97	1,85	1,75	1,66	1,57
	9%	2,45	2,25	2,08	1,94	1,81	1,70	1,60	1,52	1,44

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

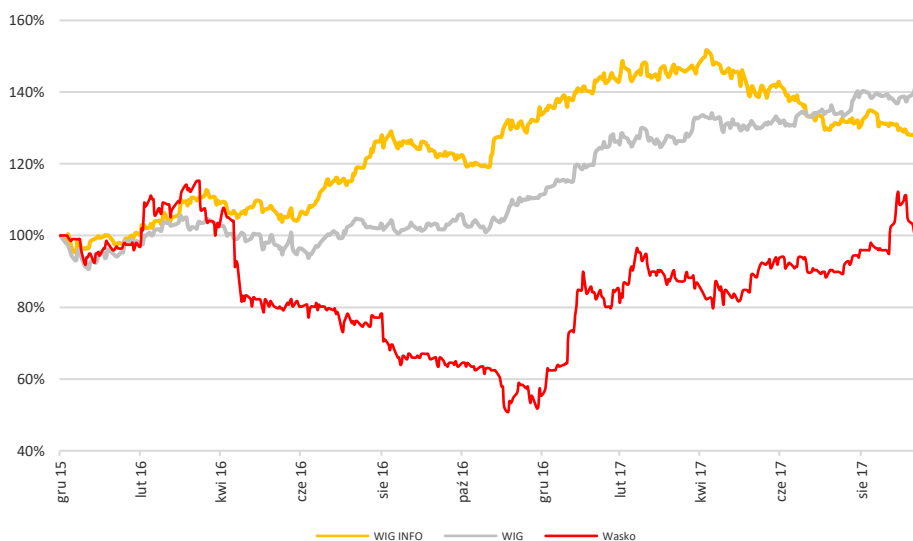
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2018 -2019 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Wasko. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 50% wagę poszczególnych lat. Metoda porównawczą sugeruje cenę jednej akcji na poziomie 2,94 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Atende	15,5	9,5	9,2	8,8	6,0	5,5
Asseco BS	17,9	14,7	12,9	12,0	9,6	8,5
Asseco SEE	11,2	10,7	10,2	5,5	5,1	4,8
Asseco Poland	15,0	14,7	15,9	8,5	8,1	8,4
Comarch	22,0	18,5	12,2	10,6	7,9	6,0
Comp	28,5	8,4	7,8	10,2	5,8	5,2
Mediana	16,7	12,7	11,2	9,5	6,9	5,7
Wasko	15,4	10,2	7,4	5,3	4,3	3,4
Premia/dyskonto do mediany	-8,0%	-19,7%	-33,3%	-44,6%	-38,3%	-40,1%
Wycena wg wskaźnika	2,2	2,5	3,0	3,3	3,1	3,1
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników		2,8			3,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena 1 akcji [PLN]	2,94					

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 gwarancje na urządzenia. W grudniu 2014 do spółki wpłynęła nota obciążeniowa na kwotę 50,7 mln PLN z tytułu niedotrzymania gwarantowanego poziomu sprawności urządzeń. Wasko stoi na stanowisku, że naliczone kary są kompletnie bezpodstawne, ponieważ zgłaszane nieprawidłowości w działaniu urządzeń dotyczyły usterek, które nie były objęte gwarancją, a awarie były wynikiem niewłaściwej eksploatacji. Na podparcie swojego stanowiska Wasko przedstawiło ekspertyzy niezależnych instytucji i uczelni wyższych. W opublikowanym raporcie bieżącym 15/2014 spółka określiła żądania GITD jako absurdalne, gdyż za samą rzekomą zwłokę w naprawie 7 uchwytów do 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 2Q'17

Okres 1H'17 był dla Wasko udany. Spółka zaczęła stopniowo odbudowywać portfel zleceń. Co przełożyło się na wyższą o 21,3% r/r sprzedaż. W samym 2Q'17 przychody wzrosły o 12,7% r/r. Wzrost biznesu znalazł także odzwierciedlenie w wynikach operacyjnych. Spółka wygenerowała sześciokrotnie wyższy EBITDA niż w 2Q'16. Takie rezultaty są skutkiem kontraktów podpisanych na początku roku. Jednym z nich jest umowa z RCZSiUT na budowę systemu backupu. Wartość przypadająca na Wasko wynosi 17,1 mln PLN netto i w większości znalazła odzwierciedlenie w wynikach za 1H'17.

