



Dom Maklerski BDM S.A.

INSTAL KRAKÓW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 20,9 PLN

18 KWIECIEŃ 2018, 13:45 CEST

Mimo problemów z zależnym Frapolu, skonsolidowany zysk netto Instalu Kraków za 2017 rok wyniósł 12,1 mln PLN (P/E=8x) i był najwyższy od 2013 roku. Dodatkowo spółka na koniec roku miała 48 mln PLN gotówki netto, co stanowi około połowę obecnej kapitalizacji. Spodziewamy się, że na początku 2018 roku nadal pozytywnie do wyników będzie kontrybuować segment deweloperski (szacujemy, że na koniec 2017 roku do rozliczenia było jeszcze ok. 2/3 mieszkań z I etapu projektu Nowy Przewóz 5.0). Na początku kwietnia Instal wprowadził do oferty mieszkania z II etapu powyższego projektu. Spółka ma także już podpisane umowy z wykonawcami na etapy III-V Nowego Przewozu 5.0 oraz etapy I-II projektu przy ul. Domagały. Większość przekazanych klientom powinna przypaść na 2019 (oraz 2020 rok). W 2018 roku spodziewamy się braku negatywnej kontrybucji Frapolu, co powinno wspierać wyniki skonsolidowane. Zwracamy także uwagę na ożywienie w kontraktacji na rynku ochrony środowiska. Uważamy, że spółka pozostaje mocno niedowartościowana względem posiadanych aktywów. Utrzymujemy zalecenie Kupuj przy wycenie na poziomie 20,9 PLN.

Wyniki 4Q'17 okazały się lepsze niż zakładaliśmy. EBITDA wyniosła 3,3 mln PLN (spodziewaliśmy się 1-1,5 mln PLN) i została zbudowana przede wszystkim przez rezultat segmentu deweloperskiego. Wyniki w pozostałych obszarach zostały obciążone m.in. przez rezerwy w Niemczech (ok. 1 mln PLN) oraz we Frapolu (ok. 3 mln PLN). W 4Q'17 spółka księgowała końcową sprzedaż z projektu Sołtysowska (ok. 50-60 mieszkań). Rozpoczęły się także przekazania mieszkań w etapie I projektu Nowy Przewóz 5.0 - zakładamy jednak, że duża liczba lokali została jeszcze do zaksięgowania na 2018 rok (poziom zaliczek deweloperskich na koniec 2017 roku wynosił 44 mln PLN, produkty gotowe na bilansie jednostkowym 60 mln PLN).

Tak jak spodziewaliśmy się w poprzednich rekomendacjach, korzystając z dobrego rynku mieszkaniowego w Krakowie, spółka rozpoczyna kolejne etapy już prowadzonych (Nowy Przewóz) lub nowych (ul. Domagały) projektów deweloperskich na bazie zbudowanego na przestrzeni wielu lat banku ziemi. Zwracamy uwagę, że wartość nieruchomości inwestycyjnych na jednostkowym bilansie to 67 mln PLN, co stanowi ponad 2/3 kapitalizacji spółki.

Na początku kwietnia Instal wprowadził do oferty mieszkania z II etapu Nowego Przewozu 5.0 (ok. 160 mieszkań) – spodziewamy się przekazania w 1H'19. Spółka ma także już podpisane umowy z wykonawcami na etapy III-V Nowego Przewozu 5.0 (zakończenie prac przez GW do 1H'19) oraz etapy I-II projektu przy ul. Domagały (1-3Q'19). Harmonogramy wskazują więc, że 2018 rok (jedynie duża część I etapu Nowego Przewozu 5.0) może być słabszy pod względem przekazania mieszkań vs 2017 (spółka rozliczała część I etapu Sołtysowskiej, cały II etap Sołtysowskiej oraz część I etapu Nowego Przewozu 5.0). Natomiast bardzo dobrze powinien wyglądać pod tym względem okres 2019-20.

W 2018 roku wsparcia dla wyników skonsolidowanych oczekujemy ze strony innych obszarów biznesowych. Spodziewamy się, że na prostą powinien wyjść Frapol (w 2017 roku spółka miała ok. 6-7 mln PLN straty netto), co już w samo w sobie powinno wyraźnie wspomóc wyniki skonsolidowane. Natomiast w segmencie budowlanym w 2H'17 nastąpiło ożywienie w podstawowym dla spółki obszarze ochrony środowiska (kontrakty na modernizację oczyszczalni ścieków).

W długim terminie (po 2020 roku) konserwatywnie nadal przyjmujemy tendencję zniżkową rezultatów, m.in. spadek rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży. W kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy podniesienia celów dla poszczególnych segmentów, w szczególności dotyczyć to może obszaru deweloperskiego. Zwracamy uwagę, że spółka posiada szeroki zasób gruntów, na których istnieje potencjał uruchamiania kolejnych projektów mieszkaniowych.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	491,1	357,9	408,4	358,6	373,6	373,6
EBITDA [mln PLN]	14,1	17,1	18,6	22,1	23,7	23,7
EBIT [mln PLN]	11,1	13,9	15,9	19,0	20,3	20,2
Zysk netto* [mln PLN]	8,4	9,5	12,1	14,1	15,1	15,1
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	11,7	10,4	8,1	7,0	6,5	6,5
EV/EBITDA	5,0	7,1	2,7	4,2	3,8	2,4
EV/EBIT	6,3	8,8	3,2	4,9	4,5	2,8
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,25	0,25	0,30	0,30	0,35

*dla akcjonariuszy jednostki dominującej

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

Wycena DCF [PLN]	20,1
Wycena porównawcza [PLN]	21,7
Wycena końcowa [PLN]	20,9
Potencjał do wzrostu / spadku	55,0%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	13,5
Kapitalizacja [mln PLN]	98,4
Ilość akcji [mln szt.]	7,3

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	11,1

Stopa zwrotu za 3 mc	3,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-15,1%

Struktura akcjonariatu*:	
Juszczak Piotr	28,0%
TFI Esaliens	12,2%
Szybińska Wanda	5,9%
Pozostali	53,9%

*wg liczby głosów na WZA

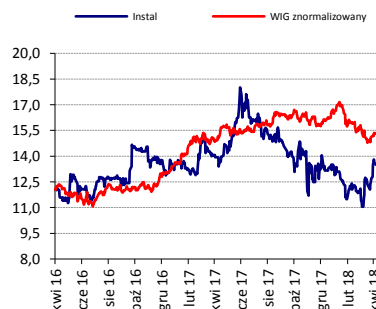
Krzysztof Pado

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.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 4Q'17.....	8
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE	14

