



Dom Maklerski BDM S.A.

ERBUD

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 32,0 PLN

06 WRZESIEŃ 2017, 10:50 CEST

Kapitalizacja Erbudu na przestrzeni ostatnich sześciu miesięcy spadła o ok. 1/4. W pierwszej połowie marca'17 kurs przekraczał jeszcze poziom docelowy z naszej poprzedniej rekomendacji (35,0 PLN z 3/03/2017), jednak słabe wyniki 1Q'17 i dość mgliście wyglądające wtedy perspektywy poprawy rezultatów w kolejnym okresie zepchnęły notowania do poziomów ostatni raz widzianych w końcówce 2016 roku. Zwracamy jednak uwagę, że okres 2Q'17, mimo braku dynamiki przychodów oraz obciążenia wyższymi kosztami stałymi, przyniósł odbudowę rentowności (EBIT wyraźnie powyżej konsensusu) a zarząd spółki deklaruje dalszą poprawę w 2H'17. Na bazie posiadanego portfela zleceń oczekujemy, że w 2H'17 i 2018 roku spółka ma możliwość odnotowywać także sporo wyższy poziom przychodów (w 1H'17 start realizacji części znaczących kontraktów opóźniał się), co w efekcie powinno przełożyć się na wyraźne dodatnie dynamiki EBIT w najbliższych okresach. Przy obecnym poziomie kursu skłaniamy się do podniesienia zalecenia do Kupuj z Akumuluj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 32,0 PLN.

Backlog spółki po 2Q'17 wynosił 2,20 mld PLN (rekordowy w historii poziom, 2x wyżej r/r, w okresie lipiec-sierpień'17 spółka pozyskała kolejne kontrakty za 0,32 mld PLN), z czego 1,11 mld PLN przypada na 2H'17. Po 1H'17 spółka ma 0,78 mld PLN przychodów. Nasza prognoza na 2017 wynosi obecnie 1,81 mld PLN i uwzględnia pewną „poduszkę bezpieczeństwa” na 4Q'17 (czynnik pogodowy).

Na ostatniej telekonferencji wynikowej po 2Q'17 prezes spółki deklarował, że marża operacyjna powinna zbliżyć się do 3% w 2H'17 i 2018 roku (nawet pomimo rosnącej presji po stronie kosztowej) - wyższe przychody powinny w większym stopniu pokryć rosnące ostatnio nieproporcjonalnie szybko koszty stałe. Zwracamy także uwagę, że przy tak dużym portfelu zleceń spółka może selektywnie podchodzić do kolejnych kontraktów. W naszym modelu do rentowności podchodzimy nadal konserwatywnie – przyjmujemy marżę EBIT na poziomie ok 2,5% w 2H'17 i 2,2% w 2018 roku.

W naszej prognozie na 2017 rok zakładamy, że Erbud wypracuje 1,81 mld PLN przychodów oraz 40,2 mln PLN EBIT. W samym 3Q'17 nasza prognoza EBIT wynosi 13,6 mln PLN a w 4Q'17 11,8 mln PLN (vs 8,8 mln PLN i 1,5 mln PLN analogicznie rok temu). W 2018 roku spodziewamy się wzrostu przychodów do 1,87 mld PLN i EBIT do 42,1 mln PLN. W obecnym scenariuszu na kolejne lata nasze założenia są bardzo konserwatywne – nie zakładamy przyrostu EBIT, aczkolwiek dostrzegamy duże pole do poprawy efektywności (np. poprawa wyników w obszarze energetyki/przemysłu, obniżenie wskaźnika koszty SG&A/przychody).

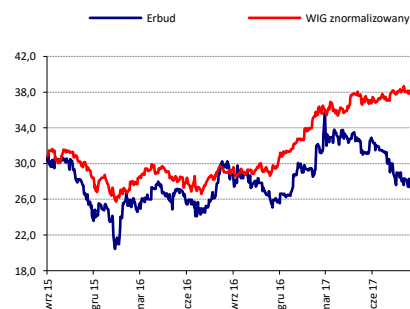
Wycena DCF [PLN]	31,9
Wycena porównawcza [PLN]	32,3
Wycena końcowa [PLN]	32,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+21%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	26,5
Kapitalizacja [mln PLN]	339,5
Ilość akcji [mln szt.]	12,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	35,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	25,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-19,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-26,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	3,2%
Struktura akcjonariatu:	
Wolff & Mueller Holding	32,4%
Grzeszczak Dariusz (z DGI FIZAN)	22,7%
ING OFE	9,9%
OFE Aviva	9,2%
Zubelewicz Józef (z Adler)	6,0%
OFE Bankowy	5,6%
Pozostali	14,1%

	2015	2016**	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1 763,3	1 789,8	1 805,7	1 872,2	1 924,4	1 963,8
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	43,7	43,9	38,4	42,1	41,6	42,2
EBITDA [mln PLN]	62,1	56,7	50,7	52,5	52,8	53,2
EBITDA skoryg. [mln PLN]*	54,2	54,8	48,9	52,5	52,8	53,2
EBIT [mln PLN]	51,5	45,8	40,2	42,1	41,6	42,2
Zysk netto [mln PLN]	27,8	36,0	25,1	28,1	29,0	29,8
P/BV	1,1	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
P/E	12,2	9,4	13,5	12,1	11,7	11,4
EV/EBITDA	4,4	3,5	4,5	4,1	3,9	3,6
EV/EBITDA skoryg.*	5,0	3,6	4,7	4,1	3,9	3,6
EV/EBIT	5,3	4,3	5,7	5,2	4,9	4,5

*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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużycia na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZLECEŃ.....	7
WYNIKI 2Q'17 I PROGNOZY NA 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 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 32,3 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 31,9 PLN. Przy wycenie końcowej, która wynosi 32,0 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%	31,9
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	32,3
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		32,0