Najmocniej wzrósł segment odpowiedzialny za działalność handlową. Jednak są tam także ujemne kontrakty na budowę serwerowni budowanych z wykorzystaniem specjalistycznych podzespołów. Dlatego ta działalność w 1H'17 była realizowana na satysfakcjonujących marżach. Kilkudziesięcioprocentowy wzrost w 1H'17 odnotował także obszar inwestycji infrastrukturalnych. Jest to efekt ekstremalnie niskiej bazy z zeszłego roku oraz stopniowej normalizacji sytuacji na tym rynku. Nie ma jeszcze wpływu kontraktów światłowodowych, jednak na początku roku udało się spółce podpisać umowy na budowę obiektów radiokomunikacyjnych z PAŻP.

W skali ostatnich 12 miesięcy można jeszcze zauważyć wyraźny spadek sprzedaży w ujęciu r/r. Ma to związek z mocną końcówką 2015 roku kiedy rozliczane były duże kontrakty światłowodowe. Takie jak pomorska magistrała telekomunikacyjna, świętokrzyskie sieci szerokopasmowe i podlaskie sieci szerokopasmowe.

Wyniki za 2Q'17 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	48,4	54,5	12,7%	93,0	112,9	21,3%	337,2	229,1	-32,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,8	12,8	18,2%	20,1	25,0	24,4%	62,8	50,8	-19,1%
EBITDA	1,3	7,9	523,7%	4,0	13,4	231,9%	30,7	23,6	-22,9%
EBIT	-2,3	4,6	-	-3,0	6,7	-	15,0	9,8	-35,0%
Wynik brutto	-1,4	4,9	-	-1,7	7,1	-	16,2	10,7	-34,0%
Wynik netto	-1,5	3,9	-	-1,9	5,5	-	13,4	7,8	-42,0%
Wynik akcjonariuszy Wasko	-1,7	3,7	-	-2,8	5,1	-	12,2	7,7	-36,8%
Wynik mniejszości	0,2	0,2	-	0,8	0,4	-	1,2	0,1	-93,1%
Marża brutto	22,4%	23,5%		21,6%	22,1%		18,6%	22,2%	
Marża EBITDA	2,6%	14,6%		4,3%	11,9%		9,1%	10,3%	
Marża EBIT	-4,7%	8,5%		-3,3%	6,0%		4,5%	4,3%	
Marża netto	-3,2%	7,2%		-2,1%	4,8%		4,0%	3,4%	

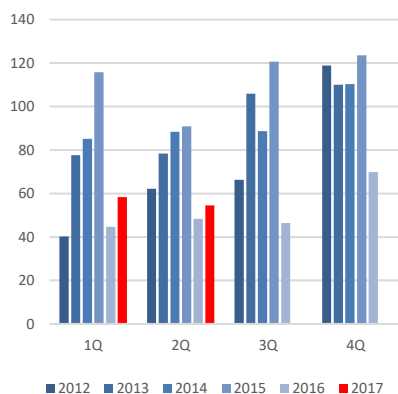
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Przychody za 2Q'17 według nowego podziału na segmenty [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	1H'16	1H'17	zmiana r/r
Inwestycje infrastrukturalne	6,2	7,3	17%	9,3	15,1	63%
Działalność handlowa	9,3	15,0	61%	14,4	36,3	152%
Systemy Informatyczne oraz usługi programistyczne	7,4	5,8	-23%	15,2	12,0	-21%
Usługi IT	4,1	6,0	46%	12,7	8,6	-32%
Pozostałe usługi	2,9	1,9	-33%	7,4	5,1	-30%
Systemy wspomagające zarządzanie	14,0	13,8	-1%	25,2	27,0	7%
Usługi przetwarzania danych	4,4	4,6	5%	9,0	8,6	-4%

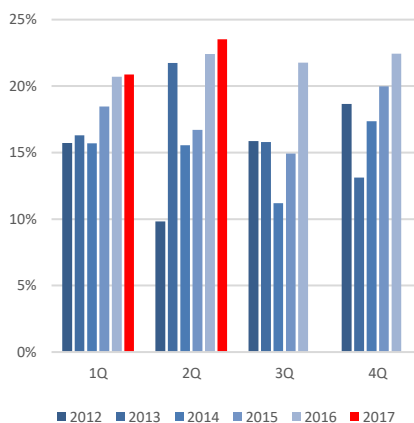
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