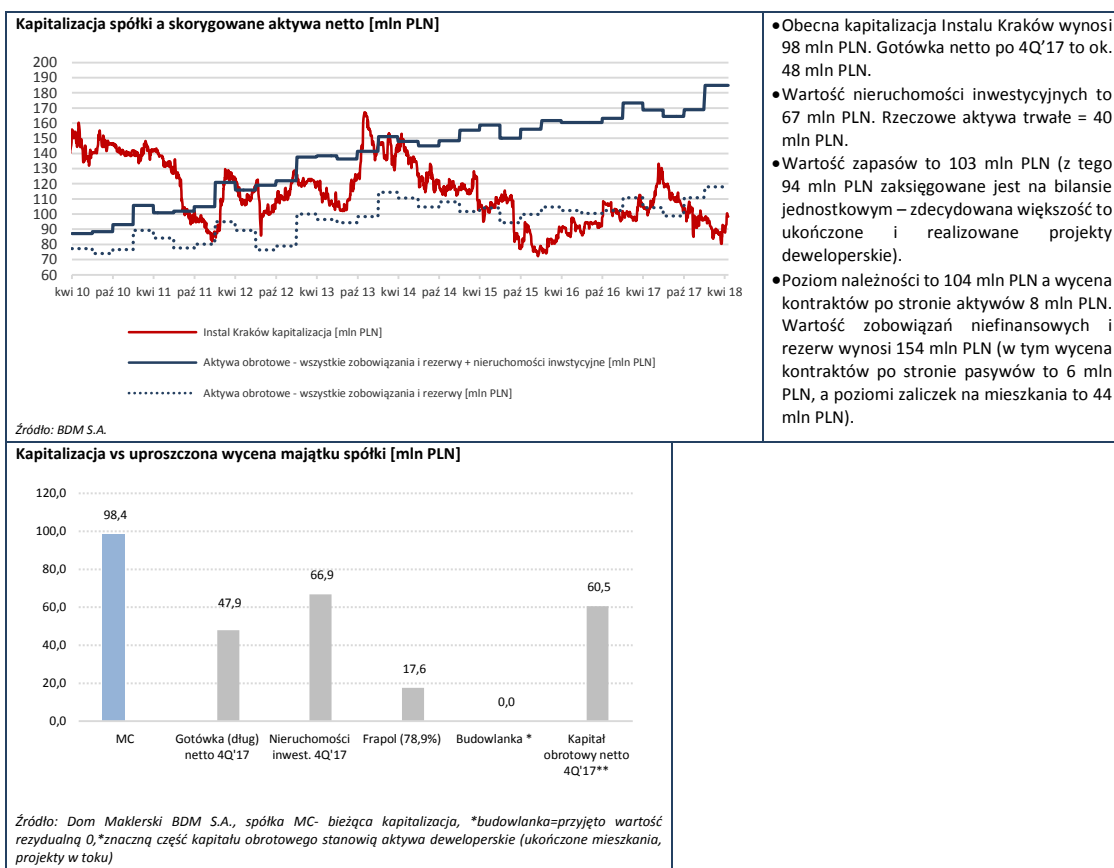
WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Instal Kraków opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza dała wartość 1 akcji na poziomie 21,7 PLN, z kolei wycena metodą DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 20,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 20,9 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	20,1
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	21,7
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		20,9

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 stopie wolnej od ryzyka (na poziomie 4,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5,0%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2018 roku EBIT spółki wzrośnie do blisko 19 mln PLN z niespełna 16 mln PLN rok temu. Zwracamy uwagę, że wyniki 2017 roku były obciążone przez słabe rezultaty Frapolu (spółka według naszych szacunków miała 6-7 mln PLN straty netto; samo wyjście spółki na „zero” już przełoży się na dużą poprawę wyników skonsolidowanych). Biorąc pod uwagę harmonogram realizacji projektów deweloperskich oczekujemy natomiast słabszych wyników w tym segmencie w 2018. Powrót na ścieżkę wzrostu zakładamy w 2019 roku. W długim terminie na wynikach skonsolidowanych przyjmujemy lekką tendencję zniżkową (m.in. spadek ponadprzeciętnej rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów wieloletnich średnich w branży).
- Zakładamy, że główną kontrybucję do wyników będzie zapewniał segment deweloperski. Spółka ma zbudowany na przestrzeni wielu lata spory bank ziemi (wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych to obecnie 67 mln PLN – zakładamy, że wartość rynkowa gruntów w scenariuszu realizacji na nich inwestycji mieszkaniowych może być wyraźnie wyższa). Zakładamy długoterminowo sprzedaż na poziomie ok. 80 mln PLN/rok (przy czym lata 2019-20 zakładamy na wyższych poziomach, biorąc pod uwagę bieżący pipeline inwestycji). Rynek krakowski zapewnia obecnie popyt na ok. 14,0 tys mieszkań rocznie. Jest dość atrakcyjny ze względu na zaplecze akademickie i relatywnie dobry rynek pracy. Instal od lat realizuje w deweloperce bardzo dobre marże EBIT na poziomie 20-30% (duży bank ziemi zbudowany po korzystnych cenach). W długim terminie konserwatywnie zakładamy, że marża spółki spadnie do przeciętnych wieloletnich poziomów rynkowych (około 11-12%).
- Frapol mocno obciąży wyniki 2107 roku (na poziomie netto szacujemy stratę na ok. -6-7 mln PLN). Zakładamy, że w 2018 roku spółka zacznie wychodzić na prostą, skupi się także w większej mierze na kontraktach produkcyjnych (co wpłynie na obniżenie sprzedaży, ale też zmniejszy ryzyko związane z realizacją umów montażowych).
- Dodatni cash flow operacyjny w 2017 związany jest głównie z cyklem zaawansowania projektów deweloperskich (wpływy od klientów). Dla segment deweloperskiego zakładamy stabilizację wskaźnika *‘(produkcja w toku + wyroby gotowe) / (przychód z roku n+1)’* na poziomie ok 1,0-1,1x (średni poziom z lat 2009-2017 wynosi 0,9x)
- Dług (gotówka) netto przyjęliśmy z końca 2017 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 0,0%;
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 18.04.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 146,8 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 20,1 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	358,6	373,6	373,6	341,6	341,9	342,1	342,4	342,6	342,9	343,1
EBIT [mln PLN]	19,0	20,3	20,2	15,3	14,9	14,4	14,0	13,6	13,2	12,8
Stopa podatkowa	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,3	4,6	4,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9
NOPLAT [mln PLN]	14,7	15,7	15,6	11,8	11,5	11,2	10,9	10,6	10,3	9,9
Amortyzacja [mln PLN]	3,2	3,4	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2
CAPEX [mln PLN]*	-5,0	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-40,6	6,7	21,9	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-27,7	21,3	36,6	3,0	10,8	10,6	10,3	10,1	9,8	9,5
DFCF [mln PLN]	-26,1	18,5	29,0	2,2	7,2	6,5	5,8	5,2	4,6	4,1
Suma DFCF [mln PLN]	57,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	110,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	47,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	104,8									
Dług netto 2017 [mln PLN]	-47,9									
Udziały mniejszości [mln PLN]	5,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	146,8									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	20,1									
<hr/>										
Przychody zmiana r/r	-12,2%	4,2%	0,0%	-8,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT zmiana r/r	19,6%	7,1%	-0,9%	-24,3%	-2,6%	-2,7%	-2,8%	-2,9%	-3,0%	-3,1%
FCF zmiana r/r	-	-	71,4%	-91,7%	253,2%	-2,0%	-2,2%	-2,4%	-2,6%	-2,7%
Marża EBITDA	6,2%	6,4%	6,4%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%
Marża EBIT	5,3%	5,4%	5,4%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,7%
Marża NOPLAT	4,1%	4,2%	4,2%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	157,7%	132,2%	126,2%	121,6%	118,0%	115,2%	113,0%	111,1%	109,7%	108,5%
Zmiana KO / Przychody	11,3%	-1,8%	-5,9%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-81,6%	-44,8%	-49,0%	-24,9%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *razem z nakładami na działalność

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	96,6%	97,9%	99,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	3,4%	2,1%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	20,5	21,2	22,1	23,2	24,7	26,7	29,7	34,3	42,6
	0,8	19,7	20,3	21,1	22,1	23,3	25,0	27,3	30,8	36,6
	0,9	19,0	19,6	20,2	21,1	22,1	23,5	25,3	28,1	32,3
	1,0	18,4	18,8	19,4	20,1	21,0	22,2	23,7	25,9	29,1
	1,1	17,8	18,2	18,7	19,3	20,1	21,1	22,3	24,1	26,6
	1,2	17,2	17,6	18,1	18,6	19,3	20,1	21,1	22,6	24,5
	1,3	16,7	17,1	17,5	17,9	18,5	19,2	20,1	21,3	22,9

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%	21,3	22,1	23,2	24,5	26,3	28,9	32,6	38,9	51,5
	4%	19,7	20,3	21,1	22,1	23,3	25,0	27,3	30,8	36,6
	5%	18,4	18,8	19,4	20,1	21,0	22,2	23,7	25,9	29,1
	6%	17,2	17,6	18,1	18,6	19,3	20,1	21,1	22,6	24,5
	7%	16,2	16,5	16,9	17,3	17,8	18,4	19,2	20,2	21,5
	8%	15,4	15,6	15,9	16,2	16,6	17,1	17,7	18,4	19,3
	9%	14,7	14,9	15,1	15,3	15,6	16,0	16,4	16,9	17,6