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 2017 roku spółka wypracuje przychody na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych (ok. 1,8 mld PLN). W kolejnych latach przyjmujemy konserwatywnie, że poziom 2,0 mld PLN nie będzie przekroczony.
- Zakładamy jednocześnie, że rynek budowlany w Polsce, po słabym 2016 roku, powinien wejść na ścieżkę 3-4 lat wzrostu wspomaganego przez środki unijne – dostrzegamy więc szansę do podniesienia naszych szacunków w przyszłości.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki będzie oscylować w okolicach 2,2% w najbliższych latach i <2% pod koniec szczegółowego okresu prognoz i w okresie rezydualnym. W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnym okresie 2010-16 od -1% do niespełna 3% marży. Przy rozruszaniu się rynku po stronie podaży kontraktów i pozytywnym rozwoju spółki Erbud Industry (dotychczas segment energetyczno-przemysłowy rozczerowuje wynikami) nasze założenie mogą być zbyt konserwatywne. Jednak zwracamy też uwagę na ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych i wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia) w najbliższych latach. 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 2016 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 6.09.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 408,8 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 31,9 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 805,7	1 872,2	1 924,4	1 963,8	1 964,5	1 931,5	1 844,7	1 831,8	1 857,4	1 876,5
EBIT skoryg. [mln PLN]	38,4	42,1	41,6	42,2	41,9	37,7	30,6	30,6	31,2	31,7
Stopa podatkowa	22,8%	22,6%	22,6%	22,5%	22,5%	22,8%	23,4%	23,4%	23,3%	23,2%
Podatek od EBIT [mln PLN]	8,8	9,5	9,4	9,5	9,4	8,6	7,2	7,1	7,3	7,4
NOPLAT [mln PLN]	29,7	32,6	32,2	32,7	32,5	29,1	23,4	23,4	24,0	24,4
Amortyzacja [mln PLN]	10,4	10,4	11,2	11,0	10,8	10,7	10,6	10,6	10,6	10,6
CAPEX [mln PLN]	-9,7	-9,9	-10,7	-10,6	-10,5	-10,5	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-42,1	-3,7	-2,9	-2,2	0,0	1,8	4,8	0,7	-1,4	-1,1
FCF [mln PLN]	-11,6	29,4	29,8	30,9	32,7	31,1	28,2	24,1	22,5	23,3
DFCF [mln PLN]	-11,4	26,4	24,7	23,5	22,9	20,0	16,7	13,1	11,2	10,7
Suma DFCF [mln PLN]	157,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	294,5	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	134,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	292,7									
Dług netto 2016P [mln PLN]	-140,3									
Dywidenda 2017 [mln PLN]	15,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	9,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	408,8									
Ilość akcji [mln szt.]	12,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	31,9									
Przychody zmiana r/r	0,9%	3,7%	2,8%	2,0%	0,0%	-1,7%	-4,5%	-0,7%	1,4%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-12,5%	9,4%	-1,1%	1,4%	-0,7%	-10,0%	-18,8%	-0,1%	2,2%	1,7%
FCF zmiana r/r	-	-	1,4%	3,5%	6,0%	-5,0%	-9,1%	-14,7%	-6,5%	3,4%
Marża EBITDA	2,7%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%
Marża EBIT	2,1%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża NOPLAT	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	92,4%	94,9%	95,5%	96,7%	97,3%	98,5%	99,9%	100,3%	100,1%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	2,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,3%	0,0%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	264,1%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	88,3%	89,8%	91,2%	92,4%	93,6%	95,3%	96,2%	97,3%	98,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Udział kapitału obcego	11,7%	10,2%	8,8%	7,6%	6,4%	4,7%	3,8%	2,7%	1,6%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	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								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	30,9	31,9	33,2	34,7	36,8	39,7	43,7	50,2	61,8
	0,8	29,9	30,8	31,9	33,2	35,0	37,3	40,5	45,4	53,6
	0,9	29,0	29,7	30,7	31,9	33,3	35,3	37,9	41,7	47,7
	1,0	28,1	28,8	29,6	30,6	31,9	33,5	35,7	38,7	43,3
	1,1	27,3	28,0	28,7	29,6	30,6	32,0	33,8	36,3	39,8
	1,2	26,6	27,2	27,8	28,6	29,5	30,7	32,2	34,2	37,0
	1,3	26,0	26,4	27,0	27,7	28,5	29,5	30,8	32,5	34,8

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								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	32,0	33,2	34,6	36,5	39,0	42,5	47,7	56,5	74,0
	4%	29,9	30,8	31,9	33,2	35,0	37,3	40,5	45,4	53,6
	5%	28,1	28,8	29,6	30,6	31,9	33,5	35,7	38,7	43,3
	6%	26,6	27,2	27,8	28,6	29,5	30,7	32,2	34,2	37,0
	7%	25,3	25,8	26,3	26,9	27,6	28,5	29,6	31,0	32,8
	8%	24,2	24,6	25,0	25,4	26,0	26,7	27,5	28,5	29,8
	9%	23,2	23,5	23,9	24,2	24,7	25,2	25,8	26,6	27,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	43,9	42,1	40,5	39,0	37,7	36,4	35,3	34,3	33,3
	4%	40,0	38,1	36,4	35,0	33,6	32,5	31,4	30,4	29,5
	5%	36,8	35,0	33,3	31,9	30,6	29,5	28,5	27,6	26,8
	6%	34,3	32,5	30,9	29,5	28,3	27,3	26,3	25,4	24,7
	7%	32,2	30,4	28,9	27,6	26,4	25,4	24,5	23,7	23,0
	8%	30,4	28,7	27,3	26,0	24,9	24,0	23,1	22,4	21,7
	9%	28,9	27,3	25,9	24,7	23,6	22,7	21,9	21,2	20,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

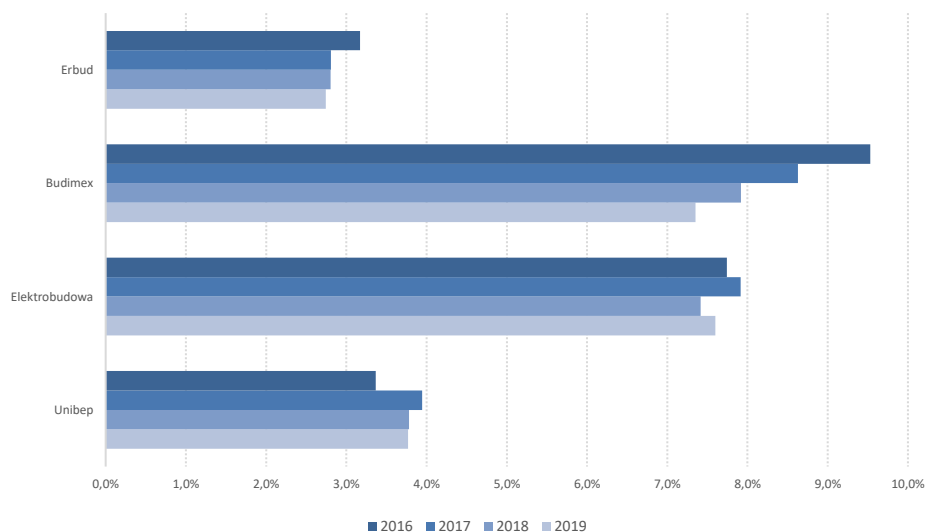
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla każdego roku przyjęliśmy równe wagi po 33%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 413,3 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 32,3 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).**

