



Dom Maklerski BDM S.A.

# ELEKTROBUDOWA

## RAPORT ANALITYCZNY

Obecna kapitalizacja Elektrobudowy to niespełna 400 mln PLN. Po 3Q'17 spółka miała blisko 100 mln PLN gotówki netto (po skorygowaniu o planowaną do wypłaty na 4Q'17 II ratę dywidendy). Dodatkowo w kapitale obrotowym netto (uwzględniając także rezerwy na ryzyka) i środkach trwałych zaangażowane jest blisko 270 mln PLN netto. Kurs spółki na przestrzeni ostatniego roku spadł o ok. ¼ (uwzględniając wypłaconą dywidendę). Ostatnie 3 miesiące to już jednak stabilizacja w okolicach 80 PLN. Dalsze odwracanie się sentymentu rynkowego może być rozciągnięte w czasie, biorąc pod uwagę, że ścieżka wynikowa daje perspektywę wzrostu wyników r/r raczej dopiero w 2019 roku. Jednocześnie uważamy jednak, że biorąc pod uwagę zaangażowany w spółkę kapitał, jak i poziom prognozy zarządu na 2018 roku (zarówno odnosząc ją do oczekiwań rynku, jak i do poziomu mnożników rynkowych, które implikuje), że przy obecnej wycenie walory Elektrobudowy mogą być atrakcyjną propozycją inwestycyjną. Zmieniamy zalecenie z Trzymaj na Kupuj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 100 PLN.

Obecnie rynek wycenia spółkę niewiele wyżej niż wynosi wartość bilansowa jej majątku (kapitał obrotowy netto + środki trwałe). Poprzedni raz (i jedyny na przestrzeni ostatnich 5 lat) taka sytuacja miała miejsce na przełomie 2014 i 2015 roku. Kurs wzrósł wtedy na przestrzeni 2015 roku o ponad 100% (z 70 PLN na 160 PLN). Spółka w tamtym roku wypracowała ok. 50 mln PLN zysku netto. To co obecnie może utrudnić aż taką skalę odbicia jest sentyment rynkowy, który ciężiej będzie przełamywać, biorąc pod uwagę, że perspektywa poprawy wyników r/r (poza 4Q'17 i 1Q'18) otwierałaby się przed spółką bardziej dopiero w 2019 roku. (chyba, że przyjmijemy scenariusz dość niskiego zamknięcia 4Q'17 i „przesunięcia” wyniku na 2018 roku).

Po 3Q'17 zarząd podtrzymał prognozę na 2017 rok, która zakładała wypracowanie 51,1 mln PLN zysku netto (wynik o około 4 mln PLN słabszy r/r). Po 1-3Q'17 spółka miała 30 mln PLN zysku netto (-10 mln PLN r/r). Koniec roku jest sezonowo dobry, jednak bardziej skłaniamy się, ku założeniu, że wyniki za 2017 mogą oscylować w okolicy dolnego odchylenia o 10% od oficjalnej prognozy (konsensusu rynkowy zakłada jedynie 44 mln PLN).

Portfel zamówień po 3Q'17 spadł pierwszy raz od końca 2012 roku poniżej 1,0 mld PLN. Zarząd spodziewa się ożywienia rynku (zwracamy uwagę, że na przestrzeni ostatniego roku poziom nakładów inwestycyjnych, w którym porusza się spółka spadł wyraźnie poniżej długoterminowej linii trendu) i tym samym wzrostu pozyskiwaniu zleceń w 2018 roku (zakładany poziom to blisko 1,0 mld PLN vs 0,8 mld PLN w 2017, którego raczej spółce nie udało się osiągnąć).

Według opublikowanych w ostatnich dniach prognoz spółka ma wypracować w 2018 roku 960 mln PLN przychodów oraz blisko 46 mln PLN zysku netto. Oznacza to, że implikowany na tej bazie wskaźnik P/E'18 wynosi <9x, natomiast EV/EBITDA'18=4x (przyjmując EV przed wypłatą dywidendy, której yield może naszym zdaniem sięgnąć nawet 10%). Nasze założenia w modelu są nieco ostrożniejsze (zakładamy 42-43 mln PLN zysku netto), jednak i tak przewyższają one oczekiwania rynkowe (wg konsensusu Bloomberg'a prognozowany zysk netto na 2018 rok to 40 mln PLN).

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1 242,8	971,5	951,0	952,4	957,2	961,9
EBITDA [mln PLN]	77,7	75,2	69,5	64,8	65,8	66,6
EBIT [mln PLN]	63,1	61,8	55,3	50,3	50,9	50,9
Zysk netto [mln PLN]	50,2	55,1	46,6	42,5	43,1	43,1
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E	7,8	7,1	8,4	9,2	9,0	9,0
EV/EBITDA	4,3	3,9	4,4	4,9	4,9	4,9
EV/EBIT	5,3	4,7	5,5	6,3	6,4	6,5
DPS [PLN/akcję]	0,0	4,0	10,0	8,0	8,0	8,2

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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## KUPUJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 100,0 PLN

12 LUTY 2018, 10:34 CEST

Wycena DCF [PLN]	99,3
Wycena porównawcza [PLN]	101,6
Wycena końcowa [PLN]	100,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+22%
Koszt kapitału	9,5%

Cena rynkowa [PLN]	82,0
Kapitalizacja [mln PLN]	389,3
Ilość akcji [mln szt.]	4,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	113,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	77,4

Stopa zwrotu za 3 mc	-3,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-27,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-27,7%

Struktura akcjonariatu:	
OFE Aviva	12,3%
OFE PKO BP	9,9%
OFE N-N	9,9%
OFE AXA	9,4%
OFE PZU	9,3%
OFE Aegon	7,2%
OFE Allianz	6,3%
OFE MetLife	5,7%
OFE Generali	5,1%
Pozostali	25,0%