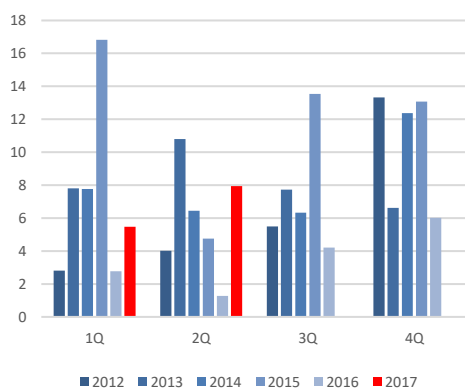
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Marża brutto ze sprzedaży w ujęciu kwartalnym



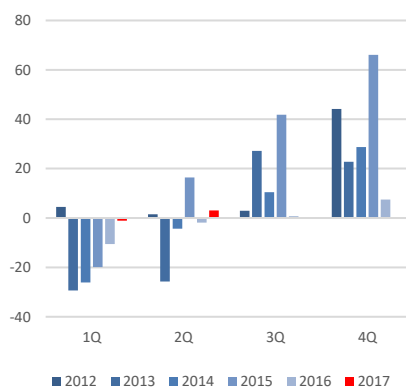
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Wynik EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



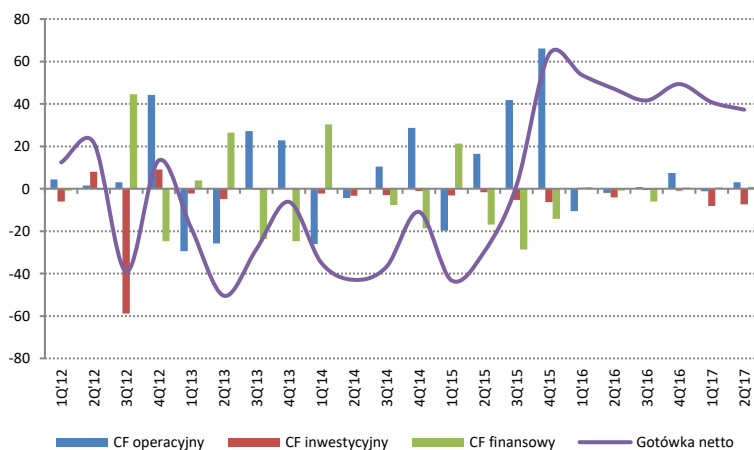
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Przepływy operacyjne w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



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

Pozycja gotówkowa spółki [mln PLN]



Spadek bilansowego poziomu gotówki w 1H'17, jest efektem inwestycji w płynne aktywa finansowe. Są to min. lokaty i obligacje skarbowe.

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

Wasko prowadzi konserwatywną politykę zarządzania kapitałem obrotowym. Na koniec 2Q'17 utrzymywało środki pieniężne na rachunkach w wysokości 38,4 mln PLN, podczas gdy wartość wszystkich zobowiązań wynosiła 47,1 mln PLN. Zaznaczamy jednak, że w 1-2Q'17 spółka około 9 mln PLN przeznaczyła na zakup płynnych instrumentów finansowych. Po uwzględnieniu tej pozycji, wartość środków pieniężnych przekracza sumę wszystkich zobowiązań. Tak dobra sytuacja płynnościowa daje Wasko bardzo korzystną sytuację wyjściową w walce o przetargi publiczne. Zwłaszcza o te, które wymagają znacznych nakładów na kapitał obrotowy. Mamy tu na myśli projekty dotyczące rozbudowy sieci szerokopasmowych oraz mające pojawić się w przyszłości projekty z zakresu smart city. Nie bez znaczenia są również problemy niektórych konkurentów. Dlatego dzięki sporym zapasom gotówki Wasko może w dalszym ciągu przejmować rynek zarówno organicznie jak i przez akwizycje.