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2017P	2019P	2017P	2018P	2019P
Budimex	14,3	14,4	14,7	6,0	5,7	5,9
Elbudowa	10,6	11,3	10,8	5,6	5,8	5,3
Unibep	12,1	12,0	11,8	6,4	8,4	8,0
Mediana	13,2	13,2	13,3	6,2	7,1	6,4
Erbud	13,5	12,1	11,7	4,5	4,1	3,9
Premia/dyskonto dla Erbudu	2,6%	-8,7%	-11,6%	-26,8%	-41,7%	-39,9%
Wycena wg wskaźnika	25,8	29,0	30,0	33,1	38,6	37,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		28,3			36,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	32,3					

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

Porównanie rentowności EBITDA (raportowana)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

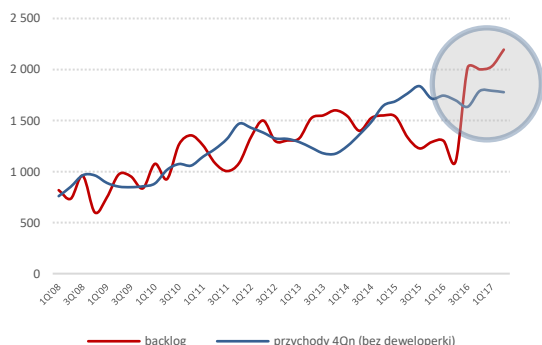
PORTFEL ZLECEŃ

Znaczące kontrakty pozyskane od 4Q'15

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
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 Białolecie	148	2019-12
2017-07-21	Chatteris Inv.	Wykonanie budowy Zespołu Elektrołni 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 Dorzecze 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	Grupo Lar	Roboty budowlane - zespół mieszkaniowo-usługowy "Grójecka 216 III"	17	2018-09
2017-05-31	Grupo Lar	Budowa zespołu zabudowy mieszkaniowej Bliskie Bemowo	18	2018-06
2017-05-17	Grupo 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	Grupo 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 Praskie Koneser	Budynki B i C Centrum Praskie Koneser	52	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 odzotowania spalin dla dwóch kotłów Benson OP-206	40	2018-11
2016-09-05	Echo	Wykonanie stanu surowego CH Libero w Katowicach	75	2017-09
2016-08-30	Outlet Center	Budowa budynku handlowo-usługowego Outlet w Bydgoszczy	37	2017-03
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	Budowa budynku hotelowego	36	2018-05
2016-08-02	Montreal	Budowa stanu surowego zespołu uzdrowskowo-hotelowego Seaside Park w Kołobrzegu	28	2017-06
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 Develop.	Przebudowa kompleksu biurowo-handlowego w Düsseldorfie	38	2017-07
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. Zachodniop.	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 Itawa 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
2015-12-22	Capital Park	Przebudowa i nadbudowa budynku kina „Neptun” w Gdańsku	38	2017-12
2015-12-22	Longbridge Future	Generalne wykonawstwo inwestycji mieszkaniowej przy ul. Dożynkowej we Wrocławiu	33	2017-07
2015-12-08	Ghelamco	Generalne wykonawstwo dla inwestycji "Nowa Formiernia" w Łodzi	91	2017-05
2015-10-20	Marvipol	Generalne wykonawstwo Central Park Ursynów – etapy 2A i 2B	110	2017-08
2015-10-03	Centrum Praskie Koneser	Budowa budynku J kompleksu Centrum Praskie Koneser	42	2016-07

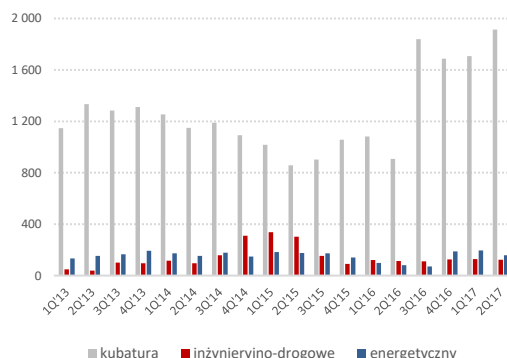
Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel zamówień [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura backlogu [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Po 2Q'17 portfel spółki wynosił rekordowe 2,2 mld PLN. Z tego 1,11 mld PLN przypada jeszcze na 2017 rok. Portfel jest obecnie 2x wyższy r/r (dopiero po 3Q'16 zaczął przekraczać 2,0 mld PLN), w okresie lipiec-sierpień spółka pozyskała kolejne kontrakty za 0,32 mld PLN. Zwracamy także uwagę, że przy tak dużym portfelu zleceń spółka może dość selektywnie podchodzić do pozyskiwania kolejnych kontraktów na rosnącym rynku.

Największy kontrakt w portfelu to budowa Galerii Młociny w Warszawie (wartość 535 mln PLN) pozyskany w 2/3Q'16. Na początku 2017 roku projekt od poprzedniego inwestora przejął Echo, co skutkowało także zmianami projektowymi i przesunięciem w czasie prac budowlanych. Jak wynika z ostatniej telekonferencji wynikowej Erbudu, obecnie inwestycja jest już w realizacji.

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. Nieco ożywił się na przełomie 2016/17 segment energetyczny (przemysłowy), jednak w kolejnych miesiącach 2017 roku portfel nie kontynuował na razie wzrostu.