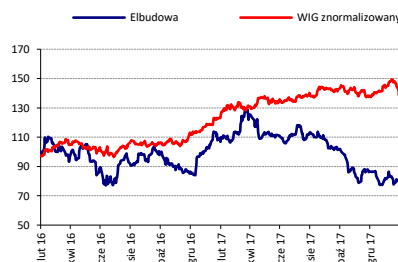
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



## SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF .....	3
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	6
PORTFEL ZLECEŃ.....	7
STRATEGIA NA LATA 2016-18 .....	8
PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 4Q'17 I KOLEJNE OKRESY .....	8
DANE FINANSOWE .....	11

## WYCENA I PODSUMOWANIE

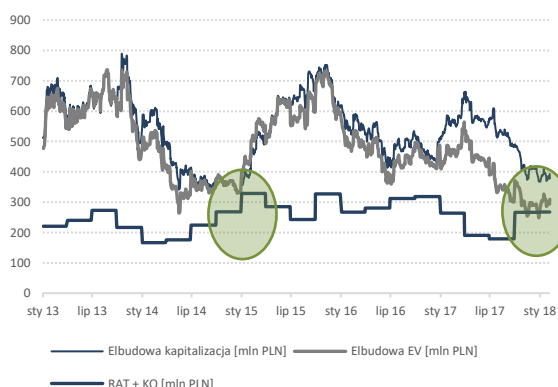
Wycena spółki Elektrobudowa opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 101,6 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 99,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 100,0 PLN.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	99,3
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	101,6
<b>Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>100,0</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EV oraz kapitalizacja vs rzeczowe aktywa trwałe + kapitał obrotowe netto [mln PLN]



Kurs Elektrobudowy [PLN]



Źródło: DM BDM S.A. KO = zapasy + należności handlowe + saldo kontraktów budowlanych netto – zobowiązania handlowe – rezerwy na ryzyka

## 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 konserwatywnie współczynnik Beta równy 1,1.

### Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2017 roku spółka wypracowała wynik netto mieszczący się w widełkach odchyleń o 10% od oficjalnej prognozy zarządu (46,6 mln PLN vs 51,1 mln PLN; po 1-3Q'17 wynik netto r/r był słabszy o 10 mln PLN). Według opublikowanych w ostatnich dniach prognoz spółka ma wypracować w 2018 roku 960 mln PLN przychodów oraz blisko 46 mln PLN zysku netto. Nasze założenia w modelu są nieco ostrożniejsze - zakładamy odpowiednio 952 mln PLN oraz 42-43 mln PLN.
- Poziom marży EBITDA w roku 2017 estymujemy na 7,3% (vs 7,7% w 2016). W kolejnych latach zakładamy ją na poziomie nieco <7%. Zwracamy uwagę, że marże spółki powinny być powyżej mediany w branży, ze względu na segment produkcyjny (odpowiada w ostatnich latach za około 15% przychodów grupy).
- W przypadku kapitału obrotowego zakładamy, że największy wzrost zapotrzebowania spółka ma już za sobą (realizacja dużych zleceń dla PSE i Tauronu) – cykl konwersji gotówki wzrósł ze 100-120 dni w latach 2012-13 do ponad 200 (218 dni) na koniec 2016 roku. Konserwatywnie w kolejnych latach zakładamy, że poziom ten nadal będzie wynosił ponad 200 dni (nadwyżka zapasów i należności wraz z saldem rozliczenia umów budowlanych nad zobowiązaniami handlowymi na poziomie >200 mln PLN).
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 0,0%;
- Bilansowa wartość udziałów w rosyjskiej spółce Vector wg stanu na 2Q'16 to 16,8 mln PLN –w związku z wyraźną poprawą wyników spółki, uwzględniamy jej wartość w wycenie.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 12.02.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 472 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 99,3 PLN.

#### Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	952,4	957,2	961,9	966,8	958,1	949,5	958,8	968,2	977,6	987,2
EBIT [mln PLN]	50,3	50,9	50,9	51,3	50,4	49,5	49,9	50,2	50,7	51,1
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	9,6	9,7	9,7	9,7	9,6	9,4	9,5	9,5	9,6	9,7
NOPLAT [mln PLN]	40,7	41,2	41,2	41,6	40,8	40,1	40,4	40,7	41,0	41,4
Amortyzacja [mln PLN]	14,5	14,9	15,7	16,1	16,4	16,7	17,0	17,2	17,5	17,7
CAPEX [mln PLN]	-22,1	-20,1	-18,2	-18,2	-18,3	-18,3	-18,4	-18,4	-18,5	-18,5
Dezinwestycje [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-4,4	-3,7	-3,8	-5,1	-2,2	-2,1	-6,2	-6,3	-6,4	-6,5
FCF [mln PLN]	28,8	32,3	35,0	34,3	36,8	36,4	32,8	33,2	33,6	34,1
DFCF [mln PLN]	26,6	27,3	27,0	24,2	23,7	21,4	17,6	16,3	15,1	14,0
Suma DFCF [mln PLN]	213,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	367,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	150,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	363,7									
Dług netto 2017P [mln PLN]	-83,9									
Pozostałe aktywa [mln PLN]	24,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>471,6</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	4,7									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>99,3</b>									
Przychody zmiana r/r	0,1%	0,5%	0,5%	0,5%	-0,9%	-0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-9,0%	1,2%	-0,1%	0,9%	-1,8%	-1,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%
FCF zmiana r/r	-16,9%	12,2%	8,4%	-2,1%	7,2%	-1,1%	-9,8%	1,3%	1,3%	1,4%
Marża EBITDA	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBIT	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Marża NOPLAT	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	152,4%	134,8%	115,4%	113,3%	111,4%	109,7%	108,1%	106,8%	105,7%	104,5%
Zmiana KO / Przychody	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,2%	0,2%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	323,5%	78,4%	78,7%	106,9%	-25,2%	-24,8%	67,0%	67,4%	67,8%	68,2%

