



Dom Maklerski BDM S.A.

# TRAKCJA

## RAPORT ANALITYCZNY

Nasze wcześniejsze pozytywne nastawienie do walorów Trakcji okazało się przedwczesne i błędne. Spółka, mimo znaczącej wartości posiadanego majątku na tle konkurencji (Torpol, ZUE) kontynuuje pasmo rozczarowań, których dostarcza inwestorom na przestrzeni ostatnich miesięcy. Po dodatnich, ale wspartych głównie przez rozwiązanie rezerw, wynikach 4Q'17, spółka pokazała bardzo słabe (wstępne) rezultaty za 1Q'18. Okres niskich marż może potrwać dłużej niż pierwotnie zakładaliśmy, a dodatkowo w 2018 w naszej ocenie znacząco może wzrosnąć zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (z jednej strony wzrost przychodów i wykorzystanie otrzymanych w 2017 roku zaliczek, z drugiej dalsza presja ze strony podwykonawców). Obawiamy się, że spółka nie odzyska zbyt szybko zaufania inwestorów, tym bardziej, że tuż przed wynikami rozstanie ze spółką przyspieszył prezes zarządu (pierwotnie odejście planowano dopiero z końcem czerwca). Dodatkowo słabe wyniki jednostek zależnych stawiają naszym zdaniem pod znakiem zapytania zasadność w dłuższym terminie obecnej wyceny bilansowej wartości firmy (377 mln PLN; z czego większość stanowi wartość z wyceny aktywów litewskich). Weryfikujemy nasze założenia finansowe, co skutkuje obniżeniem ceny docelowej do 3,50 PLN. Zmieniamy zalecenie z Kupuj na Redukuj.

Według wstępnych danych za 1Q'18 spółka wypracowała na poziomie skonsolidowanym 205 mln PLN przychodów oraz -22,5 mln PLN straty netto. Na poziomie jednostkowym było to odpowiednio 170 / -9,6 mln PLN. Pełny raport zostanie opublikowany 17 maja. Mimo, że na bazie sezonowości oraz trudnych warunków na rynku budowlanym oczekiwaliśmy, że spółka będzie mieć kilka mln PLN straty netto w 1Q'18, to zaprezentowane wyniki są zdecydowanie poniżej naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego. Bieżący backlog spółki charakteryzuje się słabą rentownością, dodatkowo nadal nie poprawia się sytuacja na Litwie (83% przychodów skonsolidowanych wypracowano na poziomie jednostkowym, czyli w Polsce). Spółka podała, że na stratę w 1Q'18 wpływ miały także koszty wejścia na rynek energetyki, powrót na rynek tramwajowy oraz przygotowanie do działalności na nowych rynkach zagranicznych (Trakcja od lat próbuje zaistnieć na Bałkanach, od podstaw rozwijana jest także spółka na Ukrainie).

Zakładamy, że 1Q'18 był najsłabszym okresem w roku. Przy wypracowaniu w kolejnych kwartałach po średnio 400-450 mln PLN sprzedaży kwartalnej i 5,5-6,0% marży brutto ze sprzedaży, spółka ma szansę osiągnąć break-even na poziomie netto, bez wspierania się one-offami (na ostatniej konferencji wynikowej zarząd sygnalizował zwiększenie nacisku na aspekty prawne). Zwracamy jednocześnie uwagę, że poziom rentowności brutto na poziomie 5-6% daje małe pole do budowy wartości dla akcjonariuszy, tym bardziej, że w najbliższych kwartałach prawdopodobnie będzie rosnąć zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Potencjalna kontynuacja słabych wyników zarówno na Litwie jak i w kraju, może rodzić natomiast pytania o zasadność wyceny wartości firmy, tym bardziej, że spółka częściowo spisywała aktywa w „lepszych” niż obecnie czasach dla rynku budowlanego. Na koniec 2017 było to 377 mln PLN (wraz z kwotą alokowaną do wartości niematerialnych), z czego aż 276 mln PLN przypadało na aktywa litewskie, dla których spółka w teście na utratę wartości przyjmuje 6-8% marży EBITDA i WACC na poziomie niespełna 8% (dla głównych aktywów polskich jest to odpowiednio 4-10% / 10%).

Jako szansę postrzegamy nadal zwiększenie kontrakcji ze strony PKP PLK (tegoroczny plan opiewa na 14 mld PLN), zakładając, że na nowych przetargach podejście generalnych wykonawców byłoby rozsądniejsze niż w 2H'16-1H'17, a konkurencja niższa (ZUE czy Torpol budowały większe portfele niż Trakcja). W branży budowlanej pojawiają się także głosy, by publiczni zamawiający wprowadzili do nawet obowiązujących już umów wskaźniki, które przynajmniej częściowo pozwolą wykonawcom zrekomensować ostatnie wzrosty kosztów, co także mogłoby zmienić sentyment do postrzegania sektora budowlanego na GPW. Zwracamy także uwagę na znaczący majątek spółki w postaci własnego sprzętu - środki trwale na koniec 2017 roku wyceniono w bilansie na 267 mln PLN, a więc znacząco wyżej niż bieżące EV. Z drugiej strony oferta nabycia przez PKP PLK upadłego PNI może znacząco zwiększając potencjał wykonawczy zarządcy infrastruktury i ograniczyć zakres zleceń „z drugiej ręki” i utrzymaniowych.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1 329,2	1 381,2	1 374,3	1 527,2	1 770,7	1 919,3
EBITDA [mln PLN]	99,0	97,2	67,1	38,6	58,0	64,8
EBIT [mln PLN]	76,7	73,8	38,1	7,8	26,9	34,1
Zysk netto [mln PLN]	50,2	54,7	31,4	1,9	17,4	23,3
Dług netto [mln PLN]	-140,2	-26,1	4,0	40,7	41,2	50,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	4,1	3,7	6,5	105,3	11,7	8,8
EV/EBITDA	0,7	1,8	3,1	6,4	4,2	3,9
EV/EBIT	0,8	2,4	5,5	31,3	9,1	7,5

## REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

**WYCENA 3,50 PLN**

11 MAJ 2018, 12:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	3,49
Wycena porównawcza [PLN]	3,53
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>3,50</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>-12%</b>
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	3,98
Kapitalizacja [mln PLN]	204,6
Ilość akcji [mln. szt.]	51,4

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,12
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,76

Stopa zwrotu za 3 mc	-42,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-47,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-68,8%

Struktura akcjonariatu:	
Comsa	31,4%
OFE PZU	9,8%
N-N OFE	9,4%
Pozostali	49,4%

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



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

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

**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF .....	3
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	7
WYNIKI ZA 1Q'18 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	8
DANE FINANSOWE .....	11

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Trakcja opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 3,49 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020, dała wartość 1 akcji na poziomie 3,53 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 3,50 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	3,49
Wycena metodą porównawczą	30%	3,53
<b>Wycena 1 akcji Trakcji [PLN]</b>		<b>3,50</b>

Źródło: DM BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika  $\beta = 1,0$ .