WYNIKI 2Q'17 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki w 2Q'17 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	2Q'17P BDM	odch	2Q'17P kons PAP	odch	2Q'17P kons (zakres)	1H'16	1H'17	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	446,3	432,2	-3,2%	449,2	-3,8%	453,4	-4,7%	449,2 - 460,9	788,2	776,3	-1,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	28,4	35,6	25,2%	32,9	8,0%	-	-	-	56,1	60,5	7,8%
Zysk na sprzedaży	7,3	11,0	49,6%	10,8	1,7%	-	-	-	14,1	12,4	-11,9%
EBITDA	26,6	14,2	-46,6%	13,8	3,0%	10,9	30,4%	8,5 - 13,8	41,5	20,2	-51,4%
EBIT	23,4	10,9	-53,4%	10,8	1,0%	8,1	34,6%	5,7 - 10,8	35,5	14,8	-58,1%
Zysk (strata) brutto	24,6	9,0	-63,2%	9,9	-8,7%	-	-	-	35,3	9,4	-73,4%
Zysk (strata) netto*	14,3	6,8	-52,5%	7,6	-10,6%	5,5	23,7%	3,4 - 7,6	21,2	7,1	-66,3%
Marża brutto ze sprzedaży	6,4%	8,2%		7,3%		-		-	7,1%	7,8%	
Marża EBITDA	6,0%	3,3%		3,1%		2,4%		-	5,3%	2,6%	
Marża EBIT	5,2%	2,5%		2,4%		1,8%		-	4,5%	1,9%	
Marża zysku netto	3,2%	1,6%		1,7%		1,2%		-	2,7%	0,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP, *2Q'16 – działalność kontynuowana

1-2Q'2017...

Po słabym odczycie za 1Q'17 (porównywalne r/r przychody i oczyszczona marża EBIT zaledwie 0,4%), kolejny kwartał wypadł już sporo lepiej. Przychody co prawda jeszcze nie nabrały dodatniej dynamiki, ale sporo lepiej spółka wypadła pod względem rentowności, co powinno być dobrym prognostykiem na 2H'17, tym bardziej, że dopiero w 3Q'17 opóźniające się w 1H'17 kontrakty (np. Galeria Młociny czy zlecenia w Niemczech) weszły do realnego przerobu.

EBITDA w 2Q'17 była minimalnie lepsza do naszych oczekiwań (nasza prognoza była na górnej granicy widełek oczekiwań rynkowych) i zdecydowanie powyżej konsensusu. Po słabym 1Q'17 spółce udało się poprawić w 2Q'17 q/q zarówno marżę brutto ze sprzedaży jak i operacyjną (mimo nadal rosnących kosztów SG&A). Odnotowany zysk na sprzedaży (oczyszczony EBIT) był wyższy r/r. Na poziomie raportowanego EBIT i zysk netto ubiegłoroczne wyniki nie były możliwe do powtórzenia ze względu na one-offy, które miały wtedy miejsce. W 2Q'17 saldo pozostałej działalności operacyjnej było neutralne. Cash flow operacyjny w 2Q'17 wyniósł: -26 mln PLN, co można wiązać z wyraźnym wzrostem obrotów vs 1Q'17 (sezonowo najlepszy pod względem gotówki w spółce jest tradycyjnie 4Q).

...i kolejne okresy

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

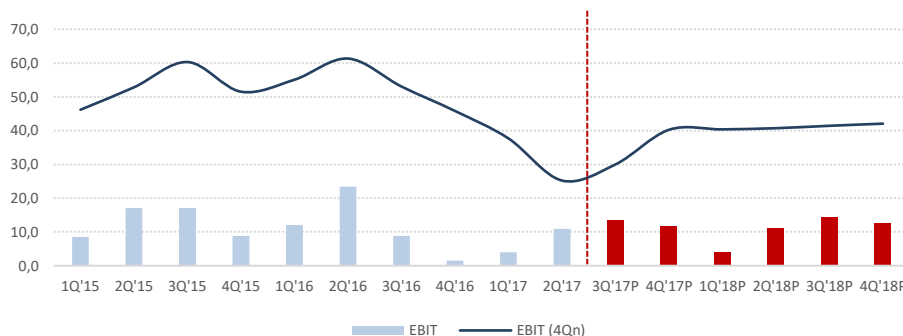
	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16*	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2017P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P
Przychody ze sprzedaży	341,9	446,3	425,4	576,2	1 789,8	344,1	432,2	499,8	529,6	1 805,7	359,2	454,2	503,6	555,2	1 872,2
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	28,4	29,8	43,6	129,5	24,9	35,6	37,6	36,4	134,5	27,5	36,8	38,3	36,4	139,0
Zysk na sprzedaży	6,8	7,3	9,6	20,2	43,9	1,5	11,0	13,6	12,4	38,4	4,1	11,3	14,3	12,4	42,1
EBITDA	14,9	26,6	11,2	4,1	56,7	5,9	14,2	16,1	14,4	50,7	6,1	14,6	16,8	15,1	52,5
EBIT	12,1	23,4	8,8	1,5	45,8	3,9	10,9	13,6	11,8	40,2	4,1	11,3	14,3	12,4	42,1
Zysk (strata) brutto	10,7	24,6	5,2	2,8	43,2	0,3	9,0	12,3	11,0	32,7	2,7	9,9	12,9	11,1	36,6
Zysk (strata) netto	6,9	14,3	4,2	10,6	36,0	0,3	6,8	9,5	8,5	25,1	2,0	7,6	9,9	8,6	28,1
Marża brutto ze sprzedaży	8,1%	6,4%	7,0%	7,6%	7,2%	7,2%	8,2%	7,5%	6,9%	7,4%	7,6%	8,1%	7,6%	6,6%	7,4%
Marża EBITDA	4,3%	6,0%	2,6%	0,7%	3,2%	1,7%	3,3%	3,2%	2,7%	2,8%	1,7%	3,2%	3,3%	2,7%	2,8%
Marża EBIT	3,5%	5,2%	2,1%	0,3%	2,6%	1,1%	2,5%	2,7%	2,2%	2,2%	1,1%	2,5%	2,8%	2,2%	2,2%
Marża zysku netto	2,0%	3,2%	1,0%	1,8%	2,0%	0,1%	1,6%	1,9%	1,6%	1,4%	0,6%	1,7%	2,0%	1,6%	1,5%

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

Okres 2Q'17, mimo braku dynamiki przychodów oraz obciążenia wyższymi kosztami stałymi, przyniósł odbudowę rentowności (EBIT był wyraźnie powyżej konsensusu). Zarząd spółki deklaruje dalszą poprawę w 2H'17. Na ostatniej telekonferencji wynikowej prezes spółki zapowiedział, że marża operacyjna powinna zbliżyć się do 3% w 2H'17 i 2018 roku (nawet pomimo rosnącej presji po stronie kosztowej). Wyższe przychody powinny w większym stopniu pokryć rosnące ostatnio nieproporcjonalnie szybko koszty stałe (spółka była przygotowana pod większą sprzedaż, ale przesunięcia w realizacji kontraktów przełożyły się na niższe od oczekiwań przychody w 1H'17).