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	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	96,9%	97,2%	97,9%	98,5%	99,1%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	3,1%	2,8%	2,1%	1,5%	0,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>

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	105,0	108,9	113,7	119,8	127,8	138,6	154,3	178,9	223,2
	0,8	101,0	104,4	108,6	113,7	120,4	129,2	141,6	160,2	191,3
	0,9	97,4	100,4	103,9	108,4	114,0	121,3	131,3	145,7	168,4
	1,0	94,1	96,7	99,8	103,6	108,4	114,5	122,7	134,1	151,3
	1,1	91,0	93,3	96,0	99,3	103,4	108,6	115,4	124,6	137,9
	1,2	88,2	90,2	92,6	95,5	99,0	103,4	109,1	116,6	127,2
	1,3	85,6	87,4	89,5	92,0	95,1	98,8	103,6	109,9	118,4

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%	106,8	110,9	116,0	122,5	131,0	142,8	160,1	187,9	239,8
	4%	98,1	101,1	104,8	109,4	115,2	122,8	133,2	148,4	172,5
	5%	91,0	93,3	96,0	99,3	103,4	108,6	115,4	124,6	137,9
	6%	85,1	86,9	88,9	91,4	94,3	98,0	102,6	108,6	116,8
	7%	80,1	81,5	83,0	84,9	87,1	89,8	93,1	97,2	102,6
	8%	75,8	76,9	78,1	79,6	81,2	83,2	85,6	88,6	92,3
	9%	72,1	72,9	73,9	75,1	76,4	77,9	79,7	81,8	84,5

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%	142,2	136,5	131,4	126,8	122,5	118,5	114,9	111,5	108,4
	4%	129,8	123,9	118,5	113,7	109,4	105,4	101,8	98,5	95,5
	5%	119,8	113,7	108,4	103,6	99,3	95,5	92,0	88,9	86,0
	6%	111,5	105,4	100,2	95,5	91,4	87,7	84,4	81,4	78,7
	7%	104,5	98,5	93,4	88,9	84,9	81,4	78,3	75,4	72,9
	8%	98,5	92,7	87,7	83,4	79,6	76,2	73,2	70,6	68,2
	9%	93,4	87,7	82,8	78,7	75,1	71,9	69,0	66,5	64,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

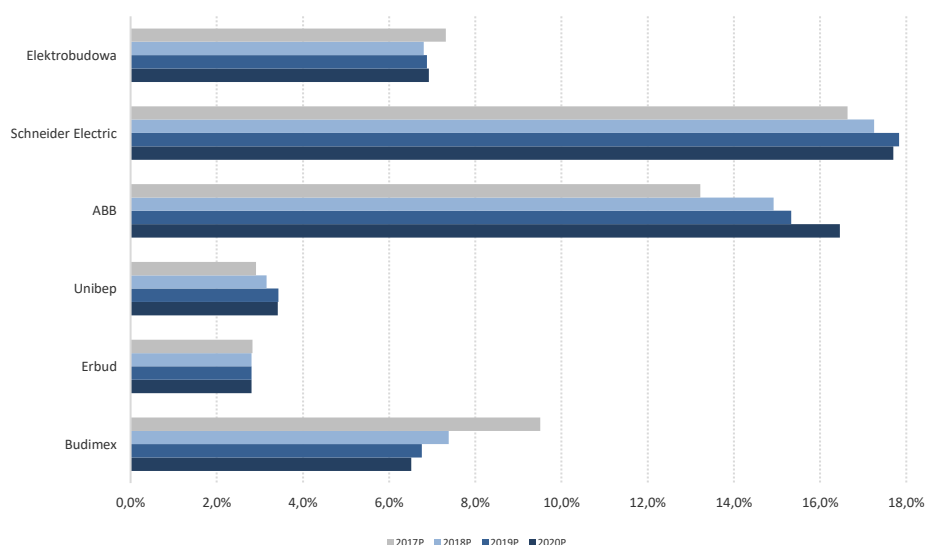
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek budowlanych oraz produkcyjnych o zbliżonym profilu działalności. Dla każdego roku przyjęliśmy równe wagi po 33%. Analizę oparto na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT (wskaźnikom przypisaliśmy wagi na poziomie 33%). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 482 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 101,6 PLN.**

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2018P	2019P	2020P	2020P	2018P	2019P	2020P
Budimex	13,2	14,1	14,6	5,6	6,1	6,1	6,1	6,7	6,6
Erbud	10,9	10,7	10,2	3,0	2,7	2,5	3,8	3,5	3,2
Unibep	9,0	8,0	7,8	5,6	5,1	5,0	6,7	6,0	5,9
ABB	16,9	15,0	13,7	9,7	8,8	8,1	11,9	10,6	9,6
Schneider Electric	17,2	15,7	15,5	10,5	9,7	9,3	12,6	11,5	10,7
Mediana	13,2	14,1	13,7	5,6	6,1	6,1	6,7	6,7	6,6
Elbudowa	9,2	9,0	9,0	4,9	4,9	4,9	6,3	6,4	6,5
Premia/dyskonto dla Elbudowy	-30,5%	-36,1%	-34,3%	-13,1%	-19,6%	-18,3%	-6,4%	-4,4%	-1,9%
Wycena wg wskaźnika	118,0	128,4	124,8	92,0	98,6	97,5	86,6	85,2	83,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	6,1	6,7	6,6
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>123,7</b>			<b>96,1</b>			<b>85,0</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>101,6</b>								