Bilans [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2Q'16	2Q'17
Aktywa Trwałe	165,2	160,1	149,6	140,8	147,1	139,9
Rzeczowe aktywa trwałe	87,2	86,4	82,5	79,4	81,7	78,8
Wartości niematerialne i prawne	70,3	63,1	50,5	42,8	47,6	42,4
Pozostałe	7,7	10,7	16,6	18,6	17,8	18,7
Aktywa Obrotowe	168,6	167,0	153,6	130,4	132,1	127,3
Zapasy	12,5	14,9	4,6	5,1	6,8	6,6
Należności handlowe	140,0	129,9	74,8	68,4	66,5	66,4
Gotówka i jej ekwiwalenty	12,9	15,5	65,0	50,2	48,8	38,4
Aktywa finansowe	0,5	3,5	6,9	4,9	7,1	12,9
Pozostałe	2,6	3,2	2,2	1,7	2,9	3,1
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	279,2	267,3
Kapitał własny	189,5	201,0	221,5	214,8	212,5	220,2
w tym udział mniejszości	8,5	8,6	4,6	4,4	4,2	4,7
Zobowiązania długoterminowe	7,7	20,2	5,0	2,3	3,7	2,6
Zobowiązania finansowe	2,1	16,4	0,5	0,3	0,5	0,6
Pozostałe	5,6	3,9	4,4	2,1	3,2	2,0
Zobowiązania Krótkoterminowe	143,0	107,3	77,8	54,1	63,0	44,5
Zobowiązania handlowe	72,7	56,2	29,1	20,1	24,8	13,5
Zobowiązania finansowe	17,0	10,1	1,2	0,6	1,2	0,6
Pozostałe	53,3	41,0	47,5	33,4	37,0	30,4
Pasywa razem	340,2	328,5	304,3	271,2	279,2	267,3

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

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Nadchodzące okresy także powinny być dla Wasko udane. Liczymy, że kontrakty podpisywane w 2 i 3Q'17 zaczną być konsumowane jeszcze pod koniec 2017 roku. W samym 3Q'17 oczekujemy wyraźnie niższej dynamiki wzrostu przychodów niż miało to miejsce w 1H'17. Wynika to z harmonogramu realizacji projektów. Większość dostaw została zrealizowana w 1Q'17, natomiast umowy podpisywane w 2 i 3Q'17 powinny znaleźć odzwierciedlenie w przychodach dopiero pod koniec 2017 roku. Z kolei w 4Q'17 zakładamy silny, blisko 43%, wzrost przychodów r/r i o 79% lepszy EBITDA. W skali całego 2017 roku przychody mogą być wyższe o 26% r/r, a EBITDA ulec podwojeniu. Na poprawę rentowności, oprócz lepszej sprzedaży, ma wpływać udana reorganizacja struktury organizacyjnej Wasko. Skutkowała ona ograniczeniem zasobów w mało perspektywicznych obszarach i koncentracją na tych najbardziej dochodowych.

W kolejnych okresach liczymy na podpisanie kolejnych umów w obszarze rozbudowy sieci szerokopasmowych. Mamy tu na myśli zarówno kolejne projekty w ramach Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa oraz projekt na system GSM – R na kolei. Oczekiwany termin zakończenia projektów w ramach POPC to grudzień 2021, dlatego od 2018 roku oczekujemy dynamicznego wzrostu sprzedaży z tytułu realizacji tych kontraktów. Zakładamy także, że w przetargu na infrastrukturę systemu ERTMS/GSM – R zostanie ostatecznie wybrana oferta konsorcjum którego członkiem jest Wasko. Szacujemy, że około 25% wartości kontraktu przypadnie właśnie na glikwicką spółkę. Umowa ma być zrealizowana w 62 miesiące od podpisania.

Spodziewamy się że w kolejnych okresach ożywienie pojawi się także w innych obszarach niż infrastruktura. Spółka podpisuje nowe kontrakty z samorządami oraz jest aktywna na polu akwizycyjnym. Uważamy, że przejęty niedawno Logic Synergy pozwoli spółce wejść ze swoją ofertą do szerszej liczby klientów. Pierwsze efekty synergii mogą być widoczne już w 2018 roku. Przejęty podmiot posiada portfolio około 200 klientów. Zakładamy, że Wasko może tam sprzedawać systemy ERP własnej produkcji oraz startować w przetargach, w których nie brało dotychczas udziału.