W efekcie uważamy, że powinno przełożyć się to na wyraźne dodatnie dynamiki EBIT w najbliższych okresach. W naszym modelu do rentowności podchodzimy nadal dość konserwatywnie – zakładamy marżę EBIT na poziomie ok 2,5% w 2H'17 i 2,2% w 2018 roku (czyli niżej niż założenia zarządu – spółka już wiele razy wcześniej deklarowała, że celem jest 3% marży EBIT, jednak zazwyczaj nieco brakuje jej do osiągnięcia tego poziomu). Spodziewamy się wypracowania 13,6 mln PLN EBIT w 3Q'17 i 11,8 mln PLN w 4Q'17 (w ubiegłym roku było to odpowiednio: 8,8 mln PLN i 1,5 mln PLN). Zwracamy także uwagę, że przy tak dużym portfelu zleceń spółka może selektywnie podchodzić do kontraktów na 2018 i 2019 rok.

Prognoza EBIT w ujęciu kwartalnym oraz narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na cały 2017 rok nasza prognoza wynosi obecnie 1,81 mld PLN przychodów (uwzględnia pewną „poduszkę bezpieczeństwa” na 4Q'17 – zakładamy realizację w 2H'17 1,03 mld PLN sprzedaży, podczas gdy portfel wynosi 1,11 mld PLN). Na poziomie EBIT estymujemy wypracowanie 40,2 mln PLN a na poziomie netto 25,1 mln PLN. Nasze szacunki są nieco poniżej konsensusu innych analityków ujętych na Bloombergu (ujęte są tylko dwie prognozy) – główna różnica polega na przejściu przez nas bardziej konserwatywnych założeń niż zarząd spółki odnośnie rentowności (historycznie konsensus bardzo często w prognozach rocznych podchodził zbyt optymistycznie właśnie do poziomu marż) – prognozy ujęte w konsensusie zakładają 3,2% marży EBIT w 2H'17. Uważamy jednak, że rynek grał ostatnio w bardzo pesymistyczny scenariusz odnośnie marży w 2017 i nie zakładał nawet jej poprawy w 2H'17 - natomiast wypracowanie poziomu naszych prognoz, które zakładają poprawę EBIT r/r, powinno być dobrze przyjęte przez inwestorów.

Spodziewamy się dobrej pozycji gotówkowej na koniec 2017 roku, chociaż uwzględniamy pewien spadek vs 2016 rok (109 mln PLN vs 140 mln PLN), związany m.in. z większym zaangażowaniem portfela i koniecznością wcześniejszych płatności do podwykonawców (kwestia rozliczania VAT).

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

	2016P poprzednio	2016 raport	zmiana	2017P poprzednio	2017P aktualnie	zmiana	2018P poprzednio	2018P aktualnie	zmiana
Przychody	1 753,3	1 789,8	2,1%	1 963,0	1 805,7	-8,0%	1 898,2	1 872,2	-1,4%
EBITDA	65,5	56,7	-13,4%	53,3	50,7	-4,9%	52,8	52,5	-0,5%
EBIT	54,6	45,8	-16,1%	42,9	40,2	-6,2%	42,7	42,1	-1,5%
Zysk (strata) netto	30,3	36,0	18,8%	29,0	25,1	-13,5%	29,1	28,1	-3,4%
Marża EBITDA	3,7%	3,2%		2,7%	2,8%		2,8%	2,8%	
Marża EBIT	3,1%	2,6%		2,2%	2,2%		2,2%	2,2%	
Marża zysku netto	1,7%	2,0%		1,5%	1,4%		1,5%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 3/03/2017

Długofalowym celem spółki jest dojście nawet do 3% marży - zwracamy uwagę np. na pole obniżenia relatywnie wysokiego w ostatnich latach wskaźnika SG&A/przychody. Wysokie poziomy marży EBIT w latach 2014-16 nie są miarodajne ze względu na zdarzenia, które można traktować jednorazowo (sprzedaż projektu Deptak, rozpoznanie zysku na projekcie w Niemczech, którego prawie połowa jest przypisana do kooperanta czy zysk na sprzedaży nieruchomości). Podkreślamy też ryzyka związane z realizacją kontraktów budowlanych (spółka będzie realizować największy kontrakt w swojej historii) i prawdopodobny wzrost kosztów (podwykonawcy, materiały, wynagrodzenia) w najbliższych latach. Zwracamy uwagę na wysoką dźwignię – zmiana marży o 0,1 pkt proc w stosunku do naszych założeń to ok. +/-1,4 mln PLN na zysku netto, czyli ok. 5-6% zakładanego przez nas wyniku.