### Główne założenia w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2018 roku spółka wypracuje poziomie skonsolidowanych przychodów o 10% wyższy r/r (ok. 1,52-1,53 mld PLN), na poziomie EBITDA spodziewamy się 38-39 mln PLN EBITDA (vs 67 mln PLN rok temu, przy czym zwracamy uwagę, że w 4Q'17 ponad 49 mln PLN wypracowane było z tytułu ugody oraz rozwiązania rezerwy). Zakładamy, że w okresie 2019-20 roku przychody będą nadal rosły na bazie budowanego w 2018 roku portfela zleceń (oczekujemy ożywienia po stronie przetargów kolejowych, ożywienie stopniowo powinno się także pojawiać na Litwie). Docelowo zakładamy wyraźną ścieżkę poprawy wyników aż do osiągnięcia średnio 1,9 mld PLN przychodów w latach 2020-21. W długim terminie przyjmujemy ok. 1,6 mld PLN sprzedaży i 55-60 mln PLN EBITDA. Zwracamy uwagę, że spółka jest nieco lepiej zdywersyfikowana geograficznie niż przeciętne krajowe podmiotów, ze względu na ekspozycję na kraje bałtyckie.
- Na koniec 2017 roku spółka miała 4 mln PLN długu netto. Na koniec 2018 roku zakładamy wyraźnie wyższy poziom – spodziewamy się wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy wraz ze wzrostem przychodów i stopniowego wykorzystania otrzymanych w 2017 roku zaliczek. Cykle konwersji gotówki w długim terminie przyjęto na poziomie 27 dni, przy średniej za ostatnie 10 lat na poziomie 24 dni.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027. W roku 2018 założyliśmy zwiększone nakłady inwestycyjne w związku z kontynuacją inwestycji w rozbudowę parku maszynowego. W kolejnych latach zakładamy inwestycje na poziomie odtworzeniowym. Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów. Stopę podatku przyjęto na poziomie 19%. Na Litwie CIT wynosi 15%, jednak na poziomie skonsolidowanym w ostatnich latach grupa wykazywała wyższą efektywną stopę księgowego podatku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Wycena została sporządzona na dzień 11.05.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 179 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 3,49 PLN.

#### Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 527,2	1 770,7	1 919,3	1 903,9	1 694,5	1 506,8	1 529,2	1 552,2	1 575,8	1 599,8
EBIT [mln PLN]	7,8	26,9	34,1	35,8	29,5	23,6	25,1	26,6	28,0	29,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,5	5,1	6,5	6,8	5,6	4,5	4,8	5,1	5,3	5,6
NOPLAT [mln PLN]	6,3	21,8	27,6	29,0	23,9	19,1	20,3	21,6	22,7	23,8
Amortyzacja [mln PLN]	30,7	31,1	30,7	30,3	30,1	30,0	29,9	29,8	29,8	29,8
CAPEX [mln PLN]	-44,5	-28,5	-28,7	-28,9	-29,1	-29,3	-29,5	-29,7	-29,9	-29,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-26,4	-23,0	-31,9	3,5	43,5	-12,1	-4,4	-4,6	-4,8	-5,0
FCF [mln PLN]	-33,8	1,4	-2,3	33,9	68,4	7,7	16,3	17,1	17,8	18,7
DFCF [mln PLN]	-32,0	1,2	-1,9	25,0	46,3	4,8	9,3	8,9	8,6	8,3
Suma DFCF [mln PLN]	78,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	237,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	104,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	183,3									
Dług netto 2017 [mln PLN]	4,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>179,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	51,4									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>3,49</b>									

Przychody zmiana r/r	11,1%	15,9%	8,4%	-0,8%	-11,0%	-11,1%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-79,5%	243,3%	26,9%	5,0%	-17,8%	-19,8%	6,4%	6,0%	5,3%	4,8%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	101,5%	-88,7%	111,1%	4,8%	4,4%	5,1%
Marża EBITDA	2,5%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%
Marża EBIT	0,5%	1,5%	1,8%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%
Marża NOPLAT	0,4%	1,2%	1,4%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%
CAPEX / Przychody	2,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	144,8%	91,6%	93,6%	95,2%	96,6%	97,8%	98,8%	99,6%	100,4%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	1,7%	1,3%	1,7%	-0,2%	-2,6%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,3%	9,4%	21,5%	22,5%	20,8%	-6,4%	19,6%	19,9%	20,3%	20,6%

Źródło: 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 lewarowana	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	93,1%	93,8%	94,3%	95,6%	96,6%	98,0%	98,7%	99,4%	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	6,9%	6,2%	5,7%	4,4%	3,4%	2,0%	1,3%	0,6%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>

Źródło: 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	3,31	3,51	3,75	4,06	4,47	5,02	5,82	7,08	9,34
	0,8	3,11	3,28	3,49	3,76	4,09	4,55	5,18	6,13	7,72
	0,9	2,92	3,07	3,26	3,48	3,77	4,15	4,66	5,40	6,56
	1,0	2,75	2,89	3,05	3,24	3,49	3,80	4,22	4,81	5,69
	1,1	2,60	2,72	2,86	3,03	3,24	3,50	3,85	4,33	5,01
	1,2	2,46	2,56	2,69	2,83	3,01	3,24	3,53	3,92	4,46
	1,3	2,32	2,42	2,53	2,66	2,81	3,01	3,26	3,58	4,02

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%	3,53	3,76	4,04	4,41	4,90	5,59	6,61	8,33	11,76
	4%	3,11	3,28	3,49	3,76	4,09	4,55	5,18	6,13	7,72
	5%	2,75	2,89	3,05	3,24	3,49	3,80	4,22	4,81	5,69
	6%	2,46	2,56	2,69	2,83	3,01	3,24	3,53	3,92	4,46
	7%	2,20	2,29	2,38	2,50	2,63	2,80	3,01	3,28	3,64
	8%	1,98	2,05	2,13	2,22	2,32	2,45	2,61	2,80	3,05
	9%	1,79	1,84	1,91	1,98	2,06	2,16	2,28	2,42	2,60

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%	5,89	5,53	5,20	4,90	4,63	4,39	4,17	3,96	3,77
	4%	5,09	4,72	4,39	4,09	3,83	3,60	3,38	3,19	3,01
	5%	4,47	4,09	3,77	3,49	3,24	3,01	2,81	2,63	2,47
	6%	3,96	3,60	3,29	3,01	2,78	2,57	2,38	2,21	2,06
	7%	3,54	3,19	2,89	2,63	2,41	2,21	2,04	1,88	1,74
	8%	3,19	2,85	2,57	2,32	2,11	1,92	1,76	1,61	1,48
	9%	2,89	2,57	2,29	2,06	1,86	1,68	1,53	1,39	1,27

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2018-20). Dla każdego roku przyjęto równą wagę na poziomie 33%.