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%	27,4	26,4	25,4	24,5	23,7	23,0	22,3	21,7	21,1
	4%	25,1	24,0	23,0	22,1	21,2	20,5	19,8	19,2	18,6
	5%	23,2	22,1	21,1	20,1	19,3	18,6	17,9	17,3	16,8
	6%	21,7	20,5	19,5	18,6	17,8	17,1	16,4	15,9	15,3
	7%	20,3	19,2	18,2	17,3	16,5	15,9	15,3	14,7	14,2
	8%	19,2	18,1	17,1	16,2	15,5	14,9	14,3	13,7	13,3
	9%	18,2	17,1	16,1	15,3	14,6	14,0	13,4	12,9	12,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą, przykładając rynkowe wskaźniki do poszczególnych obszarów biznesowych. W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 93 mln PLN (wg mediany P/BV deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW), 78,9% udziałów we Frapolu na 17 mln PLN (wg mediany P/BV porównywalnych małych spółek przemysłowych). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce i w Niemczech przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN (zwracamy uwagę, że w pozytywnym scenariuszu wartość powinna być wyższa, np. ze względu na możliwy do odzyskania kapitał obrotowy). Gotówka netto (wraz z lokatami) po 4Q'17 wynosiła 48 mln PLN. Tak skonstruowana wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 158,1 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 21,7 PLN.

Wycena porównawcza – podsumowanie

	mln PLN	PLN /akcję
Wartość segmentu deweloperskiego*	92,6	12,7
Frapol (78,9% udziałów)	17,6	2,4
Wartość segmentu budowlanego w Polsce/Niemczech**	0,0	0,0
Gotówka (dług) netto po 4Q'17	47,9	6,6
SUMA	158,1	21,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *aktywa skorygowane o zaliczki deweloperskie oraz inne zobowiązania, **w poprzednich rekomendacjach osobno wycenialiśmy segment niemiecki, jednak od 4Q'17 spółka zmieniła prezentację segmentową w sprawozdaniach finansowych, w sposób który uniemożliwia oddzielną ocenę wyników w tym obszarze działalności

Wycena segmentu deweloperskiego*

	P/BV	kurs	MC	BV
Atal	2,10	43,10	1 669	795
Dom Development	2,20	89,00	2 205	1 002
Archicom	0,86	14,95	383	447
BBI Dev.	0,34	0,68	71	212
Celtic	0,59	7,50	286	486
ED Invest	0,47	2,00	25	54
Inpro	1,05	6,60	264	252
i2	0,74	17,50	170	231
JW Construction	0,52	3,98	354	678
LC Corp	0,79	2,64	1 182	1 488
Lokum	1,07	17,80	320	299
PHN	0,32	13,65	639	1 986
Polnord	0,38	8,27	270	704
Ronson	1,06	1,33	362	342
Wikana	0,38	0,91	18	47
Mediana	0,59			
			[mln PLN]	/akcję
Wartość bilansowa aktywów netto deweloperki**			157,2	21,6
Wartość segmentu po dyskoncie (wg P/BV)			92,6	12,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w wycenie nie uwzględniliśmy dwóch największych (pod względem kontraktacji) deweloperów notowanych na GPW, poziom ich wskaźników P/BV zdecydowanie odbiega od mediany rynkowej, **wg stanu na 4Q'17 (aktywa segmentu skorygowane o zaliczki deweloperskie oraz inne zobowiązania)

Wycena Frapolu

	P/BV	kurs	MC	BV
Berling	0,75	3,70	64,9	87,1
Mercor	1,30	10,45	163,6	125,5
ES-System	0,84	2,90	124,3	148,1
Pozbud	0,61	3,96	106,0	174,0
Mediana	0,79			
	[mln PLN]			
Wartość bilansowa aktywów netto Frapolu	28,1			
Wartość Frapolu po dyskoncie wg mediany P/BV	22,3			
Wartość Frapolu po dyskoncie (78,9% udziałów)	17,6			
Waga wyceny	100,0%			
Wycena końcowa Frapolu (78,9% udziałów)	17,6			
PLN/akcję	2,4			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI ZA 4Q'17

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Przychody	93,6	125,7	176,0	170,7	115,9	114,7	138,7	121,8	70,0	80,6	90,6	116,7	88,8	89,6	100,6	129,4
Zysk brutto ze sprzedaży	7,9	12,9	14,9	14,6	11,1	5,4	11,8	6,5	9,3	10,5	9,9	7,9	12,2	10,0	11,6	11,6
rentowność	8,4%	10,3%	8,5%	8,6%	9,6%	4,7%	8,5%	5,3%	13,3%	13,1%	10,9%	6,8%	13,7%	11,1%	11,6%	8,9%
Zysk na sprzedaży	2,6	4,2	9,0	7,4	5,0	-1,8	6,2	0,4	1,9	3,0	3,3	2,5	5,3	2,1	6,1	4,7
rentowność	2,8%	3,4%	5,1%	4,4%	4,3%	-1,5%	4,5%	0,3%	2,8%	3,7%	3,7%	2,1%	6,0%	2,3%	6,0%	3,6%
EBIT	3,6	4,3	8,8	-1,7	6,1	-2,2	5,1	2,1	4,3	3,9	3,0	2,8	4,9	2,0	6,4	2,6
rentowność	3,9%	3,4%	5,0%	-1,0%	5,3%	-1,9%	3,7%	1,7%	6,2%	4,8%	3,3%	2,4%	5,5%	2,2%	6,4%	2,0%
EBITDA	4,3	4,9	9,5	-0,7	6,8	-1,4	5,9	2,8	5,0	4,6	3,7	3,9	5,5	2,6	7,2	3,3
rentowność	4,5%	3,9%	5,4%	-0,4%	5,9%	-1,2%	4,3%	2,3%	7,1%	5,7%	4,1%	3,4%	6,2%	2,9%	7,1%	2,5%
Deweloperka	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Przychody	10,5	7,0	11,0	7,3	19,1	12,4	10,4	14,7	15,8	9,8	15,6	15,6	19,2	24,9	22,1	34,0
Zysk na sprzedaży	2,4	1,3	2,8	1,5	6,1	4,1	3,1	2,9	2,4	0,7	3,6	5,0	4,4	4,4	5,3	8,2
rentowność	22,6%	19,2%	25,0%	20,1%	31,8%	33,2%	29,8%	19,7%	15,2%	6,9%	22,8%	32,3%	22,8%	17,5%	24,1%	24,1%
Pozostałe	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Przychody	83,1	118,7	165,0	163,4	96,8	102,4	128,4	107,1	54,2	70,8	74,9	101,1	69,6	64,7	78,5	95,4
Zysk na sprzedaży	0,2	2,9	6,2	6,0	-1,1	-5,9	3,2	-2,5	-0,5	2,3	-0,2	-2,5	0,9	-2,3	0,7	-3,5
rentowność	0,3%	2,4%	3,8%	3,7%	-1,1%	-5,7%	2,5%	-2,3%	-0,9%	3,2%	-0,3%	-2,5%	1,4%	-3,6%	0,9%	-3,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane za 4Q'2017 [mln PLN]

