



Dom Maklerski BDM S.A.

ERBUD

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 13,5 PLN

26 LIPIEC 2018, 08:50 CEST

Szereg giełdowych spółek z branży budowlanej w bardziej lub w mniej dotkliwym stopniu wykazało w ostatnich miesiącach problemy z rentownością backlogu lub presją gotówkową. Obawiamy się, że w trudnym otoczeniu rynkowym Erbudowi będzie ciężko powtórzyć w najbliższych okresach wyniki z 2017 roku, nawet pomimo przejścia w 1Q'18 niemieckiej spółki IVT. Spodziewamy się, że niekorzystne trendy w rezultatach (szczególnie w segmencie kubaturowym, którego rentowność systematycznie spada w ostatnich okresach) mogą się uwidocznić w kolejnych kwartałach 2018 roku. Spółka realizuje jeszcze szereg kontraktów pozyskanych w 2016 roku, których finalne rozliczenie przypada na 2-4Q'18. Także w 2019 roku finalizowane będą jeszcze kontrakty z 2016 i 1H'17. Obawiamy się, że prognozy rynkowe uwzględnione w konsensusie są zbyt wymagające (według Bloomberga jest to na poziomie zysku netto 29-31 mln PLN na 2018 rok i 26-29 mln PLN na 2019 rok, podczas gdy w 1Q'18 spółka miała stratę netto, gdyby wyłączyć one-offy), co będzie negatywnie rzutować na sentyment do spółki. Obniżamy nasze zalecenie z Kupuj do Redukuj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 13,5 PLN.

Backlog spółki po 1Q'18 wynosił 1,96 mld PLN (-3% r/r). Portfel od 2Q'17, kiedy wyniósł rekordowe 2,2 mld PLN, systematycznie spada w ujęciu q/q - w 2017 roku spółka spowolniła z pozyskiwaniem nowych zleceń, głównie w obawie przed wzrostem kosztów. Portfel opiera się głównie na kubaturze – teoretycznie ma krótsze duration niż w przypadku spółek infrastrukturalnych, przy czym znacząca jego część to nadal kontrakt na Galerię Młociny pozyskany jeszcze w 2Q'16.

Od 2H'17 na nowych kontraktach spółki budowlane wyraźnie podwyższyły już ceny. Na starych podejmowane są głównie działania optymalizujące, które mają minimalizować presję ze strony podwykonawców, wynagrodzeń i materiałów. Jednak jak pokazują przykłady innych spółek budowlanych (m.in. notowanych na GPW) nie są to procesy łatwe.

W 2Q'18 spodziewamy się zblizonych r/r przychodów i wyraźniej słabszej rentowności. Pod presją znajdują się szczególnie kontrakty w kubaturze. Ostatnie kwartały to systematyczny spadek rentowności w tym obszarze (ostatni raz r/r marża rosła właśnie w 2Q'17), obawiamy się, że trend będzie kontynuowany, tym bardziej, że spółka ma w portfelu jeszcze sporo kontraktów z 2016 roku i 1H'17, które nie zostały sfinalizowane.

Zakładamy, że także 3Q i 4Q'18 nie dają miejsca na poprawę wyników r/r, co sprawi, że wynik netto w 2018 wg naszych kalkulacji może być istotnie niższy niż w 2017 roku. Dodatkowo pod presją jest nadal pozycja gotówkowa (spółka w kubaturze opiera się na podwykonawcach), po 1Q'18 była ona o 74 mln PLN gorsza r/r (do czego przyczyniło się także przejście IVT), co może oznaczać, że trudno będzie na koniec 2018 roku o uzyskanie gotówki netto z lat ubiegłych.

Jednorazowym czynnikiem, który mógłby w przyszłości ją poprawić, potencjalnie może być korzystne rozstrzygnięcie spornej sprawy o opcje walutowe z Bankiem Millennium – po skutecznej apelacji sprawa znów ma trafić do Sądu Okręgowego.

Wycena DCF [PLN]	14,9
Wycena porównawcza [PLN]	10,1
Wycena końcowa [PLN]	13,5
Potencjał do wzrostu / spadku	-9,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	14,90
Kapitalizacja [mln PLN]	190,9
Ilość akcji [mln szt.]	12,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	20,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,4
Stopa zwrotu za 3 mc	-23,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-26,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-37,0%
Struktura akcjonariatu:	
Wolff & Mueller Holding	32,4%
Grzeszczak Dariusz (z DGI FIZAN)	22,7%
ING OFE	9,9%
OFE Aviva	9,2%
OFE Bankowy	5,9%
Zubelewicz Józef (z Adler)	5,2%
Pozostali	14,6%

	2015	2016**	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1 763,3	1 789,8	1 805,5	1 852,1	1 890,6	1 912,5
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	43,7	43,9	40,1	13,8	18,8	31,9
EBITDA [mln PLN]	62,1	56,7	48,9	26,3	31,3	44,4
EBITDA skoryg. [mln PLN]*	54,2	54,8	51,3	26,3	31,3	44,4
EBIT [mln PLN]	51,5	45,8	37,7	13,8	18,8	31,9
Zysk netto [mln PLN]	27,8	36,0	22,6	7,1	7,7	18,8
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/E	6,9	5,3	8,5	27,0	24,6	10,2
EV/EBITDA	2,0	0,9	2,4	7,3	6,1	4,0
EV/EBITDA skoryg.*	2,3	0,9	2,3	7,3	6,1	4,0
EV/EBIT	2,4	1,1	3,1	14,0	10,1	5,5

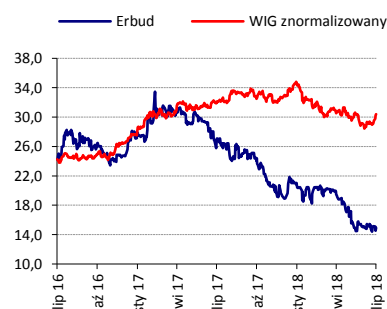
*wyniki skorygowane o saldo pozostałej działalności operacyjnej