Porównując wyniki Trakcji ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 182 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 3,53 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Budimex	13,4	15,5	15,8	5,9	7,0	7,4
Elektrobudowa	10,4	10,3	10,4	5,7	5,7	5,8
Unibep	7,7	6,6	7,3	4,1	3,4	3,6
Torpol	8,1	5,9	6,2	2,7	3,6	3,1
ZUE	31,0	11,0	8,0	8,5	5,4	4,7
Mediana	10,4	10,3	8,0	5,7	5,4	4,7
Trakcja	105,3	11,7	8,8	6,4	4,2	3,9
Premia / dyskonto	913,3%	13,4%	9,6%	11,9%	-21,5%	-15,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	0,4	3,5	3,6	3,5	5,3	4,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>2,5</b>			<b>4,6</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>3,53</b>					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, Bloomberg

## PORTFEL ZAMÓWIEŃ

PKP PLK jest historycznie największym zleceniodawcą kontraktów dla spółki. Pomimo dywersyfikacji o inne obszary działalności (ekspozycja na rynek litewski, powrót do kontraktów dla GDDKiA po nieudanej historii przejścia Poldimu, małe kontrakty na rynku tramwajowym czy energetycznym, próby zaistnienia na rynkach kolejowych Bułgarii czy Skandynawii) to poziom wydatków na infrastrukturę kolejową w Polsce będzie także w kolejnych latach w największym stopniu determinował wyniki Trakcji.

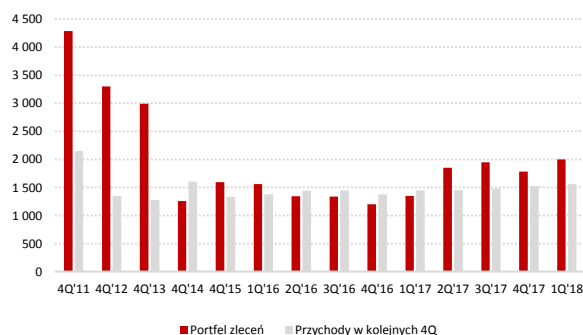
Na koniec 1Q'18 portfel zamówień Trakcji wynosił ok. 2,0 mld PLN (+48% r/r). Dodatkowo oferty spółki łączna wartość ofert jednostki dominującej będących na pierwszych miejscach w otwartych przetargach wynosi obecnie przynajmniej 0,6 mld PLN.

### Kontrakty o wartości >30 mln PLN podpisane przez Trakcję od 2013 roku + niezakończone kontrakty z lat wcześniejszych

Kontrakt	Kontrahent	Spółka z grupy	konsorcjanci	Wartość netto [mln PLN]	Udział netto [mln PLN]	Termin
Elektryfikacja trasy kolejowej nr 71 Ociec-Rzeszów	PKP PLK	Trakcja PRKiI		62,2	62,2	nc
Rozbudowa drogi nr 211 na odcinku Mojuż - Kartuszy	ZDW w Gdańsku	Trakcja PRKiI	AB Kauno tiltai	67,9	67,9	nko 16 m-cy
Modernizacja na liniach kolejowych nr 273, 351 oraz 401 (SzKM)	PKP PLK	Trakcja PRKiI		112,8	112,8	nko 22 m-ce
Modernizacja linii kolejowej Szczecin Główny - Police (SzKM)	PKP PLK	Trakcja PRKiI		390,1	390,1	nko 25 m-cy
Optymalizacja energetycznej sieci przesyłowej w pñ.-wsch. Litwie	AB Litgrid	AB Kauno tiltai		100,4	71,4	kwi 18
Przebudowa stacji Warszawa Główna	PKP PLK	Trakcja PRKiI		80,9	80,9	mar 18
Przebudowa torowisk tramw., budowa peronów tramw. i dróg	Gorzów Wlkp.	Trakcja PRKiI	AB Kauno tiltai	43,2	43,2	sty 18
Rekonstrukcja odcinka drogi A5 Kowno-Marijampole-Suwałki	Litewski ZD	AB Kauno tiltai		128,1	128,1	lis 17
Rozbudowa drogi krajowej nr 22 Czarlin - Knybawa	GDDKiA	Trakcja PRKiI	Masfalt, Kauno til.	35,0	35,0	paź 17
Budowy i rozbudowy DW 682 na odcinku Łapy - Markowszczyzna.	ZDW Bydgoszcz	Trakcja PRKiI	Unibep, Budrex, Kauno tiltai	141,6	70,9	paź 17
Projekt i roboty budowlane na linii E20 Siedlce - Terespol	PKP PLK	Trakcja PRKiI		417,6	417,6	sie 17
Rewitalizacja linii Szczecinek - Ustka	PKP PLK	Trakcja PRKiI		165,0	165,0	maj 17
Rozbudowa DW 548 Stolno - Wąbrzeźno	ZDW Bydgoszcz	PEUIM, Kauno Tiltai		68,1	68,1	kwi 17
Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Łowicz	PKP PLK	Trakcja PRKiI		428,5	428,5	kwi 17
Prace na liniach kolejowych Chybie - Nędza/Turze	PKP PLK	Trakcja PRKiI	ZUE, Strabag	373,7	124,5	sty 17
Modernizacja odcinka Jaworzno Szczakowa - Trzebinia	PKP PLK	Trakcja PRKiI	PKP Energet., Porr	296,5	146,3	gru 16
Rekonstrukcja odcinka drogi A5 Kowno - Marijampole - Suwałki	Litewski ZD	AB Kauno tiltai	UAB Alkesta, Lemminkainen	105,6	b.d.	kwi 16
P&B teletechniki i systemów IT na dworcu Łódź Fabryczna	PKP PLK	Trakcja PRKiI		34,9	34,9	lis 15
P&B drogi ekspresowej S-5 Aleksandrowo - Tryszczyn 14,7 km	GDDKiA	Trakcja PRKiI	Intercor	300,0	0,0	paź 15
P&B drogi ekspresowej S-5 Szubin - Jaroszewo 19,3 km	GDDKiA	Trakcja PRKiI	Intercor	286,2	286,2	paź 15
Kontynuacja robót na linii E59 odcinek Czempir - Poznań	PKP PLK	Trakcja PRKiI		173,4	173,4	paź 15
Rozbudowa drogi E67 (Via Baltica) na odcinku Kowno - Marijampole	Litewski ZD	AB Kauno tiltai		134,7	134,7	sie 15
Projekt i realizację robót dla LCS Warszawa Okęcie	PKP PLK	Trakcja PRKiI		376,2	376,2	lip 15
III etap zachodniej obwodnicy miasta Wilno - od ul. Ozo do ul. Ukmergės	UM Wilno	AB Kauno tiltai	Eurovia	271,6	184,7	lip 15
Projekt i budowa skrzyżowania bezkolizyjnego linii kolejowej w Łodzi	PKP PLK	Trakcja PRKiI		56,0	56,0	sty 15
Umowy podwykonawcze	PPM-T	Trakcja PRKiI		77,7	77,7	mar 14
Prace podwykonawcze na linii Poznań-Czempir	FCC	Trakcja PRKiI		53,2	53,2	kwi 13
Przebudowę stacji Strzałki	PKP PLK	PRKiI		59,8	59,8	lip 13
Rekonstrukcji odcinka kolejowego Marijampole-Šeštokai	Lietuvos geležinkiai	AB Kauno tiltai	Mitnija	268,5	161,1	cze 13
Obwodnica miasta Palanga (PPP)	Litewski ZD	Palangos aplinkkelis		121,5	121,5	kwi 13
Rewitalizacja linii kolejowej nr 144 na odcinku Fosowskie - Opole	PKP PLK	PRKiI	Infrakol	88,9	55,3	kwi 13
Budowa łączna Międzynarodowego portu lotniczego Wilna	UM Wilno	AB Kauno tiltai		52,8	52,8	mar 13
P&B zaplecza technicznego Łódź Widzew	ŁKA	Trakcja Polska		55,2	55,2	lut 13
Rekonstrukcja drogi E85 (Wilno-Kowno-Kłajpeda)	Litewski ZD	AB Kauno tiltai		112,5	112,5	sty 13