	4Q'16	4Q'17	zmiana r/r	4Q'17P BDM*	odchyl.	2016	2017	zmiana r/r
Przychody	116,7	129,4	10,9%	106,2	21,9%	357,9	408,4	14,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,9	11,6	46,1%	8,0	45,4%	37,6	45,4	20,5%
Zysk na sprzedaży	2,6	4,7	81,0%	1,6	195,8%	10,8	18,1	67,4%
EBITDA	3,9	3,3	-16,2%	1,3	147,9%	17,1	18,6	8,6%
EBIT	2,8	2,6	-7,1%	0,4	564,2%	13,9	15,9	13,9%
Zysk (strata) brutto	2,6	1,5	-44,1%	0,2	706,4%	13,8	14,0	1,1%
Zysk (strata) netto	1,1	2,5	123,7%	0,8	225,8%	9,5	12,1	28,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	6,8%	8,9%		7,5%		10,5%	11,1%	
Marża EBITDA	3,4%	2,5%		1,2%		4,8%	4,6%	
Marża EBIT	2,4%	2,0%		0,4%		3,9%	3,9%	
Marża zysku netto	1,0%	1,9%		0,7%		2,6%	3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *prognoza z Prognoz kwartalnych na 4Q'17 oraz z ostatniego Raportu Analitycznego

Wyniki 4Q'17 były lepsze od naszych założeń. Jako główny czynnik postrzegamy prawdopodobnie nieco wyższe (od prognozowanego przez nas) zaawansowanie przekazania mieszkań w I etapie projektu Nowy Przewóz 5.0 (spółka nie raportuje szczegółowych danych w tym zakresie). Segment deweloperski w 4Q'17 odnotował 34 mln PLN przychodów (przy średniej cenie netto za mieszkanie na poziomie 250-300 tys PLN mogło to być 110-140 lokali), przy 24% marży na sprzedaży. Wyniki skonsolidowane zostały natomiast obciążone głównie przez straty we Frapolu (spółka informowała wcześniej o aktualizacji wycen kontraktów, w liście do akcjonariuszy prezes Instal zakłada, że Frapol w 2018 roku powinien wrócić na ścieżkę zysków.

Spółka w raporcie rocznym zmieniła ujęcie segmentów – przychody Frapolu zostały rozdzielone pomiędzy różne obszary (budownictwo, rynek zagraniczny oraz segment produkcji lekkiej). W starym układzie pozostała jedynie deweloperka.

Na koniec 2017 roku Instal na poziomie skonsolidowanym miał ok. 48 mln PLN gotówki netto (biorąc pod uwagę ok 20 mln PLN „innych krótkoterminowych aktywów finansowych” – z not do sprawozdania wynika, że są to prawdopodobnie lokaty o dłuższym terminie zapadalności). W zapasach jednostkowych jest 94 mln PLN (głównie gotowe mieszkania i kolejne w budowie; pozycja produktów gotowych to 60 mln PLN, a towarów 23 mln PLN). Bilansowa wartość długoterminowych nieruchomości inwestycyjnych to 67 mln PLN. Na poziomie skonsolidowanym poziom kwot należnych od odbiorców z tytułu wyceny usług budowlanych jest relatywnie niewielki (8 mln PLN, tylko 2 mln PLN po uwzględnieniu rozliczeń po stronie pasywów).

Spółka nie raportuje szczegółowo ile mieszkań i z którego projektu przekazuje – ale na 4Q'17 przypadają ostatnie przekazania z projektu Sołtysowska (na bazie strony internetowej szacujemy, że ok. 50 mieszkań) oraz początek przekazania z projektu Nowy Przewóz 5.0 (cały etap I projektu liczył ponad 300 mieszkań, w

4Q'17 wg naszych szacunków mogło być przekazane max. 90-100 lokali). Spodziewamy się, że bardzo dobrze może w takim razie wyglądać na deweloperce 1Q'18/2Q'18, tym bardziej, że w pozycji bilansowej „zaliczki deweloperskie” na koniec 2017 ujęte było 44 mln PLN (a więc mieszkania już zarezerwowane przez klientów, ale nie przekazane) a do sprzedaży wg stanu na koniec 2017 pozostawało jeszcze blisko 90 mieszkań z Nowego Przewozu 5.0.

Wyniki wg segmentów nowy vs stary podział [mln PLN]

nowy podział	2016	2017	stary podział	2016
budowlano-montażowy			budowlano-montażowy	
przychody	157,2	166,4	przychody	93,5
zysk na sprzedaży	-4,8	-1,8	zysk na sprzedaży	-4,4
zagraniczny			rynek niemiecki	
przychody	82,5	73,7	przychody	71,9
zysk na sprzedaży	0,0	-4,3	zysk na sprzedaży	-0,2
produkcja lekka			Frapol	
przychody	47,9	54,2	przychody	126,7
zysk na sprzedaży	3,2	1,4	zysk na sprzedaży	4,1
deweloperka			deweloperka	
przychody	56,8	100,2	przychody	56,8
zysk na sprzedaży	11,7	22,3	zysk na sprzedaży	11,7
produkcja ciężka			produkcja przemysłowa	
przychody	7,4	6,0	przychody	7,4
zysk na sprzedaży	1,7	-0,1	zysk na sprzedaży	1,7
pozostałe			pozostałe	
przychody	6,0	7,8	przychody	1,5
zysk na sprzedaży	-1,1	0,6	zysk na sprzedaży	-2,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

W liście do akcjonariuszy prezes wskazuje m.in., że jednym z głównych celów grupy na kolejne lata jest umocnienie pozycji na lokalnym rynku deweloperskim. Wskazuje na kontynuację projektu przy ul. Przewóz (umowy z generalnymi wykonawcami na kolejne etapy Nowy Przewóz 5.0) oraz rozpoczęcie inwestycji przy ul. Domagały (zdaniem zarządu lokalizacja jest obiecująca w perspektywie najbliższych lat rozwoju miasta w tej okolicy). Posiadane już nieruchomości inwestycyjne mają umożliwić spółce rozpoczynanie kolejnych projektów w najbliższych latach.

Celem zarządu jest także powrót na „ścieżkę zysku” przez spółkę Frapol. Słabe wyniki Frapolu w 2017 roku to przede wszystkim efekt poniesionych strat na kontraktach instalacyjnych - w ostatnich latach spółka do oferty produkcji instalacji klimatyzacyjnych/wentylacyjnych dodała usługi ich montażu i wyszła z ofertą zagranicę (w sierpniu informowano, że straty to efekt ujemnych rentowności na kontraktach w Belgii).

Jako cel poprawę rentowności postawiono sobie także w segmencie budowlano-montażowym. Wzrost ilości postępowań przetargowych w 2017 roku pozwolił wypełnić w zadawalającym stopniu portfel zleceń na 2018 rok. Zwracamy uwagę na szereg mniejszych zleceń z obszaru ochrony środowiska (modernizacje oczyszczalni ścieków, w których Instal historycznie się specjalizuje), które spółka pozyskała na południu Polski.

Portfel zleceń obszaru budowlano-montażowego

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto zlecenia [mln PLN]	Termin zakończenia
2018-01-25	KIW-K	Modernizacji stacji odwadniania oraz drogi (Oczyszczalni Ścieków Panewniki w Katowicach)	3	2019-12
2018-01-11	ZIM Mikołów	Modernizacji układu napowietrzania reaktora biologicznego (Oczyszczalni Ścieków Centrum w	4	2018-06
2017-11-22	E003B7 (Rafako)	Instalacja wentylacji, klimatyzacji, oddymiania, ogrzewania i AKPIA w El. Jaworzno III	48	2019-11
2017-11-21	MPWIK Kraków	Rozbudowy i przebudowa oczyszczalni ścieków Kostrze	4	2018-04
2017-10-30	MPWIK Kraków	Wykonanie piaskownika na terenie Zakładu Oczyszczania Ścieków Płaszów w Krakowie	10	2019-12
2017-10-03	KIW-K	Modernizacja osadników wtórnych w Oczyszczalni Ścieków Panewniki w Katowicach.	6	2019-09
2017-09-12	GPW Katowice	Przebudowy pompowni II* w Zakładzie Uzdatniania Wody Goczałkowice	6	2018-07
2017-07-13	MPWIK Kraków	Modernizacja systemu dezynfekcji wody pitnej w Zespole Zbiorników Sierca w Sierczy	4	2018-12
2017-05-15	Tauron	Projekt i budowa instalacji sprężonego powietrza w ramach projektu Jaworzno III	19	2019-11
2017-05-10	Powen-Wafapomp	Wykonanie Stacji Prób Pomp w Centrum B&R w Zabrze	18	2018-08
2017-04-28	Tauron	Projekt i budowa stacji uzdatniania wody oraz oczyszczalni ścieków w ramach projektu Jaworzno III	43	2019-11
2017-03-02	Sko-Eko	Wykonanie rozbudowy i przebudowy oczyszczalni ścieków w Skoczowie	10	2018-11
2016-02-09	E003B7 (Rafako)	Dostawa/montaż kanałów spalin, kanałów powietrza, reaktora SCR oraz zasobników węglowych	62	2018-02
2015-09-10	RZI w Krakowie	Rozbudowa i przebudowa bazy paliw w kompleksie wojskowym w Niedźwiedziu	27	2018-10