**wyniki bez działalności zaniechanej (sprzedaż Budlexu)

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32



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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZLECEŃ.....	7
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'18 I KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Erbud opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 10,1 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2018-2020 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 14,9 PLN. Przy wycenie końcowej, która wynosi 13,5 PLN/akcję, jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny (metodzie porównawczej przypisaliśmy niższą wagę w końcowej wycenie ze względu na brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	14,9
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	10,1
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		13,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2018 roku spółka wypracuje przychody na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych (ok. 1,8-1,9 mld PLN). W kolejnych latach przyjmujemy konserwatywnie, że poziom 2,0 mld PLN rocznie nie będzie przekroczony.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki może spaść poniżej 1% w latach 2018-19. W kolejnych latach zakładamy odbicie, jednak nie przyjmujemy poziomu >2%. W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnym okresie 2010-17 od -1% do niespełna 3% marży. Przy dobrym rynku po stronie podaży kontraktów i pozytywnym rozwoju spółki w obszarze energetyczno-przemysłowym rozczarowuje wynikami nasze założenie mogą być zbyt konserwatywne. Jednak zwracamy też uwagę na ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych i wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia), który może okazać się powyżej naszych założeń. Długoterminowym celem spółki jest wypracowywanie 3% marży EBIT.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Dług (gotówka) netto przyjęto na poziomie z końca 2017 roku. Uwzględniono wypłatę dywidendy w 2018 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 26.07.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 191,4 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 14,9 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 852,1	1 890,6	1 912,5	1 928,0	1 924,1	1 909,3	1 909,7	1 936,1	1 956,7	1 977,5
EBIT skoryg. [mln PLN]	13,8	18,8	31,9	35,2	34,7	30,3	26,8	27,1	27,5	27,9
Stopa podatkowa	35,7%	34,7%	26,6%	25,6%	25,6%	26,5%	27,5%	27,2%	27,0%	26,9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,9	6,5	8,5	9,0	8,9	8,0	7,3	7,4	7,4	7,5
NOPLAT [mln PLN]	8,9	12,3	23,4	26,2	25,8	22,3	19,4	19,7	20,1	20,4
Amortyzacja [mln PLN]	12,5	12,5	12,5	12,3	11,8	11,6	11,6	11,6	11,6	11,7
CAPEX [mln PLN]	-9,9	-10,4	-10,7	-11,0	-11,2	-11,6	-11,6	-11,7	-11,7	-11,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-70,8	-4,5	-2,5	-1,8	0,5	1,7	-0,1	-3,1	-2,4	-2,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-21,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-80,5	9,9	22,7	25,7	26,9	24,0	19,3	16,6	17,6	17,9
DFCF [mln PLN]	-77,8	8,8	18,6	19,4	18,7	15,3	11,3	8,9	8,7	8,1
Suma DFCF [mln PLN]	40,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	226,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	102,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	142,8									
Dług netto 2017 [mln PLN]	-72,8									
Dywidenda 2018 [mln PLN]	14,1									
Udziały mniejszości [mln PLN]	10,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	191,4									
Ilość akcji [mln szt.]	12,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14,9									
Przychody zmiana r/r	2,6%	2,1%	1,2%	0,8%	-0,2%	-0,8%	0,0%	1,4%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-65,5%	36,1%	69,2%	10,4%	-1,5%	-12,5%	-11,8%	1,3%	1,3%	1,4%
FCF zmiana r/r	-	-	128,1%	13,4%	4,6%	-10,8%	-19,5%	-14,2%	6,1%	1,7%
Marża EBITDA	1,4%	1,7%	2,3%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża EBIT	0,7%	1,0%	1,7%	1,8%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Marża NOPLAT	0,5%	0,7%	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	79,2%	83,2%	85,7%	89,3%	94,7%	100,5%	100,7%	101,1%	100,9%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	3,8%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	151,8%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	88,4%	89,7%	91,2%	92,7%	94,1%	95,6%	97,1%	98,3%	99,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,5%	3,6%	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Udział kapitału obcego	11,6%	10,3%	8,8%	7,3%	5,9%	4,4%	2,9%	1,7%	0,6%	0,0%
WACC	8,4%	8,4%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	14,1	14,9	15,9	17,1	18,7	20,8	24,0	28,9	37,7
	0,8	13,4	14,1	14,9	15,9	17,3	19,0	21,5	25,2	31,5
	0,9	12,7	13,3	14,0	14,9	16,0	17,5	19,5	22,4	27,0
	1,0	12,1	12,6	13,2	14,0	14,9	16,2	17,8	20,1	23,6
	1,1	11,5	11,9	12,5	13,2	14,0	15,0	16,4	18,3	21,0
	1,2	10,9	11,3	11,8	12,4	13,1	14,0	15,2	16,7	18,9
	1,3	10,4	10,8	11,2	11,8	12,4	13,1	14,1	15,4	17,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	15,0	15,9	17,0	18,4	20,3	23,0	27,0	33,7	47,1
	4%	13,4	14,1	14,9	15,9	17,3	19,0	21,5	25,2	31,5
	5%	12,1	12,6	13,2	14,0	14,9	16,2	17,8	20,1	23,6
	6%	10,9	11,3	11,8	12,4	13,1	14,0	15,2	16,7	18,9
	7%	10,0	10,3	10,7	11,1	11,7	12,4	13,2	14,3	15,7
	8%	9,1	9,4	9,7	10,1	10,5	11,0	11,6	12,4	13,4
	9%	8,4	8,6	8,9	9,2	9,5	9,9	10,4	10,9	11,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

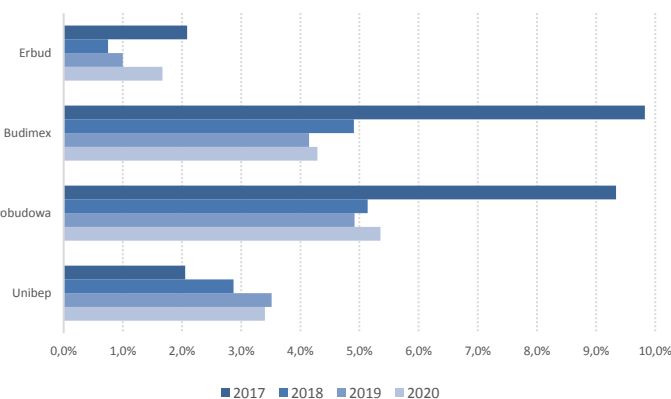
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla każdego roku przyjęliśmy równe wagi po 33%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 129,4 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 10,1 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).**

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Budimex	13,0	16,8	16,2	4,7	6,0	6,7
Elbudowa	10,4	10,2	9,3	4,1	4,4	4,1
Unibep	6,4	6,4	6,0	4,5	3,4	3,2
Mediana	10,4	10,2	9,3	4,5	4,4	4,1
Erbud	27,0	24,6	10,2	7,3	6,1	4,0
Premia/dyskonto dla Erbudu	160,6%	141,1%	9,4%	64,1%	37,1%	-2,3%
Wycena wg wskaźnika	5,7	6,2	13,6	9,0	10,9	15,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		8,5			11,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		10,1				

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

Porównanie rentowności EBITDA (raportowana)



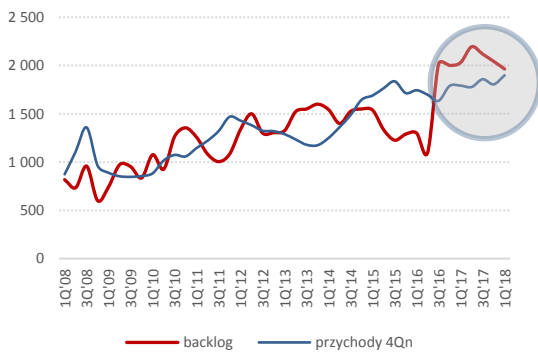
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZLECEŃ

Znaczące kontrakty pozyskane od 1Q'16

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2018-07-16	Chopin Airport Devel.	Budowa hotelu Holiday Inn Express Jasionka	34	2019-09
2018-06-08	ZA Puławy	Budowa "pod klucz" instalacji odazotowania SCR wraz z kompleksową modernizacją kotła	43	2020-03
2018-06-07	VD	GW I etapu inwestycji Port Popowice - faza II	71	warunkowa
2018-06-07	VD	GW I etapu inwestycji Port Popowice - faza I	44	2019-10
2018-06-04	Neuca	Etap III budowy Centrum Dystrybucji i Nowej Centrali	91	2019-12
2018-05-25	VD	Budowa X etapu inwestycji Promenady Wrocławskie	48	warunkowa
2018-05-25	VD	Budowa inwestycji Dorzecz Legnickiej - etap III	47	warunkowa
2018-05-16	Wilma DW	Budowa budynku mieszkalno-biurowego	29	2019-02
2018-05-14	Gmina Lublin	Budowa budynku wielofunkcyjnego przy ul. Berylowej w Lublinie	56	2020-06
2018-04-26	Un. Medyczny w Łodzi	Budowa Zespołu Poradni Specjalistycznych i Serwerowni	16	2019-02
2018-04-25	Student Depot Foxtrot	GW inwestycji Akademik Foxtrot w Warszawie.	40	2019-09
2018-04-17	Cedrowa	GW etapu F zespołu budynków mieszkalnych w Gdańsku przy ul. Cedrowej	29	2019-09
2018-03-16	Gd. Uniwersytet Med.	GW budynku A w Centrum Medycyny Nieinwazyjnej	152	2020-12
2018-03-15	Michelin Polsk	Budowa kotłowni gazowej	38	2019-12
2018-03-07	VD	Budowa inwestycji Dorzecz Legnickiej	29	2019-06
2018-02-23	Grupa Lar	Budowa II etapu inwestycji Bliskie Bemowo	18	2019-03
2017-12-22	REF Eastern	Budowa etapu II inwestycji Zajezdnia Poznań	39	2019-09
2017-12-07	Silesia Outlet	GW Centrum Handlowo-Usługowego w Gliwicach przy ul. Rybnickiej (etap I)	58	2019-03
2017-11-10	VD	Realizacja inwestycji deweloperską mieszkaniowej Promenady Wrocławskie etap VIII	44	2019-11
2017-11-10	Szpital Specjalistyczny im. Ludwika Rydygiera	Budowa i modernizacja budynków szpitala w Krakowie	30	2019-02
2017-11-03	Fortum P&H	Modernizacja instalacji oczyszczania spalin w ciepłowni w Częstochowie	40	2019-09
2017-10-20	Bogdan Sadka	Rozbudowa, nadbudowa i przebudowa istniejących budynków przy ul. Zdrojowej 9 w Międzyzdrojach	25	2019-06
2017-09-27	KQ Development	Budowa budynku biurowego KQ-Quartier Development Düsseldorf	41	2018-10
2017-08-21	Porto Office	Budowa budynku biurowo-usługowego w Krakowie	32	2018-12
2017-08-21	Conesta	Budowa domu spokojnej starości w Düsseldorfie	25	2018-07
2017-07-27	Dom Development	GW trzech etapów inwestycji mieszkaniowej w Białoleęce	148	2019-12
2017-07-21	Chatteris Inv.	Wykonania robót dla budowy Zespołu Elektrowni Fotowoltaicznych Mierki/Dobrcz	29	2018-02
2017-07-13	Echo	Kompleks mieszkaniowy przy ul. Spiskiej w Krakowie (Etap III)	17	2019-04
2017-07-12	Echo	Roboty drogowe i sieciowe przy obiekcie CH Libero	39	2018-06
2017-06-29	ADV Por Property	Budowa budynku handlowo-usługowego Outlet w Bydgoszczy	37	2018-04
2017-06-27	VD	Wykonania budynków mieszkalnych w inwestycji Dorzecz Legnickiej IA IB	55	2018-11
2017-06-23	Vattenfall	Reuter C Ersatz - budowa elektrociepłowni	37	2018-12
2017-06-22	Lake Hill	Budowa kompleksu w Lake Hill Resort & Spa A i B	49	2018-07
2017-06-02	Nordic Astrum	Budowa budynku mieszkaniowo-usługowego „Nordic Astrum” w Bydgoszczy	50	2019-06
2017-05-31	Grupa Lar	Roboty budowlane - zespół mieszkaniowo-usługowy "Grójceka 216 III"	17	2018-09
2017-05-31	Grupa Lar	Budowa zespołu zabudowy mieszkaniowej Bliskie Bemowo	18	2018-06
2017-05-17	Grupa Lar	Budowa zespołu mieszkaniowo-usługowego Nowe Bielany 2 III	10	2018-09
2017-05-12	Student Depot Funky	Realizacja Domu Studenckiego Funky we Wrocławiu	38	2018-08
2017-04-28	Grupa Lar	Budowa zespołu mieszkaniowo-usługowego "Bliski Tarchomin IV"	14	2018-07
2017-04-28	IPG	Budowa kompleksu lekarsko - mieszkalnego	47	2018-09
2017-04-07	Durham	Budowa budynku mieszkalnego/hotelu studenckiego w Krakowie	43	2019-05
2017-04-07	Durham 2	Budowa 2 budynków mieszkalnych Apartamenty Novum II w Krakowie	38	2019-03
2017-01-26	Platinum Resort	Budowa kompleksu hotelowego czterogwiazdkowego w Świnoujściu	53	2018-07
2017-01-02	VD	Realizacja inwestycji deweloperskiej – Login City we Wrocławiu	34	2018-08
2016-12-21	Centrum Pr. Koneser	Budynki B i C Centrum Praskie Koneser	67	2018-02
2016-10-27	Fortum	Budynki i budowle pomocnicze na terenie EC Zabrze	24	2018-06
2016-10-25	PGE	Wymiana młynów w Przemysłowni Kamienia Wapiennego w Bogatyni	37	2018-11
2016-10-20	VD	Roboty budowlane "Dom Saski"	13	2017-12
2016-10-18	Warszawa	Budowa Szpitala Południowego w Warszawie	84	2018-09
2016-10-05	PGE	Budowa instalacji katalizacyjnego odazotowania spalin dla dwóch kotłów Benson OP-206	40	2018-11
2016-09-05	Echo	Wykonanie stanu surowego CH Libero w Katowicach	75	2017-09
2016-08-25	Echo	Budowa kompleksu mieszkaniowego przy ul. Spiskiej w Krakowie (Etap 2)	29	2018-05
2016-08-04	Dom Development	Budowa budynku „Apartamenty Włodarzewska 30”	32	2018-05
2016-08-02	Mokotów B&A Hotel	Budowa budynku hotelowego	36	2018-05
2016-07-21	Bacoli	Budowa budynku biurowego z częścią usługową przy ul. Piotrkowskiej w Łodzi	104	2018-07
2016-07-21	Dobosz Hotel Bleu	Budowa hotelu w Świnoujściu	83	2018-06
2016-07-15	VD	Budowa budynków mieszkalnych we Wrocławiu	32	2017-12
2016-07-14	Forty Four Devel.	Przebudowa kompleksu biurowo-handlowego w Düsseldorfie	38	2017-07
2016-06-22	Poznań Kartuska	Prace budowlane dotycząca inwestycji "Stara Cegielnia II" w Poznaniu	38	2019-06
2016-05-25	Berea	Budowa Centrum Handlowo-Usługowo-Rozrywkowego Galeria Młociny	535	2018-12
2016-05-23	Promenady VII	Budowa budynku mieszkalno - usługowego Promenady VII	26	2017-09
2016-05-04	Bacoli	Budowa obiektu hotelowego oraz obiektu biurowego w Łodzi	65	2018-01
2016-04-27	Green Link	Budowa budynku przy ul. Wandy/ul. Podgórskiej w Krakowie	39	2017-12
2016-04-11	WZI	Budowa wielkopowierzchniowego, wielobranżowego składu materiałowego Piła	51	2017-04
2016-03-22	Porto Office	GW budynek biurowo – usługowy w Krakowie	26	2017-03
2016-03-21	Woj. Zachodniopomors.	Przebudowa drogi wojewódzkiej nr 203 na odcinku Dąbki – Darłowo	21	2017-06
2016-03-16	VD	Budowa budynków mieszkalnych we Wrocławiu	53	2018-07
2016-03-14	Bouygues	Budowa budynku mieszkalnego w Warszawie	13	2017-07
2016-03-03	Orlik	Budowa Farmy Wiatrowej Iława III	15	2016-07
2016-03-03	Gmina Legnica	Budowa Zbiorczej Drogi Południowej w Legnicy – Etap II	25	2017-10
2016-01-28	Zdrojowa Invest	Roboty budowlane dla części hotelowej kompleksu Baltic Park Molo	26	2017-02

Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel zamówień [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Backlog spółki po 1Q'18 wynosił 1,96 mld PLN (-3% r/r). Portfel od 2Q'17, kiedy wyniósł rekordowe 2,2 mld PLN, systematycznie spada w ujęciu q/q - w 2017 roku spółka spowolniła z pozyskiwaniem nowych zleceń, głównie w obawie przed wzrostem kosztów.

Zwracamy uwagę na zmianę mixu obecnego portfela na przestrzeni ostatnich 2 lat. Jeszcze na początku 2015 roku 22% (>300 mln PLN) stanowiły kontrakty z segmentu inżynieryjno-drogowego. Pozyskano wtedy znaczną ilość kontraktów w zakresie budowy farm wiatrowych (boom na farmy był „jednoroczny” - zmianą przepisów o OZE). Obecnie zdecydowana większość portfela to zlecenia z segmentu kubaturowego, głównie z Polski (74% portfela). Teoretycznie portfel ma krótsze duration niż w przypadku spółek infrastrukturalnych,

Spółka nadal realizuje jednak znaczny portfel kontraktów pozyskanych w 2016 roku czy w 1H'17. Największy kontrakt to budowa Galerii Młociny w Warszawie (wartość 535 mln PLN), pozyskany był w 2/3Q'16. Na początku 2017 roku projekt od poprzedniego inwestora przejęło Echo, co skutkowało także zmianami projektowymi i przesunięciem w czasie prac budowlanych.

Od 2H'17 na nowych kontraktach spółki budowlane wyraźnie podwyższyły już ceny. Na starych podejmowane są głównie działania optymalizujące, które mają minimalizować presję ze strony podwykonawców, wynagrodzeń i materiałów. Jednak jak pokazują przykłady innych spółek budowlanych (m.in. notowanych na GPW) nie są to procesy łatwe.

Struktura czasowa pozyskania kontraktów [mln PLN]*

kontrakty	zawarte w:					
	1H'16	2H'16	1H'17	2H'17	1H'18	2H'18
finalizowane w:						
2Q'18	0,0	180,5	55,1	38,9	0,0	0,0
3Q'18	52,8	187,8	262,9	66,5	0,0	0,0
4Q'18	534,6	76,9	92,3	32,3	0,0	0,0
2019	37,8	144,9	131,2	401,7	333,1	33,9
2020	0,0	0,0	0,0	0,0	208,0	43,0

Źródło: BDM S.A., spółka, *dotyczy kontraktów wg raportów bieżących (w przypadku aneksów kontrakt przyporządkowany do umowy głównej, nie wliczono kontraktów warunkowych)

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'18 I KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników na 2Q'2018

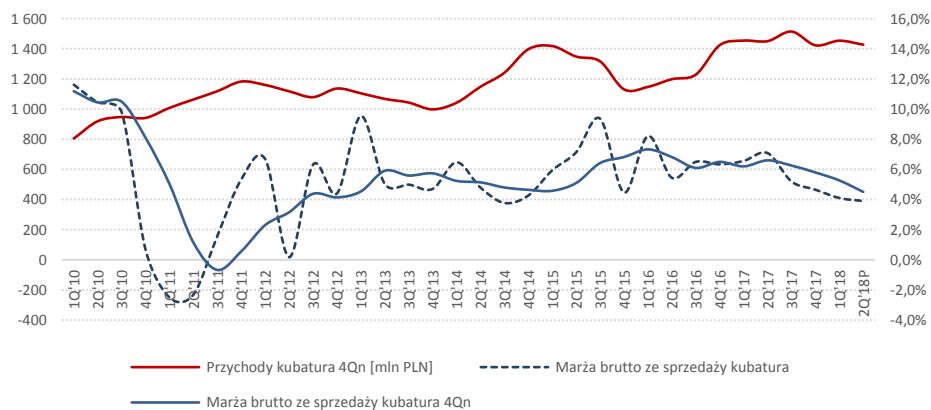
	2Q'17	2Q'18P	zmiana r/r	1H'17	1H'18P	zmiana r/r	2017	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana r/r	2020P	zmiana r/r
Przychody	432,2	443,7	2,6%	776,3	876,0	12,8%	1 805,5	1 852,1	2,6%	1 890,6	2,1%	1 912,5	1,2%
Wynik brutto na sprzedaży	35,6	26,4	-25,7%	60,5	51,0	-15,6%	131,6	107,6	-18,3%	113,7	5,7%	129,1	13,6%
Zysk na sprzedaży	11,0	2,2	-80,2%	12,4	3,8	-69,1%	40,1	13,8	-65,5%	18,8	36,1%	31,9	69,2%
EBITDA	14,2	5,8	-59,1%	20,2	13,5	-32,8%	48,9	26,3	-46,1%	31,3	19,0%	44,4	41,6%
EBIT	10,9	2,2	-80,1%	14,8	7,1	-52,1%	37,7	13,8	-63,3%	18,8	36,1%	31,9	69,2%
Zysk brutto	9,0	0,7	-92,6%	9,4	7,7	-17,5%	30,4	11,9	-61,0%	12,8	7,8%	26,4	106,6%
Zysk netto	6,8	0,4	-94,6%	7,1	4,8	-32,3%	22,6	7,1	-68,6%	7,7	9,5%	18,8	142,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,2%	6,0%		7,8%	5,8%		7,3%	5,8%		6,0%		6,8%	
Marża EBITDA	3,3%	1,3%		2,6%	1,5%		2,7%	1,4%		1,7%		2,3%	
Marża EBIT	2,5%	0,5%		1,9%	0,8%		2,1%	0,7%		1,0%		1,7%	
Marża zysku netto	1,6%	0,1%		0,9%	0,6%		1,2%	0,4%		0,4%		1,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szereg giełdowych spółek z branży budowlanej w bardziej lub w mniej dotkliwym stopniu wykazało w ostatnich miesiącach problemy z rentownością backlogu lub presją gotówkową. Obawiamy się, że w trudnym otoczeniu rynkowym Erbudowi będzie ciężko powtórzyć w najbliższych okresach wyniki z 2017 roku, nawet pomimo przejęcia w 1Q'18 niemieckiej spółki IVT.