Prognozy wyników [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	46,4	69,9	58,4	54,5	49,7	99,6	61,8	66,7	68,7	146,9	209,3	262,2	344,1	423,1
Zysk brutto ze sprzedaży	10,1	15,7	12,2	12,8	9,7	17,2	11,3	12,3	13,1	23,8	45,9	51,9	60,5	71,4
EBITDA	4,2	6,0	5,5	7,9	4,4	10,8	6,1	7,9	7,6	14,8	14,3	28,6	36,4	44,6
EBIT	0,6	2,4	2,1	4,6	0,7	7,2	2,5	4,3	4,0	11,2	0,0	14,6	22,0	30,3
Wynik brutto	1,0	2,6	2,2	4,9	0,8	7,3	2,6	4,4	4,2	11,3	1,9	15,1	22,4	30,6
Wynik netto	0,7	1,6	1,6	3,9	0,6	5,9	2,1	3,6	3,4	9,1	0,4	12,0	18,1	24,8
Marża brutto	21,8%	22,4%	20,9%	23,5%	19,5%	17,2%	18,3%	18,4%	19,0%	16,2%	21,9%	19,8%	17,6%	16,9%
Marża EBITDA	9,1%	8,6%	9,4%	14,6%	8,8%	10,8%	9,9%	11,8%	11,1%	10,1%	6,8%	10,9%	10,6%	10,5%
Marża EBIT	1,4%	3,4%	3,6%	8,5%	1,5%	7,2%	4,0%	6,4%	5,9%	7,6%	0,0%	5,6%	6,4%	7,2%
Marża netto	1,6%	2,3%	2,7%	7,2%	1,3%	5,9%	3,3%	5,3%	4,9%	6,2%	0,2%	4,6%	5,3%	5,9%

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	268,9	262,2	-2,5%	329,3	344,1	4,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,4	51,9	-1,0%	58,1	60,5	4,0%
EBITDA	28,6	28,6	-0,1%	35,1	36,4	3,6%
EBIT	14,4	14,6	1,7%	20,6	22,0	6,8%
Wynik brutto	14,6	15,1	3,7%	21,1	22,4	6,0%
Wynik netto	11,6	12,0	3,4%	17,1	18,1	5,9%
Marża brutto	19,5%	19,8%		17,6%	17,6%	
Marża EBITDA	10,6%	10,9%		10,7%	10,6%	
Marża EBIT	5,4%	5,6%		6,3%	6,4%	
Marża netto	4,3%	4,6%		5,2%	5,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Portfel zleceń Wasko

Tezy zawarte w naszym poprzednim raporcie znalazły swoje odzwierciedlenie w aktualnym portfelu zleceń. Dzięki słabości konkurencji spółka już teraz odczuwa poprawę koniunktury w obszarze inwestycji infrastrukturalnych. W walce o duże projekty istotnym atutem Wasko są duże zasoby gotówki. Mogą one posłużyć do sfinansowania kapitału obrotowego, potrzebnego do realizacji rozbudowanych kontraktów. Mniejsza konkurencja powinna przełożyć się także na wyższe marże, co było widoczne już w 1H'17 i naszym zdaniem zauważalne będzie także w kolejnych okresach. W najbliższym czasie liczymy na korzystne rozstrzygnięcie w przetargu organizowanym przez PKP – PLK na sieć GSM – R dla kolei. Ponadto w następnych kwartałach powinny pojawiać się kolejne umowy na budowę światłowodów w ramach POPC. Ostatnio spółka wygrała przetarg organizowany przez Beskid Media, który został powtórzony ze względów formalnych.

Kolejne umowy mają pojawić się ze strony samorządów. Dzięki przejętemu we wrześniu Logic Synergy w obszarze zainteresowania Wasko leżą nie tylko urzędy gmin, ale także przedsiębiorstwa wodno-kanalizacyjne i komunalne. Ważnym wydarzeniem w segmencie administracji samorządowej w ostatnim czasie, było podpisanie umowy z UM w Katowicach. Wartość umowy wyniosła 23,9 mln PLN, a część przypadająca na Wasko wyniesie około 80% wartości całego kontraktu. Projekt może być rozszerzony do maksymalnej wartości 25,3 mln PLN brutto.