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – wybrana najkorzystniejsza oferta, nc- najniższa cena

### Backlog skonsolidowany Trakcji [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*przychody po 1Q'18 = prognoza DM BDM

## WYNIKI ZA 1Q'18 i PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]

	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	1Q'18E*	2015	2016	2017
<b>Przychody</b>	<b>562,7</b>	<b>230,5</b>	<b>334,3</b>	<b>331,9</b>	<b>432,6</b>	<b>140,2</b>	<b>338,6</b>	<b>408,7</b>	<b>493,6</b>	<b>136,7</b>	<b>401,0</b>	<b>412,1</b>	<b>424,5</b>	<b>205,1</b>	<b>1 329,2</b>	<b>1 381,2</b>	<b>1 374,3</b>
Kraj	349,3	165,5	213,7	211,0	254,4	93,9	184,7	236,4	354,9	96,6	252,2	256,7	343,5	175,5	844,6	869,9	949,0
Zagranica	213,4	65,0	120,6	120,9	178,1	46,3	154,0	172,3	138,8	40,1	148,7	155,4	81,1	29,6	484,6	511,3	425,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>103,3</b>	<b>22,4</b>	<b>41,8</b>	<b>36,1</b>	<b>65,9</b>	<b>16,6</b>	<b>39,8</b>	<b>52,6</b>	<b>39,2</b>	<b>4,3</b>	<b>25,3</b>	<b>21,7</b>	<b>41,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>166,1</b>	<b>148,2</b>	<b>93,3</b>
marża	18,3%	9,7%	12,5%	10,9%	15,2%	11,8%	11,8%	12,9%	7,9%	3,2%	6,3%	5,3%	9,9%	-3,9%	12,5%	10,7%	6,8%
<b>SG&amp;A</b>	<b>26,2</b>	<b>18,6</b>	<b>20,1</b>	<b>12,0</b>	<b>26,5</b>	<b>14,9</b>	<b>17,6</b>	<b>14,8</b>	<b>20,0</b>	<b>11,3</b>	<b>14,7</b>	<b>14,1</b>	<b>16,3</b>	<b>13,2</b>	<b>77,3</b>	<b>67,4</b>	<b>56,4</b>
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>77,0</b>	<b>3,8</b>	<b>21,7</b>	<b>24,1</b>	<b>39,4</b>	<b>1,6</b>	<b>22,2</b>	<b>37,8</b>	<b>19,1</b>	<b>-7,0</b>	<b>10,6</b>	<b>7,7</b>	<b>25,6</b>	<b>-21,2</b>	<b>88,9</b>	<b>80,7</b>	<b>36,9</b>
marża	13,7%	1,6%	6,5%	7,3%	9,1%	1,2%	6,5%	9,2%	3,9%	-5,1%	2,6%	1,9%	6,0%	-10,3%	6,7%	5,8%	2,7%
<b>Budownictwo cywilne - Polska</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>	<b>2Q'16</b>	<b>3Q'16</b>	<b>4Q'16</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>1Q'18E</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Przychody	377,4	160,3	208,8	206,4	252,3	93,7	184,5	236,4	350,3	95,7	248,2	255,3	337,0	174,6	827,9	864,8	936,1
Zysk brutto	-1,3	1,1	24,6	8,0	-0,2	1,0	22,0	1,8	-0,6	2,5	18,5	1,5	14,9	-9,6	33,5	24,2	37,5
marża	-0,4%	0,7%	11,8%	3,9%	-0,1%	1,1%	11,9%	0,8%	-0,2%	2,7%	7,4%	0,6%	4,4%	-5,5%	4,1%	2,8%	4,0%
<b>Budownictwo - kraje bałtyckie</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>	<b>2Q'16</b>	<b>3Q'16</b>	<b>4Q'16</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>1Q'18E</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Przychody	166,3	65,0	120,6	120,9	178,1	46,3	154,0	172,3	138,8	40,1	148,7	155,4	82,5	29,6	484,6	511,3	426,7
Zysk brutto	26,0	-0,5	11,0	15,6	26,3	0,0	23,1	32,3	11,1	-9,5	10,0	7,0	6,9	-13,0	52,4	66,5	14,5
marża	15,6%	-0,8%	9,1%	12,9%	14,8%	0,1%	15,0%	18,7%	8,0%	-23,7%	6,7%	4,5%	8,4%	-44,0%	10,8%	13,0%	3,4%
<b>Pozostała działalność</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>	<b>2Q'16</b>	<b>3Q'16</b>	<b>4Q'16</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>1Q'18E</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Przychody	19,0	5,1	4,9	4,6	2,1	0,3	0,1	0,0	4,6	0,9	4,1	1,5	5,1	0,9	16,7	5,0	11,5
Zysk brutto	4,2	1,1	0,4	0,7	0,3	-0,3	-0,1	-1,0	1,4	0,0	0,0	-0,2	0,5	0,0	2,5	0,1	0,3
<b>Wyłączenia</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>	<b>2Q'16</b>	<b>3Q'16</b>	<b>4Q'16</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>1Q'18E</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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 brutto	-0,1	0,7	-16,3	-0,2	0,0	0,0	-23,2	0,0	-0,3	0,0	-19,1	0,0	0,0	0,0	-15,8	-23,5	-19,1

Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*wyniki wstępne (spółka podała przychody/wynik brutto ze sprzedaży/wynik netto – pozostałe pozycje prognoza DM BDM)

### Wstępne skonsolidowane wyniki za 1Q'2018 [mln PLN]

	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	1Q'18P BDM	odchyl.,	1Q'18P kons	odchyl.,	1Q'18P kons. (zakres)
Przychody ze sprzedaży	136,7	205,1	50,1%	138,7	47,9%	152,7	34,3%	132 - 206
Zysk brutto ze sprzedaży	4,3	-8,0	-	5,5	-	-	-	-
Zysk na sprzedaży	-7,0	-	-	-6,0	-	-	-	-
Saldo PPO/PKO	0,9	-	-	0,0	-	-	-	-
EBITDA	1,5	-	-	1,7	-	1,5	-	-3 - +8
EBIT	-6,1	-	-	-6,0	-	-	-	-
Zysk (strata) brutto	-6,9	-	-	-7,4	-	-	-	-
Zysk (strata) netto	-6,1	-22,5	-	-6,0	-	-5,6	-	-10 - 0
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,2%	-3,9%		4,0%		-		-
Marża EBITDA	1,1%	-		1,2%		1,0%		-
Marża EBIT	-4,5%	-		-4,3%		-		-
Marża zysku netto	-4,5%	-11,0%		-4,3%		3,7%		-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Wstępne wyniki 1Q'18

Według wstępnych danych za 1Q'18 spółka wypracowała na poziomie skonsolidowanym 205 mln PLN przychodów oraz -22,5 mln PLN straty netto. Na poziomie jednostkowym było to 170 mln PLN przychodów oraz -9,6 mln PLN straty netto. Backlog na koniec marca wynosił 2,0 mld PLN. Pełny raport zostanie opublikowany 17 maja

Mimo, że na bazie sezonowości oraz trudnych warunków na rynku budowlanym oczekiwaliśmy, że spółce będzie mieć kilka mln PLN straty netto w 1Q'18, to wyniki są zdecydowanie poniżej naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego (zakładana strata wynosiła 6 mln PLN). W komentarzu do wyników spółka podała, że w 1Q'18 rozliczała słabo rentowne kontrakty pozyskiwane w latach ubiegłych. Presję na marżę wpływ miały „nadzwyczajny” wzrost cen materiałów, podwykonawców i płac. Spółka podała także, że na wynik wpływ miały także koszty wejścia na rynek energetyki, powrót na rynek tramwajowy oraz przygotowanie działalności na rynkach zagranicznych

### Rezygnacja prezesa zarządu

Pod koniec kwietnia ze spółki odszedł prezes Jarosław Tomaszewski. Jeszcze w marcu podawano, że odejdzie dopiero z końcem czerwca. Według sprawozdania za 2017 rok posiadał 132 tys akcji spółki, nabytych w 4Q'17.



W komunikacie jako przyczynę złożenia rezygnacji podano brak porozumienia się z radą nadzorczą spółki w zakresie „warunków wynagrodzenia w części wynagrodzenia premiowego dotyczącej zadań indywidualnych na rok 2018”. Tomaszewski najpierw od 4Q'13 do 1Q'15 był wiceprezesem zarządu i dyrektorem finansowym spółki, prezesem został w 2015 roku.

### Perspektywy na kolejne kwartały

#### Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18E	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży	140,2	338,6	408,7	493,6	1 381,2	136,7	401,0	412,1	424,5	1 374,3	205,1	408,5	439,9	473,8	1 527,2	1 770,7
Zysk brutto ze sprzedaży	16,6	39,8	52,6	39,2	148,2	4,3	25,3	21,7	41,9	93,3	-8,0	20,4	22,0	34,1	68,5	93,0
Zysk na sprzedaży	1,6	22,2	37,8	19,1	80,7	-7,0	10,6	7,7	25,6	36,9	-21,3	5,7	6,3	17,2	7,8	26,9
Saldo PPO/PKO*	-0,1	1,5	-3,8	-4,6	-6,9	0,9	1,6	0,3	-1,6	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,0</b>	<b>29,6</b>	<b>40,0</b>	<b>20,6</b>	<b>97,2</b>	<b>1,5</b>	<b>19,0</b>	<b>15,7</b>	<b>30,9</b>	<b>67,1</b>	<b>-13,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,0</b>	<b>24,8</b>	<b>38,6</b>	<b>58,0</b>
EBIT	1,5	23,7	34,0	14,6	73,8	-6,1	12,2	8,0	24,0	38,1	-21,3	5,7	6,3	17,2	7,8	26,9
Zysk (strata) brutto	0,8	21,7	33,1	11,7	67,3	-6,9	9,3	8,3	22,4	33,1	-22,7	4,3	4,9	15,8	2,4	21,5
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>0,4</b>	<b>17,7</b>	<b>28,1</b>	<b>8,5</b>	<b>54,7</b>	<b>-6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>23,4</b>	<b>31,4</b>	<b>-22,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>17,5</b>	<b>1,9</b>	<b>17,4</b>
Marża brutto ze sprzedaży	11,8%	11,8%	12,9%	7,9%	10,7%	3,2%	6,3%	5,3%	9,9%	6,8%	-3,9%	5,0%	5,0%	7,2%	4,5%	5,2%
Marża EBITDA	5,0%	8,7%	9,8%	4,2%	7,0%	1,1%	4,7%	3,8%	7,3%	4,9%	-6,6%	3,3%	3,2%	5,2%	2,5%	3,3%
Marża EBIT	1,1%	7,0%	8,3%	3,0%	5,3%	-4,5%	3,0%	1,9%	5,7%	2,8%	-10,4%	1,4%	1,4%	3,6%	0,5%	1,5%
Marża zysku netto	0,3%	5,2%	6,9%	1,7%	4,0%	-4,5%	1,8%	1,7%	5,5%	2,3%	-11,1%	0,8%	0,9%	3,7%	0,1%	1,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*wraz z wynikiem jednostki stowarzyszonej