Spodziewamy się, że niekorzystne trendy w rezultatach (szczególnie w segmencie kubaturowym, którego rentowność systematycznie spada w ostatnich okresach) mogą się uwidocznić w kolejnych kwartałach 2018 roku. Spółka realizuje jeszcze szereg kontraktów pozyskanych w 2016 roku, których finalne rozliczenie przypada na 2-4Q'18. Także w 2019 roku finalizowane będą jeszcze kontrakty z 2016 i 1H'17.

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym kwartalnie i narastająco za 4Q



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2Q'18 spodziewamy się zbliżonych r/r przychodów i wyraźnie słabszej rentowności. Pod presją znajdują się szczególnie kontrakty w kubaturze. Ostatnie kwartały to systematyczny spadek rentowności w tym obszarze (ostatni raz r/r marża rosła właśnie w 2Q'17), obawiamy się, że trend będzie kontynuowany, tym bardziej, że spółka ma w portfelu jeszcze sporo kontraktów z 2016 roku i 1H'17, które nie zostały sfinalizowane.

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16*	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P
Przychody ze sprzedaży	341,9	446,3	425,4	576,2	1 789,8	344,1	432,2	505,9	523,3	1 805,5	432,4	443,7	478,9	497,2	1 852,1
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	28,4	29,8	43,6	129,5	24,9	35,6	31,6	39,6	131,6	24,6	26,4	26,9	29,6	107,6
Zysk na sprzedaży	6,8	7,3	9,6	20,2	43,9	1,5	11,0	9,6	18,1	40,1	1,7	2,2	3,9	6,1	13,8
EBITDA	14,9	26,6	11,2	4,1	56,7	5,9	14,2	12,5	16,2	48,9	7,7	5,8	6,6	6,3	26,3
EBIT	12,1	23,4	8,8	1,5	45,8	3,9	10,9	10,2	12,7	37,7	4,9	2,2	3,9	2,9	13,8
Zysk (strata) brutto	10,7	24,6	5,2	2,8	43,2	0,3	9,0	10,0	11,0	30,4	7,1	0,7	2,4	1,7	11,9
Zysk (strata) netto	6,9	14,3	4,2	10,6	36,0	0,3	6,8	7,8	7,6	22,6	4,5	0,4	1,7	0,6	7,1
Marża brutto ze sprzedaży	8,1%	6,4%	7,0%	7,6%	7,2%	7,2%	8,2%	6,2%	7,6%	7,3%	5,7%	6,0%	5,6%	6,0%	5,8%
Marża EBITDA	4,3%	6,0%	2,6%	0,7%	3,2%	1,7%	3,3%	2,5%	3,1%	2,7%	1,8%	1,3%	1,4%	1,3%	1,4%
Marża EBIT	3,5%	5,2%	2,1%	0,3%	2,6%	1,1%	2,5%	2,0%	2,4%	2,1%	1,1%	0,5%	0,8%	0,6%	0,7%
Marża zysku netto	2,0%	3,2%	1,0%	1,8%	2,0%	0,1%	1,6%	1,5%	1,5%	1,2%	1,0%	0,1%	0,3%	0,1%	0,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, *w 4Q'16 spółka przekięgowała część wyniku wykazanego wcześniej w pozostałej działalności operacyjnej do zysku brutto ze sprzedaży

Zakładamy, że także 3Q i 4Q'18 nie dają miejsca na poprawę wyników r/r, co sprawi, że wynik netto w 2018 wg naszych kalkulacji może być istotnie niższy niż w 2017 roku. Dodatkowo pod presją jest nadal pozycja gotówkowa (spółka w kubaturze opiera się na podwykonawcach), po 1Q'18 była ona o 74 mln PLN gorsza r/r (do czego przyczyniło się także przejście IVT), co może oznaczać, że trudno będzie na koniec 2018 roku o uzyskanie gotówki netto z lat ubiegłych.

Obawiamy się, że prognozy rynkowe uwzględnione w konsensusie są zbyt wymagające. Według Bloomberg jest to na poziomie zysku netto 29-31 mln PLN na 2018 rok i 26-29 mln PLN na 2019 rok, podczas gdy w 1Q'18 spółka miałaby stratę netto, gdyby wyłączyć one-offy, co nie stanowi dobrego prognozy na kolejne kwartały.

Spodziewamy się, że w 2018 roku spółka wypracuje przychody na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych (ok. 1,8-1,9 mld PLN). W kolejnych latach przyjmujemy konserwatywnie, że poziom 2,0 mld PLN rocznie nie będzie przekroczony. W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki może spaść poniżej 1% w latach 2018-19. W kolejnych latach zakładamy odbicie, jednak nie przyjmujemy poziomu >2%. W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnym okresie 2010-17 od -1% do niespełna 3% marży. Przy dobrym rynku po stronie podaży kontraktów i pozytywnym rozwoju spółki w obszarze energetyczno-przemysłowym rozczarowuje wynikami nasze założenie mogą być zbyt konserwatywne. Jednak zwracamy też uwagę na ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych i wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia), który może okazać się powyżej naszych założeń. Długoterminowym celem spółki jest wypracowywanie 3% marży EBIT.

Jednorazowym czynnikiem, który mógłby w przyszłości ją poprawić, potencjalnie może być korzystne rozstrzygnięcie spornej sprawy o opcje walutowe z Bankiem Millennium – po skutecznej apelacji sprawa znów ma trafić do Sądu Okręgowego. Sprawa może potrwać jednak jeszcze dłuższy okres czasu.