Wyniki i prognozy wg segmentów [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	336,2	502,8	495,7	428,5	341,9	446,3	425,4	576,2	344,1	432,3	499,8	529,6	1 763,3	1 789,8	1 805,7
Zysk brutto ze sprzed.	22,4	39,2	43,5	16,6	27,7	28,4	29,8	43,6	24,9	35,6	37,6	36,4	121,7	129,5	134,5
rentowność	6,6%	7,8%	8,8%	3,9%	8,1%	6,4%	7,0%	7,6%	7,2%	8,2%	7,5%	6,9%	6,9%	7,2%	7,4%
SG&A	15,5	20,8	17,6	24,1	20,9	21,1	20,2	23,3	23,4	24,6	24,0	24,0	78,1	85,6	96,0
Saldo PPO/PKO	1,7	-1,3	-8,8	16,3	5,3	16,0	-0,8	-18,7	2,5	-0,1	0,0	-0,6	7,9	1,9	1,8
EBIT	8,5	17,1	17,1	8,8	12,1	23,4	8,8	1,5	3,9	10,9	13,6	11,8	51,5	45,8	40,2
rentowność	2,5%	3,4%	3,5%	2,0%	3,5%	5,2%	2,1%	0,3%	1,1%	2,5%	2,7%	2,2%	2,9%	2,6%	2,2%
Kubatura	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	246,4	304,5	303,8	276,3	262,8	355,7	334,1	471,7	293,0	352,0	416,0	448,1	1 131,0	1 424,3	1 509,1
Zysk brutto ze sprzed.	14,6	21,7	28,4	12,3	21,6	19,3	21,7	29,9	19,2	24,9	28,7	27,6	77,1	92,5	100,5
rentowność	5,9%	7,1%	9,4%	4,5%	8,2%	5,4%	6,5%	6,3%	6,6%	7,1%	6,9%	6,2%	6,8%	6,5%	6,7%
EBIT	8,9	12,9	9,6	13,3	13,2	13,6	13,8	15,8	13,8	17,7	16,5	16,5	44,7	56,4	64,5
rentowność	6,0	5,4	9,1	12,3	13,8	19,2	7,5	-3,8	8,1	6,6	12,2	10,5	32,7	36,7	37,4
	2,4%	1,8%	3,0%	4,4%	5,3%	5,4%	2,2%	-0,8%	2,8%	1,9%	2,9%	2,3%	2,9%	2,6%	2,5%
Deweloperka	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	246,4	304,5	303,8	276,3	262,8	355,7	334,1	471,7	293,0	352,0	416,0	448,1	1 131,0	1 424,3	1 509,1
Zysk brutto ze sprzed.	23,2	10,0	7,7	6,9	-	-	-	-	-	-	-	-	47,9	-	-
rentowność	2,6	3,4	0,5	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	6,7	-	-
EBIT	11,1%	33,6%	6,2%	3,4%	-	-	-	-	-	-	-	-	13,9%	-	-
rentowność	0,6	1,0	1,2	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	4,4	-	-
	3,5	4,7	0,4	1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	10,0	-	-
15,1%	46,6%	5,8%	20,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20,9%	-	-
Inżynieringowo-drogowe	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	29,8	124,3	109,0	67,7	32,4	34,5	31,3	43,6	12,6	16,0	32,9	37,0	330,7	141,8	98,4
Zysk brutto ze sprzed.	2,4	8,2	7,7	2,6	4,3	3,2	3,3	4,5	2,4	4,0	3,3	3,7	21,0	15,3	13,3
EBIT	8,2%	6,6%	7,1%	3,9%	13,3%	9,2%	10,5%	10,3%	18,8%	24,9%	10,0%	10,0%	6,4%	10,8%	13,5%
rentowność	2,3	2,6	1,9	4,4	2,8	2,4	2,0	2,9	3,4	2,1	2,5	2,5	11,3	10,1	10,5
	0,1	5,5	5,8	-1,5	1,4	3,2	1,0	0,8	-1,0	1,8	0,8	1,2	9,8	6,5	2,9
0,2%	4,4%	5,3%	-2,2%	4,4%	9,3%	3,2%	1,9%	-7,8%	11,6%	2,4%	3,3%	3,0%	4,6%	2,9%	2,9%
Energetyka	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	36,9	64,0	75,2	77,6	46,7	56,1	60,0	52,3	38,5	64,2	51,0	44,5	253,7	215,1	198,2
Zysk brutto ze sprzed.	2,7	6,0	6,8	1,4	1,8	5,9	4,8	8,9	3,3	6,6	5,6	5,1	16,9	21,4	20,6
EBIT	7,4%	9,3%	9,1%	1,8%	3,8%	10,5%	8,1%	16,9%	8,5%	10,3%	11,0%	11,5%	6,7%	9,9%	10,4%
rentowność	3,7	4,2	4,9	4,9	5,1	4,4	4,6	4,9	6,1	5,0	5,0	5,0	17,7	19,0	21,0
	-1,0	1,5	1,8	-3,4	-3,0	0,9	0,3	4,1	-1,9	0,8	0,6	0,1	-1,0	2,3	-0,4
-2,7%	2,4%	2,4%	-4,3%	-6,5%	1,6%	0,6%	7,9%	-4,9%	1,2%	1,2%	0,3%	0,3%	-0,4%	1,1%	-0,2%
Pozostałe	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	8,7	0,1
Zysk brutto ze sprzed.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1
EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 384,5	1 223,6	1 692,1	1 763,3	1 789,8	1 805,7	1 872,2	1 924,4	1 963,8	1 964,5	1 931,5	1 844,7	1 831,8	1 857,4	1 876,5
zmiana r/r	-9,4%	-11,6%	38,3%	4,2%	1,5%	0,9%	3,7%	2,8%	2,0%	0,0%	-1,7%	-4,5%	-0,7%	1,4%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	84,1	90,9	99,2	121,7	129,5	134,5	139,0	141,6	144,1	143,9	138,1	126,6	125,9	127,6	128,9
rentowność	6,1%	7,4%	5,9%	6,9%	7,2%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,1%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
EBITDA	36,9	40,4	52,0	62,1	56,7	50,7	52,5	52,8	53,2	52,7	48,4	41,2	41,1	41,8	42,3
rentowność	2,7%	3,3%	3,1%	3,5%	3,2%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%
EBITDA skoryg.	41,2	40,6	46,6	54,2	54,8	48,9	52,5	52,8	53,2	52,7	48,4	41,2	41,1	41,8	42,3
rentowność	3,0%	3,3%	2,8%	3,1%	3,1%	2,7%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%
EBIT	29,4	32,7	43,1	51,5	45,8	40,2	42,1	41,6	42,2	41,9	37,7	30,6	30,6	31,2	31,7
rentowność	2,1%	2,7%	2,5%	2,9%	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Zysk brutto	23,5	25,1	36,1	44,8	43,2	32,7	36,6	37,6	38,7	39,0	35,4	29,0	29,4	30,4	31,4
rentowność	1,7%	2,1%	2,1%	2,5%	2,4%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
Zysk netto	17,2	17,2	26,4	27,8	36,0	25,1	28,1	29,0	29,8	30,0	27,2	22,2	22,5	23,3	24,1
rentowność	1,2%	1,4%	1,6%	1,6%	2,0%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Budownictwo kubaturowe															
Przychody	1 136,4	998,1	1 397,5	1 131,0	1 424,3	1 509,1	1 552,6	1 589,0	1 623,3	1 623,3	1 592,7	1 515,1	1 501,8	1 523,7	1 538,5
zmiana r/r	-3,9%	-12,2%	40,0%	-19,1%	25,9%	6,0%	2,9%	2,3%	2,2%	0,0%	-1,9%	-4,9%	-0,9%	1,5%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	47,1	57,3	64,9	77,1	92,5	100,5	103,4	105,5	107,4	107,1	101,7	93,5	92,6	94,0	94,9
rentowność	4,1%	5,7%	4,6%	6,8%	6,5%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
EBIT	13,5	21,0	25,3	32,7	36,7	37,4	37,9	38,5	39,0	38,6	34,5	29,5	29,3	29,7	30,0
rentowność	1,2%	2,1%	1,8%	2,9%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Deweloperka															
Przychody	64,0	48,5	45,4	47,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
zmiana r/r	9,3%	-24,2%	-6,3%	5,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zysk brutto ze sprzedaży	13,5	9,6	4,8	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	21,1%	19,8%	10,5%	13,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	7,2	5,4	8,4	10,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
rentowność	11,2%	11,1%	18,5%	20,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sprzedaż notarialna [szt]	220	184	168	176	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inżynierijno-drogowe															
Przychody	142,5	96,2	160,2	330,7	141,8	98,4	108,3	117,8	121,0	121,4	116,8	105,4	103,6	105,0	107,0
zmiana r/r	-39,0%	-32,5%	66,5%	106,5%	-57,1%	-30,6%	10,0%	8,8%	2,7%	0,4%	-3,8%	-9,7%	-1,8%	1,4%	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,7	11,0	16,0	21,0	15,3	13,3	14,3	14,1	14,5	14,6	14,0	10,5	10,4	10,5	10,7
rentowność	12,4%	11,5%	10,0%	6,4%	10,8%	13,5%	13,2%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	7,3	4,6	5,7	9,8	6,5	2,9	3,9	2,8	2,9	2,9	2,8	0,4	0,4	0,4	0,4
rentowność	5,1%	4,8%	3,6%	3,0%	4,6%	2,9%	3,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Energetyka															
Przychody	41,3	79,7	88,9	253,7	215,1	198,2	211,3	217,5	219,5	219,7	221,9	224,1	226,4	228,6	230,9
zmiana r/r	-2,9%	93,1%	11,6%	185,4%	-15,2%	-7,9%	6,6%	2,9%	0,9%	0,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,0	12,9	13,6	16,9	21,4	20,6	21,3	22,0	22,2	22,2	22,4	22,6	22,9	23,1	23,3
rentowność	14,5%	16,2%	15,3%	6,7%	9,9%	10,4%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
EBIT	2,4	1,8	3,7	-1,0	2,3	-0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3
rentowność	5,8%	2,2%	4,1%	-0,4%	1,1%	-0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
Pozostałe															
Przychody	0,3	1,1	0,0	0,0	8,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	177,7	103,5	102,7	102,2	101,7	101,3	101,0	100,9	100,9	100,9	100,9	100,9
Wartości niematerialne i prawne	25,2	24,9	24,8	24,8	24,7	24,7	24,7	24,7	24,7	24,6	24,6	24,6
Rzeczowe aktywa trwałe	46,0	46,1	45,4	44,9	44,4	44,1	43,8	43,7	43,7	43,8	43,8	43,8
Pozostałe aktywa trwałe	106,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5	32,5
Aktywa obrotowe	901,0	843,8	806,9	829,9	848,3	863,7	861,0	839,8	801,0	787,9	785,6	777,5
Zapasy	128,0	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	2,8	2,8	2,9	2,9
Należności krótkoterminowe	508,3	554,7	559,7	580,3	596,4	608,7	608,9	598,6	571,7	567,7	575,7	581,6
Inwestycje krótkoterminowe	259,6	280,1	238,1	240,4	242,6	245,7	242,8	231,9	220,2	211,1	200,8	186,8
- środki pieniężne	254,1	257,3	215,4	217,7	219,9	222,9	220,0	209,1	197,4	188,3	178,0	164,0
Pozostałe aktywa obrotowe	5,2	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Aktywa razem	1 079	947	910	932	950	965	962	941	902	889	886	878
Kapitał (fundusz) własny	278,8	251,7	261,7	277,3	292,2	307,6	315,2	319,9	314,9	315,2	316,0	316,8
Kapitał mniejszości	16,9	9,1	9,3	9,5	9,7	9,9	10,0	10,2	10,2	10,2	10,2	10,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	783,1	686,5	638,5	645,2	648,1	647,6	636,8	610,6	576,8	563,4	560,2	551,3
Rezerwy na zobowiązania	70,5	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6
Zobowiązania długoterminowe	98,1	74,0	64,0	54,0	44,0	34,0	24,0	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
- w tym zobowiązania oprocentowane	98,1	66,4	56,4	46,4	36,4	26,4	16,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	574,8	567,9	529,9	546,6	559,5	569,0	568,1	558,3	524,6	511,2	508,0	499,1
- w tym zobowiązania oprocentowane	87,7	50,6	49,6	48,6	47,6	46,6	45,6	44,6	33,9	23,9	13,9	0,0
Pasywa razem	1 079	947	910	932	950	965	962	941	902	889	886	878