Jeszcze w okresie 2014-16 spółka notowała poziom rocznego zysku netto w okolicach 50-55 mln PLN. Obecnie taki poziom wydaje się być wyraźnie poza zasięgiem (także w perspektywie średnioterminowej). W 2017 roku spółka miała 1,37 mld PLN przychodów, 38,1 mln PLN EBIT oraz 31,4 mln PLN zysku netto. Przy czym należy brać pod uwagę, że spółka rozwiązała rezerwę na spór sądowy (sprawa nadal jest w toku) na Litwie o wartości ok. 32,4 mln PLN oraz zaksięgowała 17,0 mln PLN z tytułu ugody z PKP PLK z kontraktu na LCS Malbork z 2011 roku. Na oczyszczonej działalności operacyjnej spółka miała więc stratę.

Baza na kolejne kwartały jest relatywnie niska, przy czym podobnie było już w 1Q'18, kiedy zakładaliśmy, że wyniki nie ulegną już dalszej erozji. Spodziewamy się, że kolejne kwartały będą dla spółki dodatnie na poziomie netto (m.in. ze względu na sezonowy wzrost przychodów; przy 400 mln PLN kwartalnej sprzedaży spółka powinna pokrywać bazę kosztową), jednak nie oczekujemy znaczącego przełomu. M.in. nadal słabo wygląda sytuacja z backlogiem na rynku litewskim (jedynie 2 duże kontrakty pozyskane od 2016 roku, w tym jeden ostatnio w segmencie energetycznym). W poprzedniej rekomendacji ocenialiśmy, że możliwe będzie wypracowanie 25-30 mln PLN zysku netto w 2018 roku bez pomocy one-offów. Po 1Q'18 taki wynik będzie trudno osiągnąć, nawet zakładając, że będzie to najniższym okres w roku.

Przy wypracowaniu w kolejnych kwartałach po średnio 400-450 mln PLN sprzedaży kwartalnej i 5,5-6,0% marży brutto ze sprzedaży, spółka ma szansę osiągnąć break-even na poziomie netto, bez wspierania się one-offami (na ostatniej konferencji wynikowej zarząd sygnalizował zwiększenie nacisku na aspekty prawne). Zwracamy jednocześnie uwagę, że poziom rentowności brutto na poziomie 5-6% daje małe pole do budowy wartości dla akcjonariuszy, tym bardziej, że w najbliższych kwartałach prawdopodobnie będzie rosła zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

#### Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego\* [mln PLN]

	2017P	2017	zmiana	2018P	2018P	zmiana	2019P	2019P	zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 363,3	1 374,3	0,8%	1 398,2	1 527,2	9,2%	1 709,1	1 770,7	3,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	97,5	93,3	-4,3%	100,8	68,5	-32,0%	119,5	93,0	-22,2%
EBITDA	69,7	67,1	-3,8%	70,1	38,6	-45,0%	81,4	58,0	-28,8%
EBIT	40,6	38,1	-6,1%	40,3	7,8	-80,6%	51,6	26,9	-47,9%
Zysk (strata) netto	27,4	31,4	14,7%	27,3	1,9	-92,9%	36,2	17,4	-51,8%
Dług netto	20,0	4,0	-79,9%	17,9	40,7	127,3%	18,8	41,2	119,1%
Marża EBITDA	7,2%	6,8%		7,2%	4,5%		7,0%	5,2%	
Marża EBIT	5,1%	4,9%		5,0%	2,5%		4,8%	3,3%	
Marża zysku netto	3,0%	2,8%		2,9%	0,5%		3,0%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*raport z 1.02.2018