Źródło: BDM S.A., spółka, *kontrakt realizowany przez Frapol

Aktualne projekty deweloperskie spółki w Krakowie

projekt	status	aktualna liczba mieszkań w ofercie*	liczba mieszkań w ofercie na koniec 1Q'18	liczba mieszkań w ofercie na koniec 4Q'17
Nowy Przewóz 5.0 (etap I i II)	ukończony I etap, II etap w budowie	18+151**	28	87
Projekt przy ul. Przewóz (etap III)	w budowie do 4Q'18	Projekt jeszcze nie wprowadzony do sprzedaży	-	-
Projekt przy ul. Przewóz (etapy IV i V)	w budowie do 2Q'19	Projekt jeszcze nie wprowadzony do sprzedaży	-	-
Projekt przy ul. Domagały (etap I)	w budowie do 1Q'19	Projekt jeszcze nie wprowadzony do sprzedaży	-	-
Projekt przy ul. Domagały (etap II)	w budowie do 3Q'19	Projekt jeszcze nie wprowadzony do sprzedaży	-	-

Źródło: BDM S.A., <http://www.wiarygodnydeweloper.pl/>,

*na dzień 12/04/2018, ** II etap liczył 161 lokali przy wprowadzeniu oferty do sprzedaży na początku kwietnia'18

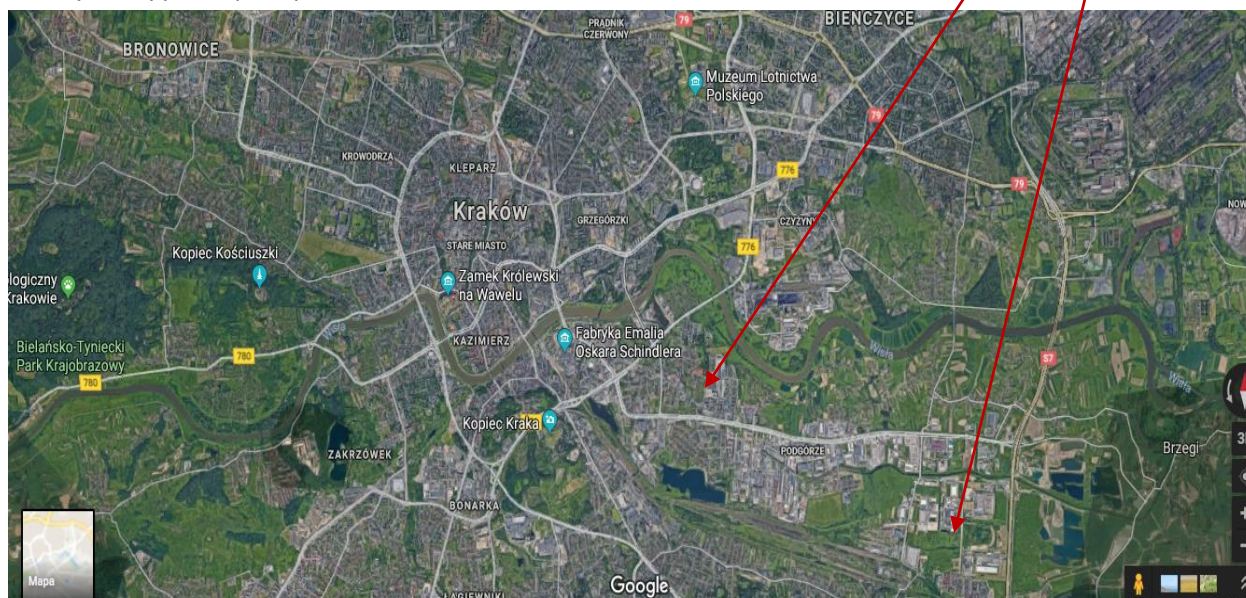
Obecnie w deweloperce w sprzedaży (i w budowie) jest II etap projektu Nowy Przewóz 5.0 oraz cztery projekty, z których mieszkania nie trafiły jeszcze do oferty: i) III etap przy ul. Przewóz (termin realizacji umowy z GW: 4Q'18; wartość umowy: 27,5 mln PLN netto), ii) IV i V etap przy ul. Przewóz (termin realizacji umowy z GW: 2Q'19; wartość umowy: 43,4 mln PLN netto), iii) I etap projektu przy ul. Domagały (termin realizacji umowy z GW: 1Q'19; wartość umowy: 32,5 mln PLN netto), iv) II etap projektu przy ul. Domagały (termin realizacji umowy z GW: 3Q'19; wartość umowy: 32,5 mln PLN netto).

Nowy Przewóz 5.0 – etap I/II/III



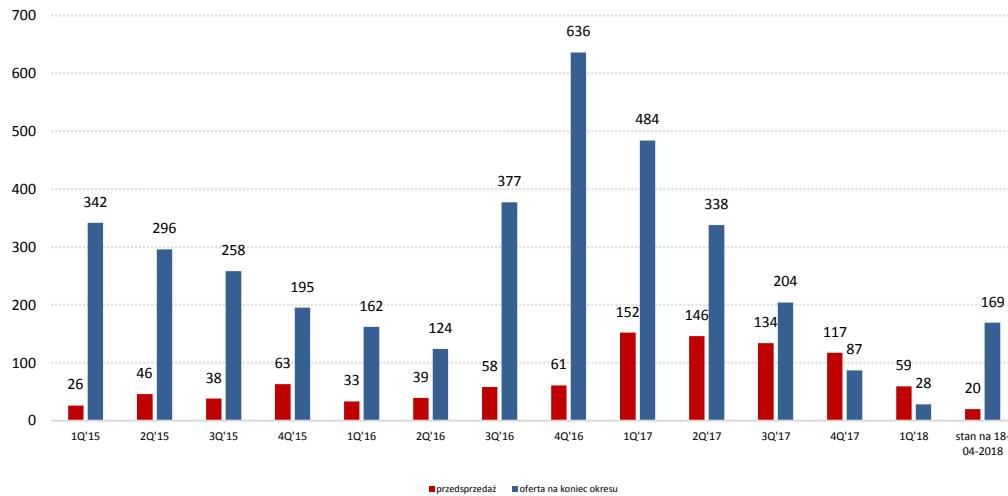
Źródło: BDM S.A., <http://www.wiarygodnydeweloper.pl/>,

Lokalizacja inwestycji deweloperskiej spółki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., www.google.pl/maps

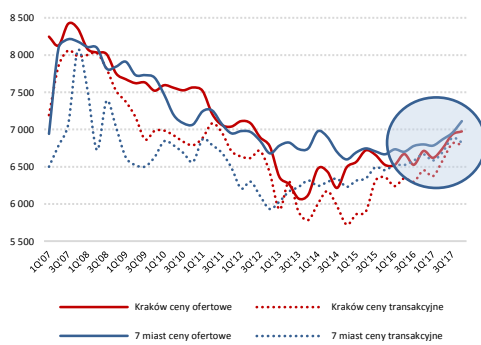
Oferta i przedsprzedaż mieszkań w Instalu Kraków [szt]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki na bazie strony internetowej: <http://wiarygodnydeweloper.pl/pl/katalog-mieszkan/>