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

### Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

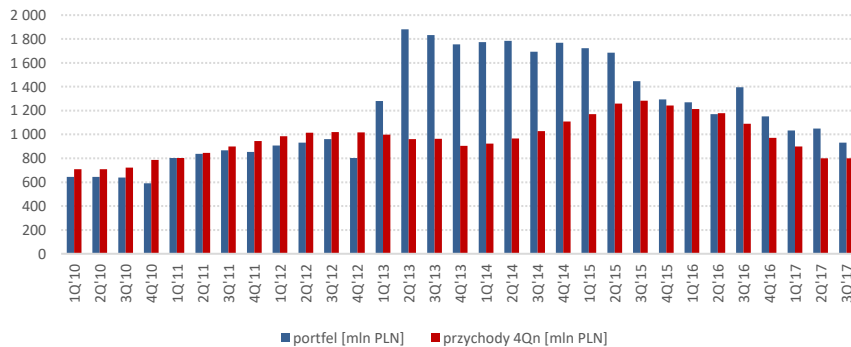
## PORTFEL ZLECEŃ

### Znaczące kontrakty pozyskane od 2013 roku [mln PLN]

Zawarcie umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto	Termin zakończenia
2018-02-01	PKN Orlen	Rozbudowę pojemności magazynowej zbiorników na terminalu paliw w Szczecinie	39	2019-06
2017-06-28	Areva	Wykonanie dodatkowych robót elektromontażowych na Olkiluoto 3	91	b.d.
2017-04-12	Areva	Wykonanie dodatkowych robót elektromontażowych na Olkiluoto 3	59	2018-03
2016-10-11	Areva	Wykonanie montażu instalacji elektrycznych oraz udział w rozruchu elektrowni atomowej Olkiluoto 3	115	2018-03
2016-08-01	PKN Orlen	Projektowanie, dostawy oraz budowę w systemie pod klucz Instalacji Metatezy	250	2018-08
2016-05-31	Polimex	Dostawy i montaż pakietów wyposażenia elektrycznego i innych dla Elektrowni Opolo	67	2019-03
2016-05-06	Amec Foster Wheeler	Wykonanie instalacji elektrycznych i teletechnicznych związanych z budową Systemu Obrony Przeciwrakietowej Aegis	45	2018-05
2015-11-17	Ciech	Budowa zespołu obiektów w ramach projektu "Instalacja filtracji zawiesiny wapna posodowego"	40	2016-11
2015-07-01	PSE	Modernizacja stacji 220/110 kV Konin	114	2020-07
2015-06-30	Polimex	Dostawy i montaż rozdzielni 10 kV i 6 kV (bloki 5 i 6 w Elektrowni Opolo)	22	2019-06
2015-02-05	Areva	Aneks - wykonanie montażu instalacji elektrycznych oraz udział w rozruchu elektrowni atomowej Olkiluoto 3	99	2016-07
2014-12-29	KGHM	Modernizacja rozdzielni 6kV GSE w Hucie Miedzi Głogów	36	2016-12
2014-12-23	Emerson Process	Dostawa systemów elektrycznych (Elektrownia Jaworzno III)	183	2019-03
2014-11-04	PGE	Farma Wiatrowo Resko Etap II - roboty projektowe i budowlane związane z wykonaniem linii kablowych SN oraz Stacji Abonenckiej	27	2016-02
2014-10-13	EdF	Zaprojektowanie i budowa nowej kotłowni szczytowej w EdF Oddział w Krakowie	56	2016-12
2014-03-11	EdF	Wykonanie modernizacji rozdzielni w EC Gdańsk i Wrocław	15	2015-05
2014-04-17	Babcock Noell	Dostawa, montaż i uruchomienie produktów dla bloków 4, 5 i 6 w Elektrowni Turów	32	2016-04
2013-06-09	Anwil	Modernizacja zasilania elektrolizerów - część energetyczna	19	2014-11
2013-06-20	Tauron	Budowa nowego bloku ciepłowniczego w Tychach	593	2016-06
2013-05-28	Orlen	Zaprojektowanie, dostawy, roboty i rozruch obiektów infrastruktury dla instalacji IOS	74	2015-12
2013-03-04	PSE	Rozbudowa i modernizacja stacji Byczyna wraz z wprowadzeniem linii 400 kV	215	2018-12
2013-03-04	PSE	Rozbudowa i modernizacja stacji 220/110 kV Skawina wraz z wprowadzeniem linii 2x2x400 kV	224	2017-12
2013-02-07	Areva	Aneks do umowy na prace w elektrowni atomowej Olkiluoto 3	115	2013-12

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*pierwotne harmonogramy

### Portfel zleceń vs przychody narastająco (4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka

Portfel zamówień spółki po 3Q'17 wynosił 932 mln PLN, pierwszy spadek poniżej 1,0 mld PLN od końcówki 2012 roku. Na przestrzeni ostatnich kwartałów Elektrobudowa nie podpisała zbyt wielu znaczących umów, co przekłada się na systematyczny spadek portfela. Obecnie powinien on oscylować w granicy rocznych przychodów – tak jak miało to miejsce przed 2013 rokiem (spółka pozyskała wtedy duże zlecenia z PSE i Tauronu).