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

	2017P poprzednio	2017 raport	zmiana	2018P poprzednio	2018P aktualnie	zmiana	2019P poprzednio	2019P aktualnie	zmiana
Przychody	1 805,7	1 805,5	0,0%	1 872,2	1 852,1	-1,1%	1 924,4	1 890,6	-1,8%
EBITDA	50,7	48,9	-3,5%	52,5	26,3	-49,8%	52,8	31,3	-40,6%
EBIT	40,2	37,7	-6,2%	42,1	13,8	-67,1%	41,6	18,8	-54,7%
Zysk (strata) netto	25,1	22,6	-10,1%	28,1	7,1	-74,8%	29,0	7,7	-73,3%
Marża EBITDA	2,8%	2,7%		2,8%	1,4%		2,7%	1,7%	
Marża EBIT	2,2%	2,1%		2,2%	0,7%		2,2%	1,0%	
Marża zysku netto	1,4%	1,2%		1,5%	0,4%		1,5%	0,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 6/09/2017

Wyniki i prognozy wg segmentów [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	341,9	446,3	425,4	576,2	344,1	432,3	505,9	523,3	437,9	443,7	478,9	491,6	1 789,8	1 805,5	1 852,1
Zysk brutto ze sprzed.	27,7	28,4	29,8	43,6	24,9	35,6	31,6	39,6	24,6	26,4	26,9	29,6	129,5	131,6	107,6
rentowność	8,1%	6,4%	7,0%	7,6%	7,2%	8,2%	6,2%	7,6%	5,6%	6,0%	5,6%	6,0%	7,2%	7,3%	5,8%
SG&A	20,9	21,1	20,2	23,3	23,4	24,6	22,0	21,5	23,0	24,3	23,0	23,5	85,6	91,5	93,7
Saldo PPO/PKO	5,3	16,0	-0,8	-18,7	2,5	-0,1	0,6	-5,4	3,3	0,0	0,0	0,0	1,9	-2,4	3,2
EBIT	12,1	23,4	8,8	1,5	3,9	10,9	10,2	12,7	4,9	2,2	3,9	6,1	45,8	37,7	17,1
rentowność	3,5%	5,2%	2,1%	0,3%	1,1%	2,5%	2,0%	2,4%	1,1%	0,5%	0,8%	1,2%	2,6%	2,1%	0,9%
Kubatura	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	262,8	355,7	334,1	471,7	293,0	352,0	397,8	380,3	323,7	325,6	348,1	361,3	1 424,3	1 423,1	1 358,6
Zysk brutto ze sprzed.	21,6	19,3	21,7	29,9	19,2	24,9	20,7	17,7	13,3	12,7	13,9	14,5	92,5	82,5	54,4
rentowność	8,2%	5,4%	6,5%	6,3%	6,6%	7,1%	5,2%	4,7%	4,1%	3,9%	4,0%	4,0%	6,5%	5,8%	4,0%
EBIT	13,8	19,2	7,5	-3,8	8,1	6,6	5,9	5,0	3,9	-3,1	-1,6	-0,1	36,7	25,6	-0,8
rentowność	5,3%	5,4%	2,2%	-0,8%	2,8%	1,9%	1,5%	1,3%	1,2%	-0,9%	-0,5%	0,0%	2,6%	1,8%	-0,1%
Deweloperka	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zysk brutto ze sprzed.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inżynieryjno-drogowe	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	32,4	34,5	31,3	43,6	12,6	16,0	44,5	83,7	49,8	43,9	47,6	58,6	141,8	156,8	199,9
Zysk brutto ze sprzed.	4,3	3,2	3,3	4,5	2,4	4,0	4,1	14,6	5,1	4,8	3,8	5,9	15,3	25,1	19,6
rentowność	13,3%	9,2%	10,5%	10,3%	18,8%	24,9%	9,3%	17,5%	10,2%	11,0%	8,0%	10,0%	10,8%	16,0%	9,8%
EBIT	1,4	3,2	1,0	0,8	-1,0	1,8	2,2	10,7	2,1	2,8	1,3	3,4	6,5	13,7	9,6
rentowność	4,4%	9,3%	3,2%	1,9%	-7,8%	11,6%	4,9%	12,8%	4,3%	6,4%	2,8%	5,7%	4,6%	8,8%	4,8%
Energetyka	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	46,7	56,1	60,0	52,3	38,5	64,2	63,5	59,2	63,5	74,1	83,1	71,7	215,1	225,5	292,5
Zysk brutto ze sprzed.	1,8	5,9	4,8	8,9	3,3	6,6	6,7	7,3	6,0	8,9	9,1	9,3	21,4	23,9	33,3
rentowność	3,8%	10,5%	8,1%	16,9%	8,5%	10,3%	10,6%	12,3%	9,4%	12,0%	11,0%	13,0%	9,9%	10,6%	11,4%
EBIT	-3,0	0,9	0,3	4,1	-1,9	0,8	2,2	1,5	-0,3	2,4	4,1	2,8	2,3	2,6	9,1
rentowność	-6,5%	1,6%	0,6%	7,9%	-4,9%	1,2%	3,5%	2,6%	-0,5%	3,2%	5,0%	3,9%	1,1%	1,2%	3,1%
Pozostałe	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	0,0	0,0	0,0	8,7	0,0	0,1	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0	0,0	8,7	0,1	1,1
Zysk brutto ze sprzed.	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3
EBIT	-0,1	0,1	0,0	0,4	-1,3	1,7	-0,1	-4,6	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,4	-4,3	-0,8
backlog	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
	1 300	1 100	2 020	2 001	2 031	2 195	2 119	2 044	1 964	1 964	1 964	1 964	2 001	2 044	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 223,6	1 692,1	1 763,3	1 789,8	1 805,5	1 852,1	1 890,6	1 912,5	1 928,0	1 924,1	1 909,3	1 909,7	1 936,1	1 956,7	1 977,5
zmiana r/r	-11,6%	38,3%	4,2%	1,5%	0,9%	2,6%	2,1%	1,2%	0,8%	-0,2%	-0,8%	0,0%	1,4%	1,1%	1,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	90,9	99,2	121,7	129,5	131,6	107,6	113,7	129,1	133,5	133,2	128,2	124,8	126,4	127,8	129,2
rentowność	7,4%	5,9%	6,9%	7,2%	7,3%	5,8%	6,0%	6,8%	6,9%	6,9%	6,7%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
EBITDA	40,4	52,0	62,1	56,7	48,9	26,3	31,3	44,4	47,5	46,4	41,9	38,3	38,7	39,1	39,5
rentowność	3,3%	3,1%	3,5%	3,2%	2,7%	1,4%	1,7%	2,3%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA skoryg.	40,6	46,6	54,2	54,8	51,3	26,3	31,3	44,4	47,5	46,4	41,9	38,3	38,7	39,1	39,5
rentowność	3,3%	2,8%	3,1%	3,1%	2,8%	1,4%	1,7%	2,3%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	32,7	43,1	51,5	45,8	37,7	13,8	18,8	31,9	35,2	34,7	30,3	26,8	27,1	27,5	27,9
rentowność	2,7%	2,5%	2,9%	2,6%	2,1%	0,7%	1,0%	1,7%	1,8%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Zysk brutto	25,1	36,1	44,8	43,2	30,4	11,9	12,8	26,4	30,4	30,5	26,8	23,8	24,7	25,5	26,2
rentowność	2,1%	2,1%	2,5%	2,4%	1,7%	0,6%	0,7%	1,4%	1,6%	1,6%	1,4%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Zysk netto	17,2	26,4	27,8	36,0	22,6	7,1	7,7	18,8	22,0	22,1	19,1	16,7	17,4	18,0	18,6
rentowność	1,4%	1,6%	1,6%	2,0%	1,2%	0,4%	0,4%	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Budownictwo kubaturowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	998,1	1 397,5	1 131,0	1 424,3	1 423,1	1 358,6	1 385,8	1 399,7	1 413,7	1 413,7	1 413,7	1 413,7	1 434,3	1 448,2	1 462,3
zmiana r/r	-12,2%	40,0%	-19,1%	25,9%	-0,1%	-4,5%	2,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,0%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	57,3	64,9	77,1	92,5	82,5	54,4	58,9	73,5	77,8	77,8	74,2	70,7	71,7	72,4	73,1
rentowność	5,7%	4,6%	6,8%	6,5%	5,8%	4,0%	4,3%	5,3%	5,5%	5,5%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	21,0	25,3	32,7	36,7	25,6	-4,0	-1,2	11,9	15,6	15,6	12,0	8,5	8,6	8,7	8,8