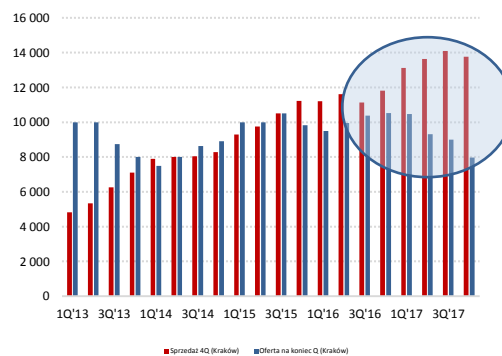
Na krakowskim rynku mieszkań sytuacja nadal jest bardzo sprzyjająca. Ceny rosną systematycznie od dołka z przełomu 2014/15 roku. Sam popyt przyspieszył już kilka kwartałów wcześniej, jednak spora nowa podaż przyczyniała się do presji cenowej (m.in. agresywna oferta Budimexu). Obecnie roczny popyt wyraźnie przewyższa dostępną podaż, a widełki popyt-podaż rozjeżdżają się z kwartału na kwartał. Biorąc pod uwagę rynek pracy, Kraków, poza Warszawą, jest m.in. największym centrum lokalizacji najemców z sektora BPO/SSC w Polsce. Miasto jest także bardzo silnym ośrodkiem akademickim. Pozwala to na utrzymywanie dodatniego saldo migracji wewnętrznej ludności (w podobnej skali jak Wrocław, w przeciwieństwie do np. Poznania czy Katowic, gdzie od wielu lat jest ono ujemne).

Cena transakcyjna vs ofertowa na rynku pierwotnym [PLN/mkw]



Źródło: BDM S.A., NBP, 7miast: Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław

Mieszkania w ofercie oraz sprzedaż (4Q narastająco) na rynku pierwotnym



Źródło: BDM S.A., REAS

Główne założenia dotyczące prognoz**Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**

	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P
Przychody ze sprzedaży	491,1	70,0	80,6	90,6	116,7	357,9	88,8	89,8	100,3	129,4	408,4	100,8	81,9	84,4	91,4	358,6
deweloperka	56,5	15,8	9,8	15,6	15,6	56,8	19,2	24,9	22,1	34,0	100,2	33,6	18,2	11,2	4,5	67,5
pozostałe	434,5	54,2	70,8	74,9	101,1	301,1	69,6	65,0	78,2	95,4	308,2	67,2	63,7	73,2	86,9	291,1
Zysk na sprzedaży	9,9	1,9	3,0	3,3	2,6	10,8	5,3	2,1	6,1	4,7	18,1	6,5	4,9	4,5	3,3	19,2
deweloperka	16,2	2,4	0,7	3,6	5,0	11,7	4,4	4,4	5,3	8,6	22,7	7,4	4,0	2,5	1,0	14,9
pozostałe	-6,3	-0,5	2,3	-0,2	-2,5	-0,9	0,9	-2,3	0,7	-3,9	-4,6	-0,9	0,9	2,0	2,3	4,3
Saldo PPO/PKO	1,2	2,4	0,9	-0,4	0,2	3,1	-0,4	-0,1	0,3	-2,1	-2,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,2
EBIT	11,1	4,3	3,9	3,0	2,8	13,9	4,9	2,0	6,4	2,6	15,9	6,4	4,8	4,4	3,4	19,0
EBITDA	14,1	5,0	4,6	3,7	3,9	17,1	5,5	2,6	7,2	3,3	18,6	7,1	5,5	5,2	4,4	22,1
Zysk (strata) brutto	11,0	4,3	4,2	2,7	2,6	13,8	4,2	1,7	6,6	1,5	14,0	6,1	4,7	4,4	3,5	18,6
Zysk (strata) netto	8,4	2,9	1,1	4,4	1,1	9,5	3,1	1,0	5,6	2,5	12,1	4,7	3,5	3,3	2,6	14,1
Marża EBITDA	2,9%	7,1%	5,7%	4,1%	3,4%	4,8%	6,2%	2,9%	7,1%	2,5%	4,6%	7,1%	6,7%	6,1%	4,8%	6,2%
Marża EBIT	2,3%	6,2%	4,8%	3,3%	2,4%	3,9%	5,5%	2,2%	6,4%	2,0%	3,9%	6,4%	5,9%	5,2%	3,7%	5,3%
Marża zysku netto	1,7%	4,2%	1,3%	4,8%	1,0%	2,6%	3,5%	1,1%	5,6%	1,9%	3,0%	4,6%	4,3%	3,9%	2,9%	3,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment deweloperski:

- W 2018 roku spółka będzie księgować sprzedaż z I etapu projektu Nowy Przewóz. Zakładamy, że większość przekazania przypadnie na 1Q'18. Etap przy wprowadzaniu do sprzedaży liczył ponad 300 mieszkań. Szacujemy, że w 4Q'17 rozpoznana została sprzedaż max. 90-100 mieszkań (natomiast w zaliczkach deweloperskich widniała jeszcze kwota 44 mln PLN). Na koniec 4Q'17 w ofercie na stronie internetowej w sprzedaży pozostawało jeszcze blisko 90 mieszkań, a na koniec 1Q'18 niespełna 30 mieszkań. Większość projektu może więc być rozpoznana głównie w 1Q'18. W modelu przyjmujemy bardziej konserwatywnie wypłaszczenie przekazania pomiędzy 1 i 2Q'18. Cena brutto 1m2 to ok. 6,0 tys PLN.
- W budowie jest obecnie także II etap Nowego Przewozu – budynki 32 F i 32L, które trafiły do sprzedaży w kwietniu 2018. Na bazie obecnego zaawansowania prac (zdjęcia dostępne m.in. na portalu www.investmap.pl) spodziewamy się, że przekazania ich klientom będą następować w 1H'19. Spółka ma już także podpisane umowy na wykonaniu III / IV / V etapu Nowego Przewozu 5.0 (łączna wartość netto umów to 71 mln PLN). Wprowadzenia tych projektów do sprzedaży spodziewamy się w 2H'18-1H'19.
- Na 2019 rok planowane jest także oddanie do użytku pierwszych mieszkań z nowego projektu przy ul. Domagały. Umowy z generalnymi wykonawcami na I i II etap opiewają łącznie na 66 mln PLN.
- Zakładamy, że w kolejnych latach spółka będzie systematycznie rozpoczynać kolejne projektu na posiadanych już banku ziemi.

Pozostałe obszary:

- Frapol - spółka w ostatnich latach rosła głównie dzięki rozwojowi usług montażowych własnych produktów, czyli systemów klimatyzacji i wentylacji (także na rynkach zagranicznych). Kierunek ten nie przyniósł jednak spodziewanych efektów ze względu na specyficzne ryzyka związane m.in. z działalnością podwykonawczą na budowach. Wyniki 2017 roku były bardzo słabe (m.in. aktualizacja rentowności kontraktów długoterminowych zagranicą) - szacujemy, że strata netto mogła sięgnąć 6-7 mln PLN. W okresie 2018-19 spodziewamy się stopniowego ograniczenia działalności montażowej i skupienia się na poprawie generowanych marż i wyników (na bazie rentownej działalności produkcyjnej).
- Usługi budowlane w kraju - w naszych prognozach nie zakładamy, by wynik EBIT segmentu miał wyraźnie odbiegać od break-even na poziomie operacyjnym w kolejnych okresach. Poprawa marż byłaby dla nas pozytywną niespodzianką, która wpłynęłaby na podniesienie naszych prognoz. Nie jest ona wykluczona biorąc pod uwagę, że większość backlogu została zbudowana dopiero w 2H'17, a więc przy już innych „nowych” warunkach kosztowych.
- Rynek niemiecki - W 2017 roku spółka poprawiła swoje wyniki w tym obszarze dzięki nowym, bardziej rentownym zleceniom. Jednakże kolejnych latach zakładamy, że trudno będzie powrócić do poziomu wyników z lat 2013-15. W związku z dużym popytem na pracowników budowlanych w Polsce oraz wzrostem płace, trudniej będzie o zgromadzenie odpowiednich zasobów ludzkich oraz oferowanie konkurencyjnych stawek w ramach świadczenia usług podwykonawczych w Niemczech.