### Stan zaawansowania prac na największych kontraktach spółki [mln PLN]

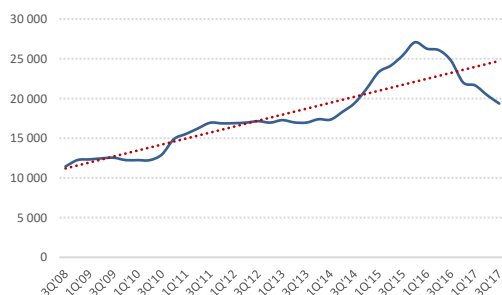
	kontrakt	do wykonania	% zaawansowania
Prace na elektrowni atomowej Olkiluoto 3	707	98	86%
Instalacja Metatezy	248	164	34%
Stacja Skawina	218	51	77%
Stacja Byczyna	215	7	97%
Praca przy budowie bloku energetycznego w Jaworznie	183	111	39%
Stacja Konin	115	108	5%
Praca przy budowie bloków energetycznych w Opolu	53	15	72%

Źródło: BDM S.A., spółka

Największą kontrybucję do bieżącego portfela zleceń ma obecnie kontrakt na budowę instalacji Metatezy dla PKN Orlen. Po 3Q'17 kontrakt ten miał też największy wpływ na poziom niezafakturowanych należności (44 mln PLN ze 184 mln PLN). Duże znaczenie dla portfela ma nadal zlecenie na prace na elektrowni atomowej Olkiluoto 3 w Finlandii, jednak jego znaczenie będzie stopniowo maleć w 2018 roku (na 2Q'18 planowane jest rozpoczęcie prac rozruchowych).

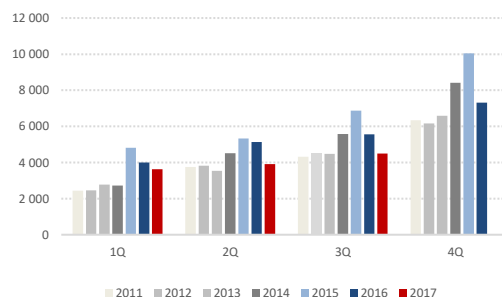
Z pozyskanych w 2013 roku dużych kontraktów dla PSE spółka kontynuuje prace zarówno w Byczynie, jak i Skawinie, unormowaniu przy tym uległ na tych zleceniach stan fakturowania (w 2015 i 2016 zlecenia te mocno obciążały kapitał obrotowy spółki). Na Byczynie w marcu 2017 roku został zawarty aneks terminowy – obecny termin zakończenia prac do końca 2018 roku (stacja będzie wymagać synchronizacji z elektrownią). Unormowała się także sytuacja z fakturowaniem kontraktu (w 2016 roku wystawiono pierwsze faktury na 60 mln PLN, a w 1-3Q'17 na 115 mln PLN – cały kontrakt ma wartość 215 mln PLN). W przypadku Skawiny (fakturuwanie w 2015 roku na 57 mln PLN, w 2016 roku na 33 mln PLN, w 1-3Q'17 na 44 mln PLN) nadal brakuje oficjalnego aneksu wydłużającego prace (jak podano w raporcie za 3Q'17 o taki wnioskowano; pierwotny termin upłynął z końcem 2017 roku) – opóźnienie wynika z długotrwałego postępowania pozyskania dostępu do gruntów.

**Nakłady inwestycyjne w sektorze wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę [mln PLN] – narastająco 4Q**



Źródło: BDM S.A., GUS

**Nakłady inwestycyjne w sektorze wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę [mln PLN] – kwartalnie**



Źródło: BDM S.A., GUS

W prognozie na 2018 roku zarząd zapisał, że nowe zamówienia spółki powinny osiągnąć wartość 994,2 mln PLN. Prognoza zamówień na 2017 rok wynosiła 800,2 mln PLN. Poprzednie okresy przynosiły dużą ostrożność inwestycyjną spółek energetycznych. Z wypowiedzi na konferencji wynikowej po 3Q'17 zarząd liczy na ożywienie rynku w 2018 roku (przy czym okres 1H'18 może być jeszcze trudno pod względem konkurencji).

## STRATEGIA NA LATA 2016-18

We wrześniu 2016 roku spółka opublikowała strategię na lata 2016-18. Podstawowe cele zarządu to zwiększenie efektywności, utrwalenie pozycji rynkowej w Polsce oraz rozwinięcie eksportu (przede wszystkim poprzez produkty). Docelowo w 2018 roku przychody miały sięgnąć 1,1-1,2 mld PLN a zysk netto wynieść 57 mln PLN (marża netto 4,9%).

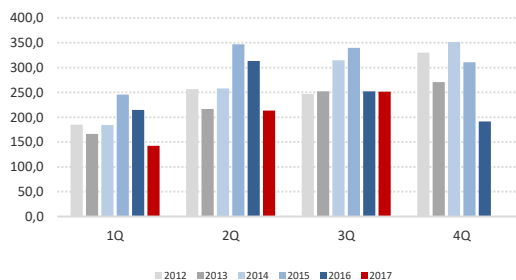
Biorąc pod uwagę prognozy, które zarząd przedstawił na 2018 rok na początku lutego, 960 mln PLN przychodów oraz 46 mln PLN zysku netto (4,8% marży), celów strategicznych nie uda się zrealizować. Przeszkodą jest m.in. dość niski poziom zamówień (słabość rynku inwestycyjnego w energetyce i przemyśle w 2017 roku) oraz turbulencje, z którymi musiał sobie radzić w 2016-17 segment produkcyjny (mało rentowny portfel zleceń pozyskanych w latach wcześniejszych, konieczność restrukturyzacji).

Oczekujemy aktualizacji strategii na przestrzeni bieżącego roku.