Wybrane kontrakty pozyskane przez Wasko

Zawarcie umowy	Kontrahent	Skład konsorcjum	Kontrakt	Wartość brutto [mln PLN]	Termin zakończenia
10.10.2017	PGG	VECTOR	Udostępnienie systemu centralnego drukowania dla oddziałów należących do zamawiającego oraz świadczenie usługi wydruku centralnego.	4	Grudzień 2018
14.08.2017	Astaldi		Zarządzanie ruchem w tunelu warszawskim.	30,2	Sierpień 2020
5.09.2017	PAŻP		Budowa obiektów radiokomunikacyjnych, Wrocław, Wyszów, Wągrowiec.	6,4	Luty 2018
Umowa nie podpisana	Beskid Media		Kompleksowe wykonanie sieci szerokopasmowej.	21,3	Kwiecień 2020
13.07.2017	Nokia		Budowa sieci szerokopasmowej FTTH.	132,1	Sierpień 2021
4.10.2017	UM Katowice	VULCAN	Realizacja projektu Miejskie Centrum Usług Wspólnych w Katowicach.	23,9	Październik 2020
13.06.2017	PAŻP		Budowa obiektów radiokomunikacyjnych, Kraśnik, Biała Piska.	4,5	Grudzień 2017
28.02.2017	RCZSIUT		Budowa i wdrażanie centrów danych, ośrodków przetwarzania i archiwizacji danych - Budowa Systemu Centralnego Backupu.	17,1	Październik 2017
21.02.2017	PAŻP		Budowa obiektów radiokomunikacyjnych, Lidzbark, Wysokie Mazowieckie	5,8	Kwiecień 2017
12.10.2016	Gaz-System		Kompleksowe wykonanie modernizacji gazowego węzła przesyłowego w miejscowości Lwówek.	8,8	Październik 2018
1.06.2016	PGG		Kompleksowa obsługa informatyczna jednostek organizacyjnych klienta.	102,9	Maj 2020
21.12.2015	JSW		Umowa Serwisowa oprogramowania klasy ERP o nazwie handlowej SZYK oraz Hurtowni Danych.	27,2	Grudzień 2018
17.11.2015	KHW		Wsparcie serwisowe oprogramowania klasy ERP SZYK2, zarządzanie i utrzymanie sieci WAN oraz świadczenie usług internetowych.	77,1	Grudzień 2019