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	1 763	1 790	1 806	1 872	1 924	1 964	1 965	1 931	1 845	1 832	1 857	1 876
Koszty produktów, tow. i materiałów	1 642	1 660	1 671	1 733	1 783	1 820	1 821	1 793	1 718	1 706	1 730	1 748
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	121,7	129,5	134,5	139,0	141,6	144,1	143,9	138,1	126,6	125,9	127,6	128,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	78,1	85,6	96,0	96,9	100,0	101,9	102,0	100,4	96,0	95,3	96,4	97,2
Zysk (strata) na sprzedaży	43,7	43,9	38,4	42,1	41,6	42,2	41,9	37,7	30,6	30,6	31,2	31,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,4	1,9	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zyski pozaoperacyjne	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	62,1	56,7	50,7	52,5	52,8	53,2	52,7	48,4	41,2	41,1	41,8	42,3
EBIT	51,5	45,8	40,2	42,1	41,6	42,2	41,9	37,7	30,6	30,6	31,2	31,7
Saldo działalności finansowej	-6,7	-2,6	-7,5	-5,5	-4,0	-3,5	-2,9	-2,3	-1,6	-1,2	-0,8	-0,3
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	44,8	43,2	32,7	36,6	37,6	38,7	39,0	35,4	29,0	29,4	30,4	31,4
Zysk (strata) netto mniejszości	3,8	-0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto*	27,8	36,0	25,1	28,1	29,0	29,8	30,0	27,2	22,2	22,5	23,3	24,1