rentowność	2,1%	1,8%	2,9%	2,6%	1,8%	-0,3%	-0,1%	0,9%	1,1%	1,1%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Deweloperka	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	48,5	45,4	47,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
zmiana r/r	-24,2%	-6,3%	5,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zysk brutto ze sprzedaży	9,6	4,8	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	19,8%	10,5%	13,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	5,4	8,4	10,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	11,1%	18,5%	20,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sprzedaż notarialna [szt]	184	168	176	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inżynierijno-drogowe	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	96,2	160,2	330,7	141,8	156,8	199,9	207,5	212,9	214,0	207,0	189,2	186,6	189,3	192,8	196,4
zmiana r/r	-32,5%	66,5%	106,5%	-57,1%	10,6%	27,5%	3,8%	2,6%	0,5%	-3,3%	-8,6%	-1,4%	1,5%	1,9%	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,0	16,0	21,0	15,3	25,1	19,6	20,7	21,3	21,4	20,7	18,9	18,7	18,9	19,3	19,6
rentowność	11,5%	10,0%	6,4%	10,8%	16,0%	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	4,6	5,7	9,8	6,5	13,7	9,6	10,6	10,9	10,8	10,4	9,5	9,4	9,5	9,7	9,8
rentowność	4,8%	3,6%	3,0%	4,6%	8,8%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Energetyka	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	79,7	88,9	253,7	215,1	225,5	292,5	296,2	298,8	299,3	302,3	305,3	308,3	311,4	314,5	317,7
zmiana r/r	93,1%	11,6%	185,4%	-15,2%	4,8%	29,7%	1,3%	0,9%	0,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,9	13,6	16,9	21,4	23,9	33,3	33,7	34,0	34,1	34,4	34,8	35,1	35,5	35,8	36,2
rentowność	16,2%	15,3%	6,7%	9,9%	10,6%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
EBIT	1,8	3,7	-1,0	2,3	2,6	9,1	9,2	8,8	8,5	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8	8,9
rentowność	2,2%	4,1%	-0,4%	1,1%	1,2%	3,1%	3,1%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Pozostałe	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1,1	0,0	0,0	8,7	0,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Zysk brutto ze sprzedaży	0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EBIT	0,1	0,0	0,0	0,4	-4,3	-0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	103,5	121,1	119,7	117,6	115,9	114,5	113,9	114,0	114,0	114,2	114,3	114,4
Wartości niematerialne i prawne	24,9	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
Rzeczowe aktywa trwałe	46,1	49,3	47,9	45,8	44,0	42,7	42,1	42,1	42,2	42,3	42,5	42,5
Pozostałe aktywa trwałe	32,5	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8
Aktywa obrotowe	843,8	821,6	807,5	812,6	822,6	822,6	814,3	799,4	788,4	789,7	790,5	796,2
Zapasy	2,8	11,6	11,9	12,1	12,3	12,4	12,3	12,2	12,2	12,4	12,5	12,7
Należności krótkoterminowe	554,7	603,3	674,4	688,4	696,4	702,0	700,6	695,2	695,4	705,0	712,5	720,0
Inwestycje krótkoterminowe	280,1	201,3	115,8	106,7	108,6	102,8	96,0	86,7	75,4	66,9	60,2	58,1
- środki pieniężne	257,3	190,2	104,7	95,5	97,5	91,7	84,9	75,5	64,3	55,8	49,0	47,0
Pozostałe aktywa obrotowe	6,3	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Aktywa razem	947,3	942,7	927,2	930,2	938,5	937,1	928,2	913,4	902,5	903,8	904,8	910,6
Kapitał (fundusz) własny	251,7	275,9	268,8	273,0	287,9	295,8	301,4	304,0	306,4	311,2	316,2	321,3
Kapitał mniejszości	9,1	10,0	10,5	11,2	11,8	12,4	13,0	13,5	14,1	14,6	15,1	15,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	686,5	656,8	647,8	646,0	638,8	628,9	613,8	595,9	582,0	578,0	573,4	573,6
Rezerwy na zobowiązania	44,6	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5	42,5
Zobowiązania długoterminowe	74,0	71,4	61,4	49,4	36,4	22,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
- w tym zobowiązania oprocentowane	66,4	63,0	53,0	41,0	28,0	14,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	567,9	542,9	543,9	554,1	559,9	564,0	562,9	545,0	531,1	527,1	522,5	522,7
- w tym zobowiązania oprocentowane	50,6	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	54,4	40,4	26,4	15,4	5,4	0,0
Pasywa razem	947,3	942,7	927,2	930,2	938,5	937,1	928,2	913,4	902,5	903,8	904,8	910,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	1 790	1 805	1 852	1 891	1 913	1 928	1 924	1 909	1 910	1 936	1 957	1 977
Koszty produktów, tow. i materiałów	1 660	1 674	1 745	1 777	1 783	1 794	1 791	1 781	1 785	1 810	1 829	1 848
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	129,5	131,6	107,6	113,7	129,1	133,5	133,2	128,2	124,8	126,4	127,8	129,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	85,6	91,5	93,7	94,8	97,2	98,3	98,5	97,9	98,0	99,3	100,3	101,4
Zysk (strata) na sprzedaży	43,9	40,1	13,8	18,8	31,9	35,2	34,7	30,3	26,8	27,1	27,5	27,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,9	-2,3	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zyski pozaoperacyjne	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	56,7	48,9	26,3	31,3	44,4	47,5	46,4	41,9	38,3	38,7	39,1	39,5
EBIT	45,8	37,7	13,8	18,8	31,9	35,2	34,7	30,3	26,8	27,1	27,5	27,9
Saldo działalności finansowej	-2,6	-7,3	-2,0	-6,1	-5,5	-4,8	-4,2	-3,6	-3,0	-2,5	-2,0	-1,7
Pozostałe zyski	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	43,2	30,4	11,9	12,8	26,4	30,4	30,5	26,8	23,8	24,7	25,5	26,2
Zysk (strata) netto mniejszości	-0,7	1,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Zysk (strata) netto*	36,0	22,6	7,1	7,7	18,8	22,0	22,1	19,1	16,7	17,4	18,0	18,6