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	2027P
Aktywa Trwałe	149,6	140,8	144,9	144,0	144,5	145,1	145,5	145,9	146,1	146,4	146,7	146,9	147,1
Wartości niematerialne i prawne	50,5	42,8	42,1	41,8	42,0	42,2	42,3	42,5	42,5	42,6	42,7	42,8	42,9
Rzeczowe aktywa trwałe	82,5	79,4	78,3	77,6	78,0	78,4	78,6	78,9	79,0	79,2	79,4	79,6	79,7
Pozostałe aktywa trwałe	16,6	18,6	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5
Aktywa obrotowe	153,6	130,4	139,7	166,8	189,6	211,9	220,9	218,3	226,9	214,2	220,5	227,1	234,0
Zapasy	4,6	5,1	5,8	7,6	9,4	11,1	11,3	9,7	9,9	7,3	7,5	7,7	7,8
Należności handlowe	74,8	68,4	83,8	114,7	141,0	159,2	155,6	139,6	129,8	109,8	107,8	110,2	112,7
Środki pieniężne	65,0	50,2	34,1	28,5	31,2	33,7	46,0	61,0	79,3	89,1	97,3	101,3	105,5
Pozostałe aktywa obrotowe	9,1	6,6	15,9	15,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
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	0,0
Aktywa razem	304,3	271,2	284,6	310,7	334,1	357,0	366,4	364,2	373,0	360,5	367,2	374,1	381,1
Kapitały własne	221,5	214,8	226,7	244,8	260,6	276,2	284,4	289,3	297,3	296,1	302,0	308,1	314,4
Zobowiązania długoterminowe	5,0	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zobowiązania krótko terminowe	77,8	54,1	55,9	63,8	71,5	78,8	79,9	72,9	73,6	62,4	63,2	63,9	64,7
Zobowiązania handlowe	29,1	20,1	25,5	33,5	41,1	48,4	49,5	42,5	43,3	32,0	32,8	33,5	34,3
Pozostałe zobowiązania	48,7	34,0	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4
Pasywa razem	304,3	271,2	284,6	310,7	334,1	357,0	366,4	364,2	373,0	360,5	367,2	374,1	381,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	450,9	209,3	262,2	344,1	423,1	498,2	509,3	437,0	445,0	329,4	337,3	344,9	352,8
Koszt własny sprzedaży	371,6	163,4	210,4	283,7	351,7	418,6	427,3	359,8	365,6	263,9	270,0	275,9	281,9
Zysk brutto ze sprzedaży	79,3	45,9	51,9	60,5	71,4	79,6	82,0	77,2	79,3	65,6	67,4	69,1	70,9
Koszty sprzedaży i marketingu	19,7	19,7	19,3	21,2	23,3	27,4	28,0	26,2	26,7	23,1	23,6	24,1	24,7
Koszty ogólnego zarządu	21,9	18,6	16,5	17,3	17,8	18,0	18,2	18,4	18,5	18,7	18,9	19,1	19,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-5,0	-7,6	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	48,2	14,3	28,6	36,4	44,6	48,6	50,2	47,1	48,6	38,3	39,4	40,4	41,5
EBIT	32,6	0,0	14,6	22,0	30,3	34,2	35,8	32,6	34,1	23,8	24,8	25,8	26,9
Saldo działalności finansowej	-0,5	1,9	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0
Wynik brutto	32,1	1,9	15,1	22,4	30,6	34,6	36,1	33,1	34,7	24,6	25,7	26,8	27,9
Wynik netto	26,4	0,4	12,0	18,1	24,8	28,0	29,3	26,8	28,1	19,9	20,8	21,7	22,6
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	104,4	-4,2	11,1	7,3	18,6	29,8	48,0	51,9	53,0	45,7	38,0	34,4	35,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-16,4	-5,0	-27,6	-13,0	-6,8	-14,9	-14,8	-14,9	-14,7	-14,8	-14,8	-14,8	-14,8
Przepływy z działalności finansowej	-38,5	-5,6	0,4	0,0	-9,1	-12,4	-21,0	-22,0	-20,1	-21,1	-14,9	-15,6	-16,3
Przepływy pieniężne netto	49,5	-14,8	-16,1	-5,7	2,8	2,5	12,3	15,0	18,2	9,8	8,3	4,0	4,2
Środki pieniężne na początek okresu	15,5	65,1	50,2	34,1	28,5	31,2	33,7	46,0	61,0	79,3	89,1	97,3	101,3
Środki pieniężne na koniec okresu	65,1	50,2	34,1	28,5	31,2	33,7	46,0	61,0	79,3	89,1	97,3	101,3	105,5