## Proгноzy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2018 BDM	2018 konsensus	odchylenie	2019 BDM	2019 konsensus	odchylenie	2019 BDM	2019 konsensus	odchylenie
Przychody	1 527,2	1 463,7	4,3%	1 770,7	1 707,0	3,7%	1 919,3	1 707,0	12,4%
EBITDA	38,6	59,9	-35,6%	58,0	73,8	-21,5%	64,8	73,8	-12,3%
EBIT	7,8	34,7	-77,5%	26,9	47,5	-43,4%	34,1	47,5	-28,2%
Zysk (strata) netto	1,9	22,3	-91,3%	17,4	32,9	-47,0%	23,3	32,9	-29,1%
Dług netto	40,7	23,1	76,2%	41,2	34,5	19,6%	50,7	34,5	47,1%
Marża EBITDA	2,5%	4,1%		3,3%	4,3%		3,4%	4,3%	
Marża EBIT	0,5%	2,4%		1,5%	2,8%		1,8%	2,8%	
Marża zysku netto	0,1%	1,5%		1,0%	1,9%		1,2%	1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## Proгноza wyników wg segmentów działalności [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>1 274,2</b>	<b>1 601,7</b>	<b>1 329,2</b>	<b>1 381,2</b>	<b>1 374,3</b>	<b>1 527,2</b>	<b>1 770,7</b>	<b>1 919,3</b>	<b>1 903,9</b>	<b>1 694,5</b>	<b>1 506,8</b>	<b>1 529,2</b>	<b>1 552,2</b>	<b>1 575,8</b>	<b>1 599,8</b>
Roboty kolejowe	664,7	1 210,2	859,6	737,0	702,8	675,0	1 000,7	1 122,4	1 137,5	958,6	787,8	803,1	818,9	834,9	851,4
Roboty drogowe	362,7	214,0	328,3	508,0	496,3	656,3	544,7	559,5	528,5	514,6	514,6	519,9	525,3	530,8	536,4
Roboty mostowe	116,8	49,9	26,4	23,3	26,0	27,1	36,6	41,1	40,6	34,3	28,6	29,3	30,0	30,7	31,4
Produkcja	54,5	55,8	45,8	40,7	32,4	33,4	40,6	43,6	44,0	39,9	35,5	36,0	36,4	36,9	37,3
Pozostałe*	75,5	71,8	69,1	72,1	116,9	135,5	148,1	152,8	153,3	147,1	140,2	140,9	141,7	142,5	143,2
Kraj	840,4	1 035,8	844,6	869,9	949,0	1 162,9	1 291,7	1 425,2	1 441,7	1 246,6	1 058,9	1 075,9	1 093,3	1 111,2	1 129,4
Zagranica	433,8	565,9	484,6	511,3	425,3	364,3	479,0	494,2	462,3	447,9	447,9	453,4	458,9	464,6	470,4
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>93,2</b>	<b>202,1</b>	<b>166,1</b>	<b>148,2</b>	<b>93,3</b>	<b>68,5</b>	<b>93,0</b>	<b>103,3</b>	<b>104,7</b>	<b>94,1</b>	<b>84,2</b>	<b>86,2</b>	<b>88,3</b>	<b>90,2</b>	<b>92,1</b>
marża	7,3%	12,6%	12,5%	10,7%	6,8%	4,5%	5,2%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%
<b>SG&amp;A</b>	<b>64,1</b>	<b>72,2</b>	<b>77,3</b>	<b>67,4</b>	<b>56,4</b>	<b>60,7</b>	<b>66,1</b>	<b>69,2</b>	<b>68,9</b>	<b>64,6</b>	<b>60,6</b>	<b>61,1</b>	<b>61,6</b>	<b>62,2</b>	<b>62,7</b>
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>29,1</b>	<b>129,9</b>	<b>88,9</b>	<b>80,7</b>	<b>36,9</b>	<b>7,8</b>	<b>26,9</b>	<b>34,1</b>	<b>35,8</b>	<b>29,5</b>	<b>23,6</b>	<b>25,1</b>	<b>26,6</b>	<b>28,0</b>	<b>29,4</b>
marża	2,3%	8,1%	6,7%	5,8%	2,7%	0,5%	1,5%	1,8%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%
PPO/PKO	11,5	-44,1	-12,1	-6,9	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>40,6</b>	<b>85,8</b>	<b>76,7</b>	<b>73,8</b>	<b>38,1</b>	<b>7,8</b>	<b>26,9</b>	<b>34,1</b>	<b>35,8</b>	<b>29,5</b>	<b>23,6</b>	<b>25,1</b>	<b>26,6</b>	<b>28,0</b>	<b>29,4</b>
marża	3,2%	5,4%	5,8%	5,3%	2,8%	0,5%	1,5%	1,8%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%
<b>EBITDA</b>	<b>63,3</b>	<b>109,5</b>	<b>99,0</b>	<b>97,2</b>	<b>67,1</b>	<b>38,6</b>	<b>58,0</b>	<b>64,8</b>	<b>66,2</b>	<b>59,6</b>	<b>53,6</b>	<b>55,0</b>	<b>56,4</b>	<b>57,8</b>	<b>59,2</b>
marża	5,0%	6,8%	7,4%	7,0%	4,9%	2,5%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%
Zysk brutto	23,1	68,8	72,7	67,3	33,1	2,4	21,5	28,8	31,0	25,8	21,0	23,1	25,0	26,7	28,2
<b>Zysk netto</b>	<b>29,9</b>	<b>49,5</b>	<b>50,2</b>	<b>54,7</b>	<b>31,4</b>	<b>1,9</b>	<b>17,4</b>	<b>23,3</b>	<b>25,1</b>	<b>20,9</b>	<b>17,0</b>	<b>18,7</b>	<b>20,2</b>	<b>21,6</b>	<b>22,8</b>
marża	2,3%	3,1%	3,8%	4,0%	2,3%	0,1%	1,0%	1,2%	1,3%	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%

Źródło: DM BDM S.A., \*w tym roboty tramwajowe

## Szanse i zagrożenia

W okolicach połowy 2018 roku spodziewane jest ożywienie na rynku przetargów organizowanych przez PKP PLK. Oczekujemy, że w drugiej połowie rozdania kontraktów z obecnej perspektywy unijnej spółka będzie bardziej aktywna niż dotychczas (część konkurentów w dużej mierze zapełniła już swoje backlogi), dodatkowo liczymy, że z czasem na rynku mogą pojawić się zlecenia, których część firm nie będzie w stanie zrealizować m.in. ze względu na braki sprzętowe i kadrowe.

W branży budowlanej pojawiają się także głosy, by publiczni zamawiający wprowadzili do nawet obowiązujących już umów wskaźniki, które przynajmniej częściowo pozwolą wykonawcom zrekomensować ostatnie wzrosty kosztów, co także mogłoby zmienić sentyment do postrzegania sektora budowlanego na GPW.

Zwracamy także uwagę na znaczący majątek spółki w postaci własnego sprzętu - środki trwałe na koniec 2017 roku wyceniono w bilansie na 267 mln PLN, a więc znacząco wyżej niż bieżące EV. Z drugiej strony oferta nabycia przez PKP PLK upadłego PNI może znacząco zwiększając potencjał wykonawczy zarządcy infrastruktury i ograniczyć zakres zleceń „z drugiej ręki” i utrzymaniowych.

Nasze prognozy nie uwzględniają potencjalnej aktywności spółki na Ukrainie czy na Bałkanach a także poszerzenia kompetencji w nowych obszarach rynku (energetyka, budownictwo ogólne). Pytanie jak do tych planów podejście nowych prezes zarządu (dotychczas nie wybrano kandydata).

Potencjalna kontynuacja słabych wyników zarówno na Litwie jak i w kraju, może rodzić natomiast pytania o zasadność wyceny wartości firmy, tym bardziej, że spółka częściowo spisywała aktywa w „lepszych” niż obecnie czasach dla rynku budowlanego. Na koniec 2017 było to 377 mln PLN (wraz z kwotą alokowaną do wartości niematerialnych), z czego aż 276 mln PLN przypadało na aktywa litewskie, dla których spółka w teście przyjmuje 6-8% marży EBITDA i WACC na poziomie niespełna 8% (dla głównych aktywów polskich jest to odpowiednio 4-10% / 10%).