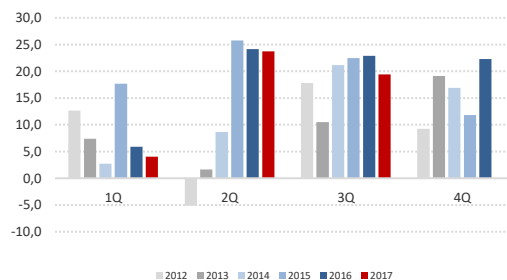
## PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH NA 4Q'17 I KOLEJNE OKRESY

Przychody kwartalnie [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA kwartalnie [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

### Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	2017P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P
Przychody ze sprzedaży	214,8	313,4	251,7	191,6	971,5	142,4	213,6	251,5	343,5	951,0	161,1	224,1	251,7	315,5	952,4
EBITDA	5,9	24,2	22,9	22,3	75,2	4,0	23,7	19,4	22,4	69,5	6,1	19,3	19,0	20,3	64,8
EBIT	2,5	20,9	19,5	18,8	61,8	0,6	20,1	15,8	18,8	55,3	2,4	15,7	15,3	16,9	50,3
Zysk (strata) brutto	2,0	26,2	21,6	18,9	68,8	-0,6	22,3	17,3	19,2	58,2	2,1	17,0	16,2	17,1	52,5
Zysk (strata) netto	1,6	21,3	17,2	15,0	55,1	-1,4	18,6	12,9	16,4	46,6	1,7	13,8	13,1	13,9	42,5
Marża EBITDA	2,7%	7,7%	9,1%	11,6%	7,7%	2,8%	11,1%	7,7%	6,5%	7,3%	3,8%	8,6%	7,6%	6,4%	6,8%
Marża EBIT	1,2%	6,7%	7,7%	9,8%	6,4%	0,4%	9,4%	6,3%	5,5%	5,8%	1,5%	7,0%	6,1%	5,3%	5,3%
Marża zysku netto	0,8%	6,8%	6,8%	7,8%	5,7%	-1,0%	8,7%	5,1%	4,8%	4,9%	1,1%	6,2%	5,2%	4,4%	4,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*prognoza BDM

Po 1-3Q'17 spółka miała 608 mln PLN przychodów oraz 30 mln PLN zysku netto. Sam 3Q'17 przyniósł zatrzymanie trendu spadku sprzedaży. Po rezultatach 3Q'17 zarząd pottrzymała prognozę roczną na 2017 rok (zakłada 1 066,4 mln PLN przychodów oraz 51,1 mln PLN zysku netto). Jak dotychczas spółka nie podała żadnej korekty prognozy na 2017 rok, więc by zmieścić się w 10% widełkach odchylenia, powinna wypracować w 4Q'17 co najmniej 350 mln PLN przychodów (wcześniej spółka miała słaby stopień zaawansowania prac na kilku kontraktach na 4Q'17 zapowiadano przyspieszenie prac) i 16 mln PLN zysku netto.

### Prognozy wyników na 4Q'2017

	4Q'16	4Q'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana r/r
Przychody	191,6	343,5	79,3%	971,5	951,0	-2,1%	952,4	0,1%	957,2	0,5%
Wynik brutto na sprzedaży	24,5	31,3	28,1%	98,4	90,7	-7,9%	83,2	-8,3%	83,9	0,8%
Wynik na sprzedaży	17,7	23,8	34,5%	76,4	67,8	-11,2%	60,3	-11,1%	60,9	1,1%
EBITDA	22,3	22,4	0,2%	75,2	69,5	-7,6%	64,8	-6,9%	65,8	1,6%
EBIT	18,8	18,8	0,0%	61,8	55,3	-10,5%	50,3	-9,0%	50,9	1,2%
Zysk brutto	18,9	19,2	1,2%	68,8	58,2	-15,4%	52,5	-9,8%	53,2	1,3%
Zysk netto	15,0	16,4	9,6%	55,1	46,6	-15,5%	42,5	-8,6%	43,1	1,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,8%	9,1%		10,1%	9,5%		8,7%		8,8%	
Marża EBITDA	11,6%	6,5%		7,7%	7,3%		6,8%		6,9%	
Marża EBIT	9,8%	5,5%		6,4%	5,8%		5,3%		5,3%	
Marża zysku netto	7,8%	4,8%		5,7%	4,9%		4,5%		4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki za 2017 opublikowane będą 27 marca, chyba że wcześniej spółka przedstawi dane szacunkowe (co regularnie zdarzało się w poprzednich kwartałach).

Na początku lutego Elektrobudowa opublikowała prognozy wyników na 2018 rok. Na poziomie skonsolidowanym spółka ma osiągnąć 959,7 mln PLN przychodów oraz 45,7 mln PLN zysku netto. Na poziomie jednostkowym odpowiednio 899,4 mln PLN oraz 41,9 mln PLN.

Zamówienia spółki powinny z kolei osiągnąć w 2018 roku wartość 994,2 mln PLN. Prognoza zamówień na 2017 rok wynosiła 800,2 mln PLN, zarząd liczy na ożywienie rynku (poprzednie okresy przynosiły dużą ostrożność inwestycyjną spółek energetycznych). Po 1-3Q'17 wykonanie było na poziomie 487 mln PLN – w 4Q'17 spółka nie pozyskiwała dużych zleceń, o których by zakomunikowała rynkowi, zakładamy, że małych zleceń mogło zbierać się na max 150-200 mln PLN. Pod kątem kontraktacji w 2017 z większych zleceń spółka

podpisywała jedynie aneksy do prac w Finlandii (w kwietniu na 14 mln EUR, w czerwcu na 22 mln EUR). Trochę ożywienia widać w mniejszych tematach.

Prognoza wyniku netto na 2018 rok jest niższa r/r (przy założeniu, że końcowy wynik netto za 2017 nie odchyli się o więcej niż 10% od prognozy zarządu na 2017 rok), ale powyżej naszych oczekiwań (pierwotnie spodziewaliśmy się prognozy na ok. 40 mln PLN zysku netto) a także oczekiwań rynkowych.