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	74,6	-43,9	-26,9	20,0	32,2	35,3	36,2	33,6	28,9	26,4	27,2	27,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	24,5	4,6	-28,9	-8,6	-8,9	-9,2	-9,5	-10,0	-10,1	-10,3	-10,4	-10,5
Przepływy z działalności finansowej	-63,9	-27,8	-29,7	-20,6	-21,3	-31,8	-33,6	-32,9	-30,0	-24,6	-23,6	-19,0
Przepływy pieniężne netto	35,1	-67,1	-85,5	-9,2	2,0	-5,8	-6,8	-9,4	-11,2	-8,5	-6,8	-2,1
Środki pieniężne na początek okresu	222,1	257,3	190,2	104,7	95,5	97,5	91,7	84,9	75,5	64,3	55,8	49,0
Środki pieniężne na koniec okresu	257,3	190,2	104,7	95,5	97,5	91,7	84,9	75,5	64,3	55,8	49,0	47,0

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	0,9%	2,6%	2,1%	1,2%	0,8%	-0,2%	-0,8%	0,0%	1,4%	1,1%	1,1%
EBITDA zmiana r/r	-13,8%	-46,1%	19,0%	41,6%	7,0%	-2,2%	-9,7%	-8,6%	1,0%	1,0%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-17,7%	-63,3%	36,1%	69,2%	10,4%	-1,5%	-12,5%	-11,8%	1,3%	1,3%	1,4%
Zysk netto zmiana r/r	-37,3%	-68,6%	9,5%	142,1%	17,1%	0,5%	-13,3%	-12,5%	4,1%	3,6%	3,0%
Marża brutto na sprzedaży	7,3%	5,8%	6,0%	6,8%	6,9%	6,9%	6,7%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Marża EBITDA	2,7%	1,4%	1,7%	2,3%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża EBIT	2,1%	0,7%	1,0%	1,7%	1,8%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Marża brutto	1,7%	0,6%	0,7%	1,4%	1,6%	1,6%	1,4%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
Marża netto	1,2%	0,4%	0,4%	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
COGS / przychody	92,7%	94,2%	94,0%	93,2%	93,1%	93,1%	93,3%	93,5%	93,5%	93,5%	93,5%
SG&A / przychody	5,1%	5,1%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
SG&A / COGS	5,5%	5,4%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
ROE	8,2%	2,6%	2,8%	6,5%	7,4%	7,3%	6,3%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%
ROA	2,4%	0,8%	0,8%	2,0%	2,3%	2,4%	2,1%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%
Dług	117,4	107,4	95,4	82,4	68,4	54,4	40,4	26,4	15,4	5,4	0,0
D / (D+E)	12,5%	11,6%	10,3%	8,8%	7,3%	5,9%	4,4%	2,9%	1,7%	0,6%	0,0%
D / E	14,2%	13,1%	11,4%	9,6%	7,9%	6,2%	4,6%	3,0%	1,7%	0,6%	0,0%
Odsetki / EBIT	-19,4%	-14,4%	-32,2%	-17,2%	-13,7%	-12,1%	-11,8%	-11,1%	-9,0%	-7,3%	-6,0%
Dług / kapitał własny	42,6%	40,0%	34,9%	28,6%	23,1%	18,0%	13,3%	8,6%	4,9%	1,7%	0,0%
Dług netto	-72,8	2,7	-0,1	-15,1	-23,3	-30,5	-35,2	-37,9	-40,4	-43,7	-47,0
Dług netto / kapitał własny	-26,4%	1,0%	0,0%	-5,2%	-7,9%	-10,1%	-11,6%	-12,4%	-13,0%	-13,8%	-14,6%
Dług netto / EBITDA	-1,5	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2
Dług netto / EBIT	-1,9	0,2	0,0	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
EV	118,1	193,6	190,8	175,8	167,6	160,4	155,7	152,9	150,5	147,2	143,9
Dług / EV	99,4%	55,5%	50,0%	46,9%	40,8%	33,9%	25,9%	17,2%	10,2%	3,6%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,2%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	37,5%	79,2%	83,2%	85,7%	89,3%	94,7%	100,5%	100,7%	101,1%	100,9%	100,8%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	5,1%	3,8%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	585,8%	151,8%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E*	8,5	27,0	24,6	10,2	8,7	8,6	10,0	11,4	11,0	10,6	10,3
P/BV*	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE*	5,7	9,8	9,4	6,1	5,6	5,6	6,2	6,7	6,6	6,4	6,3
EV/EBITDA*	2,4	7,3	6,1	4,0	3,5	3,5	3,7	4,0	3,9	3,8	3,6
EV/EBIT*	3,1	14,0	10,1	5,5	4,8	4,6	5,1	5,7	5,5	5,4	5,2
EV/S*	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	21,5	21,0	21,3	22,5	23,1	23,5	23,7	23,9	24,3	24,7	25,1
EPS	1,8	0,6	0,6	1,5	1,7	1,7	1,5	1,3	1,4	1,4	1,5
CEPS	2,6	1,5	1,6	2,4	2,7	2,6	2,4	2,2	2,3	2,3	2,4
DPS	1,17	1,10	0,28	0,30	1,10	1,29	1,29	1,12	0,98	1,02	1,06
Payout ratio	41,7%	62,5%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 14,9 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-412

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 20-81-432

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)**Krzysztof Brymora**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

[chemia, przemysł drzewny](#)**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

[deweloperzy, handel](#)**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-100

e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854

e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	13,5	Kupuj	32,0	26.07.2018	08:50 CEST	14,9	58 630
Kupuj	32,0	Akumuluj	35,0	6.09.2017	10:50 CEST	26,5	65 115
Akumuluj	35,0	Akumuluj	32,3 (w tym DPS=1,17 PLN)	3.03.2017	13:50 CEST	30,9	59 304
Akumuluj	32,3 (w tym DPS=1,17 PLN)	Akumuluj	37,7	3.01.2017	11:09 CEST	29,0	52 313
Akumuluj	37,7	Akumuluj	28,4	1.06.2015		33,7	55 641
Akumuluj	28,4	-	-	27.05.2014		25,2	52 515

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 (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	20%	1	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	4	80%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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. Stopy 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 redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc 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 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 26.07.2018 roku (08:50 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.07.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać zaktualizowane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 niekorzystne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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 26.07.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieje inna istotna powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.