Wyniki skonsolidowane

- W latach 2014-16 roczny wynik netto utrzymywał się w przedziale 8-10 mln PLN (mimo dużych problemów w segmencie budowlanym). W 2017 roku (mimo sporych strat tym razem we Frapolu) udało się wypracować zysk netto w okolicach 12 mln PLN (dla przypomnienia w latach 2007-13 Instal generował średnio 20 mln PLN zysku netto). Pomógł w tym głównie segment deweloperski. W 2018 roku

harmonogram realizacji inwestycji deweloperskich nie wskazuje na potencjał przekazania mieszkań z nowych projektów (jedynie z ukończonego już I etapu Nowego Przewozu 5.0). Zakładamy natomiast, że Frapol osiągnie co najmniej break-even na poziomie EBIT, co już w samo w sobie powinno wyraźnie wspomóc wyniki skonsolidowane. Kolejnego dobrego okresu dla deweloperki oczekujemy w latach 2019-20, aczkolwiek w naszym modelu konserwatywnie podchodzimy do marż (w sprzedaży będzie projekt przy ul. Domagały, gdzie ceny jednostkowe za m² będą niższe niż w przypadku Nowego Przewozu).

- W długim terminie (po 2020 roku) konserwatywnie nadal przyjmujemy lekką tendencję zniżkową rezultatów, m.in. spadek rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów średnich w branży. Przy czym zwracamy uwagę, że spółka posiada szeroki zasób gruntów skupowanych systematycznie na przestrzeni wielu lat. Obecny bank ziemi spółki został zbudowany głównie w latach 2010-2014 (a więc już po załamaniu się rynku po hossie 2004-07).

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

	2017 poprzednio	2017 wykonanie	zmiana	2018 poprzednio	2018 aktualnie	zmiana	2019 poprzednio	2019 aktualnie	zmiana	2020 poprzednio	2020 aktualnie	zmiana
Przychody	385,1	408,4	6,0%	363,6	358,6	-1,4%	341,8	373,6	9,3%	336,9	373,6	10,9%
EBITDA	16,6	18,6	12,0%	22,3	22,1	-0,7%	22,5	23,7	5,5%	22,6	23,7	5,0%
EBIT	13,7	15,9	15,8%	19,1	19,0	-0,7%	19,2	20,3	5,9%	19,1	20,2	5,5%
Zysk (strata) netto	10,4	12,1	16,7%	14,6	14,1	-3,2%	14,5	15,1	3,9%	14,6	15,1	3,2%
Gotówka netto	8,4	47,9	470,1%	7,8	5,8	-26,2%	23,0	7,5	-67,3%	36,3	41,5	14,2%
Marża EBITDA	4,3%	4,6%		6,1%	6,2%		6,6%	6,4%		6,7%	6,4%	
Marża EBIT	3,6%	3,9%		5,3%	5,3%		5,6%	5,4%		5,7%	5,4%	
Marża zysku netto	2,7%	3,0%		4,0%	3,9%		4,2%	4,0%		4,3%	4,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 29/11/2017

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

Wyniki spółki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	430,7	415,5	566,0	491,1	357,9	408,4	358,6	373,6	373,6	341,6	341,9	342,1	342,4	342,6	342,9
zmiana r/r	7,0%	-3,5%	36,2%	-13,2%	-27,1%	14,1%	-12,2%	4,2%	0,0%	-8,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	48,6	48,8	50,3	34,8	37,6	45,4	44,7	46,0	46,1	41,0	40,8	40,6	40,4	40,3	40,1
rentowność	11,3%	11,7%	8,9%	7,1%	10,5%	11,1%	12,5%	12,3%	12,3%	12,0%	11,9%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%
Zysk na sprzedaży	25,9	23,7	23,3	9,9	10,8	18,1	19,2	20,5	20,3	15,4	15,0	14,6	14,2	13,8	13,4
rentowność	6,0%	5,7%	4,1%	2,0%	3,0%	4,4%	5,3%	5,5%	5,4%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%
EBIT	23,3	19,3	15,0	11,1	13,9	15,9	19,0	20,3	20,2	15,3	14,9	14,4	14,0	13,6	13,2
rentowność	5,4%	4,6%	2,6%	2,3%	3,9%	3,9%	5,3%	5,4%	5,4%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%
EBITDA	25,7	21,9	17,9	14,1	17,1	18,6	22,1	23,7	23,7	19,0	18,7	18,4	18,1	17,7	17,4
rentowność	6,0%	5,3%	3,2%	2,9%	4,8%	4,6%	6,2%	6,4%	6,4%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%
Deweloperka	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	56,2	47,3	35,9	56,5	56,8	100,2	67,5	105,0	110,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
zmiana r/r	-29,4%	-15,9%	-24,1%	57,6%	0,5%	76,4%	-32,6%	55,6%	4,8%	-27,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk na sprzedaży	13,9	12,1	8,0	16,2	11,7	22,7	14,9	16,8	16,5	11,6	11,2	10,8	10,4	9,9	9,5
rentowność	24,7%	25,5%	22,2%	28,6%	20,6%	22,6%	22,0%	16,0%	15,0%	14,5%	14,0%	13,5%	12,9%	12,4%	11,9%
Pozostałe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	374,4	368,2	530,1	434,5	301,1	308,2	291,1	268,6	263,6	261,6	261,9	262,1	262,4	262,6	262,9
zmiana r/r	15,9%	-1,7%	44,0%	-18,0%	-30,7%	2,4%	-5,5%	-7,7%	-1,8%	-0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zysk na sprzedaży	12,0	11,7	15,3	-6,3	-0,9	-4,6	4,3	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9
rentowność	3,2%	3,2%	2,9%	-1,5%	-0,3%	-1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, zysk na sprzedaży = oczyszczony EBIT (bez salda pozostałej działalności operacyjnej)