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	18,6	74,6	-2,9	38,8	40,4	41,1	42,3	40,3	36,9	33,4	32,1	32,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,4	24,5	-7,5	-7,9	-8,7	-8,6	-8,5	-8,6	-8,8	-8,9	-8,9	-9,1
Przepływy z działalności finansowej	35,7	-63,9	-31,6	-28,6	-29,5	-29,4	-36,8	-42,6	-39,8	-33,6	-33,4	-37,6
Przepływy pieniężne netto	44,9	35,1	-41,9	2,3	2,2	3,1	-2,9	-10,9	-11,7	-9,1	-10,3	-14,0
Środki pieniężne na początek okresu	209,3	222,1	257,3	215,4	217,7	219,9	223,0	220,0	209,1	197,4	188,3	178,0
Środki pieniężne na koniec okresu	254,1	257,3	215,4	217,7	219,9	223,0	220,0	209,1	197,4	188,3	178,0	164,0

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	1,5%	0,9%	3,7%	2,8%	2,0%	0,0%	-1,7%	-4,5%	-0,7%	1,4%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-8,7%	-10,6%	3,6%	0,5%	0,7%	-0,9%	-8,2%	-14,8%	-0,2%	1,6%	1,3%
EBIT zmiana r/r	-11,1%	-12,2%	4,5%	-1,1%	1,4%	-0,7%	-10,0%	-18,8%	-0,1%	2,2%	1,7%
Zysk netto zmiana r/r	29,2%	-30,3%	12,1%	3,0%	3,0%	0,6%	-9,4%	-18,4%	1,5%	3,7%	3,4%
Marża brutto na sprzedaży	7,2%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,1%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Marża EBITDA	3,2%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%
Marża EBIT	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża brutto	2,4%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
Marża netto	2,0%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
COGS / przychody	92,8%	92,6%	92,6%	92,6%	92,7%	92,7%	92,9%	93,1%	93,1%	93,1%	93,1%
SG&A / przychody	4,8%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
SG&A / COGS	5,2%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
ROE	14,3%	9,6%	10,1%	9,9%	9,7%	9,5%	8,5%	7,0%	7,1%	7,4%	7,6%
ROA	3,8%	2,8%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	2,9%	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%
Dług	117,0	106,0	95,0	84,0	73,0	62,0	44,6	33,9	23,9	13,9	0,0
D / (D+E)	12,3%	11,7%	10,2%	8,8%	7,6%	6,4%	4,7%	3,8%	2,7%	1,6%	0,0%
D / E	14,1%	13,2%	11,3%	9,7%	8,2%	6,9%	5,0%	3,9%	2,8%	1,6%	0,0%
Odsetki / EBIT	-5,7%	-18,7%	-13,0%	-9,6%	-8,2%	-7,0%	-6,0%	-5,2%	-3,8%	-2,5%	-1,0%
Dług / kapitał własny	46,5%	40,5%	34,3%	28,7%	23,7%	19,7%	13,9%	10,8%	7,6%	4,4%	0,0%
Dług netto	-140,3	-109,4	-122,7	-135,9	-150,0	-158,0	-164,5	-163,5	-164,4	-164,1	-164,0
Dług netto / kapitał własny	-55,7%	-41,8%	-44,2%	-46,5%	-48,8%	-50,1%	-51,4%	-51,9%	-52,2%	-51,9%	-51,8%
Dług netto / EBITDA	-2,5	-2,2	-2,3	-2,6	-2,8	-3,0	-3,4	-4,0	-4,0	-3,9	-3,9
Dług netto / EBIT	-3,1	-2,7	-2,9	-3,3	-3,6	-3,8	-4,4	-5,3	-5,4	-5,3	-5,2
EV	199,2	230,1	216,8	203,6	189,6	181,5	175,0	176,0	175,1	175,5	175,5
Dług / EV	58,7%	46,1%	43,8%	41,2%	38,5%	34,2%	25,5%	19,3%	13,7%	7,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,2%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	36,5%	92,4%	94,9%	95,5%	96,7%	97,3%	98,5%	99,9%	100,3%	100,1%	100,3%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	-3,9%	2,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,3%	0,0%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	264,1%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	9,4	13,5	12,1	11,7	11,4	11,3	12,5	15,3	15,1	14,6	14,1
P/BV*	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
P/CE*	7,2	9,6	8,8	8,5	8,3	8,3	9,0	10,4	10,3	10,0	9,8
EV/EBITDA*	3,5	4,5	4,1	3,9	3,6	3,4	3,6	4,3	4,3	4,2	4,1
EV/EBIT*	4,3	5,7	5,2	4,9	4,5	4,3	4,6	5,8	5,7	5,6	5,5
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	19,6	20,4	21,6	22,8	24,0	24,6	25,0	24,6	24,6	24,7	24,7
EPS	2,8	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	1,7	1,8	1,8	1,9
CEPS	3,7	2,8	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	2,6	2,6	2,6	2,7
DPS	1,20	1,17	0,98	1,10	1,13	1,75	1,76	2,12	1,73	1,76	1,82
Payout ratio	55,2%	41,7%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 26,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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
tel. (032) 20-81-435
e-mail: gorniak@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	32,0	Akumuluj	35,0	06.09.2017	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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17:

Kupuj	2	20%
Akumuluj	7	70%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	10%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

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

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

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

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

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

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

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

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

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

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 06.09.2017 roku (10:50 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.09.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcji dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 06.09.2017 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne 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.