**Prognozy zarządu vs prognozy BDM [mln PLN]**

	2016 wykonanie	2016P zarząd	odchyl.	2017P BDM	2017P zarząd	odchyl.	2018P BDM	2018P zarząd	odchyl.
Przychody	951,0	1 122,0	-15,2%	951,0	1 066,4	-10,8%	952,4	959,7	-0,8%
Zysk (strata) netto	46,6	51,0	-8,7%	46,6	51,1	-8,9%	42,5	45,7	-6,9%
Marża zysku netto	4,9%	4,5%		4,9%	4,8%		4,9%	4,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Prognozy BDM vs konsensus [mln PLN]**

	2017P BDM	2017P konsensus	odchylenie	2018P BDM	2018P konsensus	odchylenie	2019P BDM	2019P konsensus	odchylenie
Przychody	951,0	857,8	10,9%	952,4	884,0	7,7%	957,2	913,8	4,8%
EBITDA	69,5	67,7	2,8%	64,8	62,8	3,2%	65,8	61,9	6,3%
EBIT	55,3	54,3	1,9%	50,3	51,3	-1,9%	50,9	48,2	5,6%
Zysk (strata) netto	46,6	44,2	5,4%	42,5	40,4	5,2%	43,1	40,8	5,5%
Marża EBITDA	7,3%	7,9%		6,8%	7,1%		6,9%	6,8%	
Marża EBIT	5,8%	6,3%		5,3%	5,8%		5,3%	5,3%	
Marża zysku netto	4,9%	5,1%		4,5%	4,6%		4,5%	4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg (stan na 8/02/2018)

## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	195,3	210,3	221,4	230,2	236,3	242,0	247,5	252,7	257,7	262,5	267,1	271,5
Wartości niematerialne i prawne	42,2	41,7	41,3	41,0	40,7	40,6	40,6	40,5	40,6	40,7	40,8	40,9
Rzeczowe aktywa trwałe	85,3	96,6	104,6	110,1	112,7	115,0	116,9	118,5	119,9	121,0	121,9	122,6
Pozostałe aktywa trwałe	67,8	72,0	75,6	79,2	82,8	86,4	90,0	93,7	97,3	100,9	104,5	108,1
Aktywa obrotowe	715,6	620,4	609,7	601,7	593,5	586,3	574,2	562,4	555,3	550,9	546,6	542,5
Zapasy	58,4	58,6	60,1	60,4	60,7	61,0	60,7	60,4	60,9	61,4	62,0	62,5
Należności krótkoterminowe	511,5	441,5	442,1	444,3	446,6	450,1	447,4	444,7	450,4	456,2	462,0	467,9
Inwestycje krótkoterminowe	136,9	111,4	98,7	88,2	77,4	66,3	57,3	48,5	35,2	24,4	13,8	3,3
- w tym środki pieniężne	136,9	111,4	98,7	88,2	77,4	66,3	57,3	48,5	35,2	24,4	13,8	3,3
Pozostałe aktywa obrotowe	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Aktywa razem	910,9	830,7	831,2	832,0	829,7	828,3	821,7	815,2	813,1	813,4	813,7	814,1
Kapitał (fundusz) własny	423,4	422,4	427,0	432,1	436,4	441,2	444,9	448,5	448,9	449,2	449,5	449,8
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	487,6	408,3	404,2	399,9	393,4	387,1	376,9	366,7	364,2	364,3	364,3	364,3
Rezerwy na zobowiązania	69,9	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7
Zobowiązania długoterminowe	10,2	10,2	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	376,3	323,5	320,8	316,5	309,9	303,7	293,4	283,2	280,8	280,9	280,9	280,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	37,0	26,5	26,0	22,9	17,5	12,5	7,5	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	31,2	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Pasywa razem	910,9	830,7	831,2	832,0	829,7	828,3	821,7	815,2	813,1	813,4	813,7	814,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	971,5	951,0	952,4	957,2	961,9	966,8	958,1	949,5	958,8	968,2	977,6	987,2
Koszty produktów, tow. i materiałów	873,1	860,4	869,2	873,3	878,0	882,3	874,7	867,2	875,9	884,7	893,6	925,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	98,4	90,7	83,2	83,9	83,9	84,5	83,4	82,3	82,9	83,4	84,0	61,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22,0	22,9	22,9	22,9	23,0	23,0	22,9	22,9	22,9	23,0	23,1	0,0
Zysk (strata) na sprzedaży	76,4	67,8	60,3	60,9	61,0	61,5	60,5	59,5	59,9	60,4	60,9	61,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-14,6	-12,5	-10,0	-10,0	-10,1	-10,2	-10,1	-10,0	-10,1	-10,2	-10,3	-10,4
EBITDA	75,2	69,5	64,8	65,8	66,6	67,4	66,8	66,2	66,8	67,5	68,1	68,8
EBIT	61,8	55,3	50,3	50,9	50,9	51,3	50,4	49,5	49,9	50,2	50,7	51,1
Saldo działalności finansowej	1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	5,4	4,3	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Zysk (strata) brutto	68,8	58,2	52,5	53,2	53,2	53,8	53,0	52,2	52,6	53,0	53,3	53,7
Zysk (strata) netto mniejszości	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) netto*	55,1	46,6	42,5	43,1	43,1	43,6	42,9	42,3	42,6	42,9	43,2	43,5