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	117,5	118,1	119,9	121,0	122,0	122,8	123,5	124,1	124,6	125,0	125,4	125,8
Wartości niematerialne i prawne	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2	6,3
Rzeczowe aktywa trwałe	40,6	38,0	39,8	40,9	41,9	42,7	43,3	43,9	44,4	44,8	45,2	45,5
Nieruchomości inwestycyjne	62,6	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9
Pozostałe aktywa trwałe	8,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Aktywa obrotowe	242,0	281,0	263,7	257,0	264,4	261,8	269,9	277,2	284,3	291,2	297,8	304,3
Zapasy	114,0	102,6	137,9	142,0	122,1	123,8	123,8	123,9	123,9	123,9	123,9	123,9
Należności krótkoterminowe	123,1	111,8	106,1	98,6	96,6	95,8	95,9	96,0	96,1	96,1	96,2	96,3
Inwestycje krótkoterminowe	4,2	65,9	18,9	15,7	44,9	41,4	49,4	56,6	63,6	70,4	77,0	83,3
- środki pieniężne*	4,2	65,9	18,9	15,7	44,9	41,4	49,4	56,6	63,6	70,4	77,0	83,3
- pozostałe aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Aktywa razem	359,4	399,1	383,6	378,0	386,4	384,6	393,4	401,3	408,9	416,2	423,3	430,1
Kapitał (fundusz) własny	211,7	221,3	233,3	246,2	258,7	267,3	275,6	283,0	290,1	296,9	303,5	309,8
Kapitał mniejszości	7,4	5,9	6,2	6,6	7,0	7,5	7,9	8,3	8,8	9,2	9,7	10,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	140,4	171,9	144,1	125,3	120,7	109,8	109,9	110,0	110,0	110,1	110,1	110,2
Rezerwy na zobowiązania	11,6	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Zobowiązania długoterminowe	9,1	8,8	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	9,1	8,8	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	115,1	102,9	91,0	93,8	89,2	78,4	78,4	78,5	78,6	78,6	78,7	78,7
- w tym zobowiązania oprocentowane	18,6	9,2	8,7	8,1	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	359,4	399,1	383,6	378,0	386,4	384,6	393,4	401,3	408,9	416,2	423,3	430,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	357,9	408,4	358,6	373,6	373,6	341,6	341,9	342,1	342,4	342,6	342,9	343,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	320,2	363,0	313,9	327,5	327,5	300,6	301,1	301,5	301,9	302,3	302,7	330,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	37,6	45,4	44,7	46,0	46,1	41,0	40,8	40,6	40,4	40,3	40,1	13,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	26,8	27,3	25,6	25,5	25,7	25,5	25,8	26,0	26,2	26,5	26,7	0,0
Zysk (strata) na sprzedaży	10,8	18,1	19,2	20,5	20,3	15,4	15,0	14,6	14,2	13,8	13,4	13,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,1	-2,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	17,1	18,6	22,1	23,7	23,7	19,0	18,7	18,4	18,1	17,7	17,4	17,1
EBIT	13,9	15,9	19,0	20,3	20,2	15,3	14,9	14,4	14,0	13,6	13,2	12,8
Saldo działalności finansowej	-0,1	-1,9	-0,3	-0,4	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Zysk (strata) brutto	13,8	14,0	18,6	19,9	20,0	15,4	15,1	14,8	14,4	14,1	13,8	13,4
Zysk (strata) netto mniejszości	0,7	-1,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zysk (strata) netto**	9,5	12,1	14,1	15,1	15,1	11,5	11,3	11,0	10,7	10,5	10,2	10,0

**przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-37,4	90,8	-34,8	8,7	40,9	7,0	15,1	14,9	14,6	14,4	14,1	13,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,4	-12,4	-4,6	-4,4	-4,3	-4,1	-4,1	-4,0	-4,0	-3,9	-3,9	-3,8
Przepływy z działalności finansowej	7,1	-16,7	-7,6	-7,6	-7,4	-6,5	-2,9	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
Przepływy pieniężne netto	-39,7	61,7	-47,0	-3,3	29,3	-3,5	8,1	7,2	7,0	6,8	6,6	6,4
Środki pieniężne na początek okresu*	43,9	4,2	65,9	18,9	15,7	44,9	41,4	49,4	56,6	63,6	70,4	77,0
Środki pieniężne na koniec okresu*	4,2	65,9	18,9	15,7	44,9	41,4	49,4	56,6	63,6	70,4	77,0	83,3

*łącznie z lokatami

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	14,1%	-12,2%	4,2%	0,0%	-8,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITDA zmiana r/r	8,6%	19,1%	7,2%	0,0%	-20,0%	-1,5%	-1,6%	-1,7%	-1,8%	-1,9%	-2,0%
EBIT zmiana r/r	13,9%	19,6%	7,1%	-0,9%	-24,3%	-2,6%	-2,7%	-2,8%	-2,9%	-3,0%	-3,1%
Zysk netto zmiana r/r	28,2%	16,5%	6,5%	0,1%	-23,7%	-2,2%	-2,3%	-2,4%	-2,4%	-2,5%	-2,6%
Marża brutto na sprzedaży	11,1%	12,5%	12,3%	12,3%	12,0%	11,9%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%	3,8%
Marża EBITDA	4,6%	6,2%	6,4%	6,4%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%
Marża EBIT	3,9%	5,3%	5,4%	5,4%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,7%
Marża brutto	3,4%	5,2%	5,3%	5,4%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%
Marża netto	3,0%	3,9%	4,0%	4,0%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%
COGS / przychody	88,9%	87,5%	87,7%	87,7%	88,0%	88,1%	88,1%	88,2%	88,2%	88,3%	96,2%
SG&A / przychody	6,7%	7,1%	6,8%	6,9%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	0,0%
SG&A / COGS	7,5%	8,2%	7,8%	7,9%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	0,0%
ROE	5,5%	6,1%	6,1%	5,8%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,4%	0,0%
ROA	3,0%	3,7%	4,0%	3,9%	3,0%	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	0,0%
Dług	18,1	13,2	8,1	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	4,5%	2,1%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%
D / E	4,7%	2,2%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	#ARG!
Odsetki / EBIT	-11,8%	-1,8%	-2,1%	-0,6%	1,1%	1,7%	2,2%	2,8%	3,4%	4,0%	4,6%
Dług / kapitał własny	8,2%	5,6%	3,3%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-47,9	-5,8	-7,5	-41,5	-41,4	-49,4	-56,6	-63,6	-70,4	-77,0	-83,3
Dług netto / kapitał własny	-21,6%	-2,5%	-3,1%	-16,0%	-15,5%	-17,9%	-20,0%	-21,9%	-23,7%	-25,4%	-26,9%
Dług netto / EBITDA	-2,6	-0,3	-0,3	-1,7	-2,2	-2,6	-3,1	-3,5	-4,0	-4,4	-4,9
Dług netto / EBIT	-3,0	-0,3	-0,4	-2,1	-2,7	-3,3	-3,9	-4,5	-5,2	-5,8	-6,5
EV	50,5	92,6	90,8	56,9	57,0	48,9	41,7	34,8	28,0	21,4	15,0
Dług / EV	35,8%	14,2%	8,9%	6,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	479,5%	132,2%	126,2%	121,6%	118,0%	115,2%	113,0%	111,1%	109,7%	108,5%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	-5,6%	11,3%	-1,8%	-5,9%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-45,5%	-81,6%	-44,8%	-	-24,9%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	8,1	7,0	6,5	6,5	8,6	8,7	8,9	9,2	9,4	9,6	9,9
P/BV*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	6,6	5,7	5,3	5,3	6,5	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9
EV/EBITDA*	2,7	4,2	3,8	2,4	3,0	2,6	2,3	1,9	1,6	1,2	0,9
EV/EBIT*	3,2	4,9	4,5	2,8	3,7	3,3	2,9	2,5	2,1	1,6	1,2
EV/S*	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
BVPS	30,4	32,0	33,8	35,5	36,7	37,8	38,8	39,8	40,8	41,7	42,5
EPS	1,7	1,9	2,1	2,1	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4
CEPS	2,0	2,4	2,5	2,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9
DPS	0,25	0,30	0,30	0,35	0,40	0,40	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Payout ratio	19,2%	18,0%	15,5%	16,9%	19,3%	25,3%	32,4%	33,1%	33,9%	34,8%	35,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 13,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-412

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 20-81-432

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

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

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

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl[deweloperzy, handel](#)**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-100

e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl**Leszek Mackiewicz**

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl**Bartosz Zieliński**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl**Maciej Bąk**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.bak@bdm.pl**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	20,9	Kupuj	20,1	18.04.2018	13:45 CEST	13,5	60 351
Kupuj	20,1	Kupuj	20,0	29.11.2017	12:32 CEST	12,2	63 767
Kupuj	20,0	Kupuj	19,9	16.05.2017	09:12 CEST	14,6	61 795
Kupuj	19,9	Kupuj	19,1	29.09.2016	09:39 CEST	12,6	47 644
Kupuj	19,1	Kupuj	18,6	16.05.2016		11,9	46 064
Kupuj	18,6	Kupuj	22,9	19.10.2015		11,3	51 475
Kupuj	22,9	-	-	5.08.2014		16,0	50 807

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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'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	2	50%	1	100%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	25%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek 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 18.04.2018 roku (13:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 20.04.2018 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 wyczytane 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 18.04.2018 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 BDM i podmiotów z nim powiązanych do emitenta instrumentów finansowych 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.