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Dane Finansowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	21,0%	-53,6%	25,3%	31,2%	22,9%	17,8%	2,2%	-14,2%	1,8%	-26,0%	2,4%	2,3%	2,3%
EBITDA zmiana r/r	46,4%	-70,4%	100,2%	27,3%	22,5%	9,0%	3,3%	-6,2%	3,2%	-21,2%	2,9%	2,6%	2,4%
EBIT zmiana r/r	72,1%	-100,0%	-	50,2%	37,7%	13,0%	4,5%	-8,8%	4,4%	-30,3%	4,5%	4,1%	3,7%
Zysk netto zmiana r/r	95,4%	-98,5%	3022,2%	51,1%	36,7%	13,0%	4,6%	-8,4%	4,8%	-29,2%	4,7%	4,2%	3,7%
Marża brutto na sprzedaży	17,6%	21,9%	19,8%	17,6%	16,9%	16,0%	16,1%	17,7%	17,8%	19,9%	20,0%	20,0%	20,1%
Marża EBITDA	10,7%	6,8%	10,9%	10,6%	10,5%	9,7%	9,9%	10,8%	10,9%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%
Marża EBIT	7,2%	0,0%	5,6%	6,4%	7,2%	6,9%	7,0%	7,5%	7,7%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%
Marża netto	5,9%	0,2%	4,6%	5,3%	5,9%	5,6%	5,7%	6,1%	6,3%	6,0%	6,2%	6,3%	6,4%
COGS/przychody	82,4%	78,1%	80,2%	82,4%	83,1%	84,0%	83,9%	82,3%	82,2%	80,1%	80,0%	80,0%	79,9%
SG&A/ przychody	9,2%	18,3%	13,6%	11,2%	9,7%	9,1%	9,1%	10,2%	10,2%	12,7%	12,6%	12,5%	12,5%
SG&A/COGS	11,2%	23,4%	17,0%	13,6%	11,7%	10,8%	10,8%	12,4%	12,4%	15,8%	15,8%	15,7%	15,6%
ROE	11,9%	0,2%	5,3%	7,4%	9,5%	10,1%	10,3%	9,3%	9,5%	6,7%	6,9%	7,0%	7,2%
ROA	8,7%	0,1%	4,2%	5,8%	7,4%	7,8%	8,0%	7,4%	7,5%	5,5%	5,7%	5,8%	5,9%
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	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%	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%	0,0%
Odsetki/EBIT	3,3%	-	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-63,3	-49,3	-34,1	-28,5	-31,2	-33,7	-46,0	-61,0	-79,3	-89,1	-97,3	-101,3	-105,6
Dług netto / Kapitał własny	-28,6%	-23,0%	-15,1%	-11,6%	-12,0%	-12,2%	-16,2%	-21,1%	-26,7%	-30,1%	-32,2%	-32,9%	-33,6%
Dług netto / EBITDA	-131,4%	-345,7%	-119,5%	-78,2%	-70,1%	-69,4%	-91,6%	-129,6%	-163,1%	-232,7%	-247,2%	-250,7%	-255,2%
Dług netto / EBIT	-194,2%	-	-233,2%	-129,4%	-103,1%	-98,5%	-128,5%	-187,0%	-232,5%	-374,9%	-392,2%	-392,3%	-394,5%
EV	120,9	134,9	150,0	155,7	153,0	150,5	138,2	123,2	104,9	95,1	88,9	86,9	84,6
Dług / EV	1,4%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	2,4%	4,5%	9,1%	3,9%	3,5%	3,0%	2,9%	3,4%	3,3%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
CAPEX/Amortyzacja	68,9%	66,6%	171,5%	93,1%	103,8%	104,3%	102,6%	102,9%	101,3%	102,1%	102,0%	101,7%	100,1%
Amortyzacja/Przychody	3,5%	6,8%	5,3%	4,2%	3,4%	2,9%	2,8%	3,3%	3,3%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%
Zmiana KO/Przychody	-8,5%	1,5%	4,0%	7,2%	4,8%	2,5%	-0,9%	-2,4%	-2,3%	-3,4%	-0,8%	0,5%	0,5%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-48,9%	-1,3%	20,1%	30,3%	25,8%	16,6%	-39,4%	14,7%	-131,0%	9,8%	-33,3%	24,4%	24,4%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	0,4	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	7,0	-	15,4	10,2	7,4	6,6	6,3	6,9	6,6	9,3	8,9	8,7	8,5
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE	4,4	12,6	7,1	5,7	4,7	4,4	4,2	4,5	4,3	5,4	5,3	5,2	5,1
EV/EBITDA	2,5	9,4	5,3	4,3	3,4	3,1	2,8	2,6	2,2	2,5	2,3	2,2	2,0
EV/EBIT	3,7	-	10,2	7,1	5,0	4,4	3,9	3,8	3,1	4,0	3,6	3,4	3,2
EV/S	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
BVPS	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
EPS	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,5	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Dywidenda [mln PLN]	3,6	6,4	0,0	0,0	9,1	12,4	21,0	22,0	20,1	21,1	14,9	15,6	16,3
DPS	0,04	0,07	0,00	0,00	0,10	0,14	0,23	0,24	0,22	0,23	0,16	0,17	0,17
DYield	2,0%	3,5%	0,0%	0,0%	4,9%	6,7%	11,4%	11,9%	10,9%	11,4%	8,0%	8,3%	8,6%
Payout ratio	27,0%	24,1%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

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

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

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	2,86	Kupuj	2,22	16.10.2017	09:25 CEST	2,02	65 418
Kupuj	2,22	Kupuj	2,05	08.06.2017	09:00 CEST	1,66	60 800
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 4Q'17:

Kupuj	3	50%
Akumuluj	2	33%
Trzymaj	1	17%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena 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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek struktura 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 17.10.2017 roku (09:25 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 20.10.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i 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 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 17.10.2017 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 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 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów 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.