\*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	72,3	57,8	49,4	51,0	51,7	51,1	53,4	53,1	49,7	50,2	50,7	51,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,9	-24,4	-21,6	-19,7	-17,8	-17,9	-18,0	-18,1	-18,2	-18,3	-18,4	-18,5
Przepływy z działalności finansowej	-34,1	-58,9	-40,6	-41,8	-44,7	-44,3	-44,5	-43,8	-44,8	-42,6	-42,9	-43,2
Przepływy pieniężne netto	30,3	-25,5	-12,8	-10,5	-10,8	-11,1	-9,1	-8,8	-13,3	-10,7	-10,6	-10,5
Środki pieniężne na początek okresu	106,1	136,9	111,4	98,7	88,2	77,4	66,3	57,3	48,5	35,2	24,4	13,8
Środki pieniężne na koniec okresu	136,9	111,4	98,7	88,2	77,4	66,3	57,3	48,5	35,2	24,4	13,8	3,3

## Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-2,1%	0,1%	0,5%	0,5%	0,5%	-0,9%	-0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-7,6%	-6,9%	1,6%	1,2%	1,2%	-0,9%	-0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-10,5%	-9,0%	1,2%	-0,1%	0,9%	-1,8%	-1,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-15,5%	-8,6%	1,3%	0,1%	1,0%	-1,5%	-1,5%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%
Marża brutto na sprzedaży	9,5%	8,7%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	6,2%
Marża EBITDA	7,3%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBIT	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Marża brutto	6,1%	5,5%	5,6%	5,5%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%
Marża netto	4,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
COGS / przychody	90,5%	91,3%	91,2%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%	91,4%	91,4%	91,4%	93,8%
SG&A / przychody	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	0,0%
SG&A / COGS	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	0,0%
ROE	11,0%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,6%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	0,0%
ROA	5,6%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	0,0%
Dług	27,8	26,0	22,9	17,5	12,5	7,5	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	3,3%	3,1%	2,8%	2,1%	1,5%	0,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	3,5%	3,2%	2,8%	2,2%	1,5%	0,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-2,4%	-2,6%	-2,6%	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-1,9%	-1,8%	-1,8%	-1,9%	-2,0%
Dług / kapitał własny	6,6%	6,1%	5,3%	4,0%	2,8%	1,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-83,6	-72,7	-65,3	-59,9	-53,8	-49,7	-45,9	-35,2	-24,4	-13,8	-3,3
Dług netto / kapitał własny	-19,8%	-17,0%	-15,1%	-13,7%	-12,2%	-11,2%	-10,2%	-7,8%	-5,4%	-3,1%	-0,7%
Dług netto / EBITDA	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2	0,0
Dług netto / EBIT	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1
EV	305,7	316,6	324,0	329,4	335,5	339,6	343,4	354,1	364,9	375,5	386,0
Dług / EV	9,1%	8,2%	7,1%	5,3%	3,7%	2,2%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,6%	2,3%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	175,3%	152,4%	134,8%	115,4%	113,3%	111,4%	109,7%	108,1%	106,8%	105,7%	104,5%
Amortyzacja / Przychody	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,2%	0,2%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,5%	323,5%	78,4%	78,7%	106,9%	-25,2%	-24,8%	67,0%	67,4%	67,8%	68,2%
Wskaźniki rynkowe	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	8,4	9,2	9,0	9,0	8,9	9,1	9,2	9,1	9,1	9,0	8,9
P/BV*	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/CE*	6,4	6,8	6,7	6,6	6,5	6,6	6,6	6,5	6,5	6,4	6,4
EV/EBITDA*	4,4	4,9	4,9	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6
EV/EBIT*	5,5	6,3	6,4	6,5	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	7,4	7,6
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	89,0	89,9	91,0	91,9	92,9	93,7	94,5	94,5	94,6	94,7	94,7
EPS	9,8	9,0	9,1	9,1	9,2	9,0	8,9	9,0	9,0	9,1	9,2
CEPS	12,8	12,0	12,2	12,4	12,6	12,5	12,4	12,5	12,7	12,8	12,9
DPS	10,0	8,0	8,0	8,2	8,2	8,3	8,1	8,9	9,0	9,0	9,1
Payout ratio	86,1%	81,6%	89,3%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 82,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-412

e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)**Krzysztof Brymora**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: [krystian.brymora@bdm.pl](mailto:krystian.brymora@bdm.pl)[chemia, przemysł drzewny](#)**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: [adrian.gorniak@bdm.pl](mailto:adrian.gorniak@bdm.pl)[deweloperzy, handel](#)**Marek Jurzec**

Młodszy analityk rynku akcji

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-435

e-mail: [marek.jurzec@bdm.pl](mailto:marek.jurzec@bdm.pl)

IT

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-100

e-mail: [dariusz.wareluk@bdm.pl](mailto:dariusz.wareluk@bdm.pl)**Leszek Mackiewicz**

tel. (022) 62-20-848

e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)**Bartosz Zieliński**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: [bartosz.zielinski@bdm.pl](mailto:bartosz.zielinski@bdm.pl)**Maciej Bąk**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: [maciej.bak@bdm.pl](mailto:maciej.bak@bdm.pl)**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	100,0	Trzymaj	147,8	12.02.2018	10:34 CEST	82,0	62 552
Trzymaj	147,8	Kupuj	138,8	09.12.2015		136,0	45 624
Kupuj	138,8	Kupuj	116,5	28.04.2015		117,1	56 908
Kupuj	116,5	Akumuluj	130,0	23.02.2015		99,3	52 793
Akumuluj	130,0	-	-	16.01.2014		118,0	51 246

#### 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 (zasięg 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.

#### Słabe i silne 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 1Q'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	6	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	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](http://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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie 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 12.02.2018 roku (10:34 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.02.2018 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 wczytane 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 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 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 12.02.2018 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 powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.