## DANE FINANSOWE

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Aktywa trwałe	721,7	731,5	745,2	742,6	740,6	739,2	738,2	737,5	737,1	737,0	737,1	737,2
Wartości niematerialne i prawne	393,1	381,7	381,8	381,8	381,9	381,9	381,9	381,9	381,9	382,0	382,0	382,0
Rzeczowe aktywa trwałe	247,5	266,9	280,6	277,9	275,9	274,4	273,4	272,7	272,3	272,2	272,3	272,4
Pozostałe aktywa trwałe	81,1	82,9	82,9	82,9	82,9	82,9	82,9	82,9	82,9	82,9	82,9	82,9
Aktywa obrotowe	675,0	710,8	788,2	983,4	1 121,5	1 102,9	925,4	714,7	719,2	723,9	725,3	735,2
Zapasy	75,9	94,0	105,2	96,5	104,6	103,8	92,4	82,1	83,4	84,6	85,9	87,2
Należności krótkoterminowe	435,7	480,5	593,4	797,7	937,3	922,3	730,5	569,6	580,8	592,3	604,1	616,4
Inwestycje krótkoterminowe	157,5	127,0	80,4	79,9	70,4	67,5	93,3	53,7	45,8	37,8	26,0	22,4
-środki pieniężne i ekwiwalenty	148,8	112,2	65,5	65,0	55,5	52,7	78,4	38,8	31,0	22,9	11,2	7,5
-pozostałe	8,7	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
Pozostałe aktywa obrotowe	6,0	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Aktywa razem	1 397	1 442	1 533	1 726	1 862	1 842	1 664	1 452	1 456	1 461	1 462	1 472
Kapitał (fundusz) własny	771,1	757,0	758,9	776,4	795,3	812,7	821,1	822,4	828,4	834,6	836,0	837,2
Kapitał mniejszości	4,8	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	620,8	680,2	769,4	944,5	1 061,7	1 024,2	837,5	624,7	622,9	621,3	621,4	630,2
Rezerwy na zobowiązania	82,2	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
Zobowiązania długoterminowe	106,7	92,1	82,1	82,1	82,1	57,1	32,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
- w tym dług oprocentowany	100,7	87,7	77,7	77,7	77,7	52,7	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	431,5	548,7	647,9	823,0	940,2	927,7	765,9	580,8	579,0	577,5	577,5	586,3
- w tym dług oprocentowany	22,0	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	18,5	8,5	0,0	0,0
Pasywa razem	1 397	1 442	1 533	1 726	1 862	1 842	1 664	1 452	1 456	1 461	1 462	1 472

<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	1 381	1 374	1 527	1 771	1 919	1 904	1 695	1 507	1 529	1 552	1 576	1 600
Koszty produktów, tow. i materiałów	1 233	1 281	1 459	1 678	1 816	1 799	1 600	1 423	1 443	1 464	1 486	1 508
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	148,2	93,3	68,5	93,0	103,3	104,7	94,1	84,2	86,2	88,3	90,2	92,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	67,4	56,4	60,7	66,1	69,2	68,9	64,6	60,6	61,1	61,6	62,2	62,7
Zysk (strata) na sprzedaży	80,7	36,9	7,8	26,9	34,1	35,8	29,5	23,6	25,1	26,6	28,0	29,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6,9	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	97,2	67,1	38,6	58,0	64,8	66,2	59,6	53,6	55,0	56,4	57,8	59,2
EBIT	73,8	38,1	7,8	26,9	34,1	35,8	29,5	23,6	25,1	26,6	28,0	29,4
Saldo działalności finansowej	-6,5	-5,0	-5,4	-5,3	-5,3	-4,8	-3,7	-2,6	-2,0	-1,6	-1,3	-1,2
Zysk (strata) brutto	67,3	33,1	2,4	21,5	28,8	31,0	25,8	21,0	23,1	25,0	26,7	28,2
Zysk (strata) netto mniejszości	1,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	54,7	31,4	1,9	17,4	23,3	25,1	20,9	17,0	18,7	20,2	21,6	22,8

<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-39,4	56,9	13,3	33,3	28,9	63,6	96,1	35,7	46,4	47,3	48,2	49,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-31,0	-38,4	-42,5	-26,6	-26,8	-27,0	-27,3	-27,7	-28,1	-28,3	-28,6	-28,7
Przepływy z działalności finansowej	-34,6	-52,7	-17,4	-7,2	-11,6	-39,4	-43,1	-47,6	-26,2	-27,0	-31,4	-24,0
Przepływy pieniężne netto	105,0	34,2	46,7	0,5	9,5	2,8	-25,7	39,6	7,8	8,0	11,8	3,6
Środki pieniężne na początek okresu	251,3	146,4	112,2	65,5	65,0	55,5	52,7	78,4	38,8	31,0	22,9	11,2
Środki pieniężne na koniec okresu	146,4	112,2	65,5	65,0	55,5	52,7	78,4	38,8	31,0	22,9	11,2	7,5

### Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-0,5%	11,1%	15,9%	8,4%	-0,8%	-11,0%	-11,1%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBITDA zmiana r/r	-31,0%	-42,5%	50,4%	11,7%	2,1%	-10,0%	-10,1%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%
EBIT zmiana r/r	-48,3%	-79,5%	243,3%	26,9%	5,0%	-17,8%	-19,8%	6,4%	6,0%	5,3%	4,8%
Zysk netto zmiana r/r	-42,5%	-93,8%	798,4%	33,7%	7,7%	-16,8%	-18,7%	10,2%	8,1%	7,0%	5,5%
Marża brutto na sprzedaży	6,8%	4,5%	5,2%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%
Marża EBITDA	4,9%	2,5%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%
Marża EBIT	2,8%	0,5%	1,5%	1,8%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%
Marża brutto	2,4%	0,2%	1,2%	1,5%	1,6%	1,5%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%
Marża netto	2,3%	0,1%	1,0%	1,2%	1,3%	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%
COGS / przychody	93,2%	95,5%	94,8%	94,6%	94,5%	94,4%	94,4%	94,4%	94,3%	94,3%	94,2%
SG&A / przychody	4,1%	4,0%	3,7%	3,6%	3,6%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%
SG&A / COGS	4,4%	4,2%	3,9%	3,8%	3,8%	4,0%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
ROE	4,2%	0,3%	2,2%	2,9%	3,1%	2,5%	2,1%	2,3%	2,4%	2,6%	2,7%
ROA	2,2%	0,1%	1,0%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%
Dług	116,2	106,2	106,2	106,2	81,2	56,2	28,5	18,5	8,5	0,0	0,0
D / (D+E)	1,3%	0,6%	0,0%	0,0%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	8,8%	7,4%	6,6%	6,0%	4,6%	3,5%	2,0%	1,3%	0,6%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-13,1%	-69,4%	-19,8%	-15,6%	-13,5%	-12,5%	-11,2%	-8,0%	-6,2%	-4,7%	-4,0%
Dług / kapitał własny	15,4%	14,0%	13,7%	13,4%	10,0%	6,8%	3,5%	2,2%	1,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	4,0	40,7	41,2	50,7	28,5	-22,2	-10,3	-12,4	-14,4	-11,2	-7,5
Dług netto / kapitał własny	0,5%	5,4%	5,3%	6,4%	3,5%	-2,7%	-1,2%	-1,5%	-1,7%	-1,3%	-0,9%
Dług netto / EBITDA	0,1	1,1	0,7	0,8	0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
Dług netto / EBIT	0,1	5,2	1,5	1,5	0,8	-0,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3
EV	208,6	245,3	245,8	255,3	233,1	182,3	194,3	192,1	190,2	193,4	197,0
Dług / EV	55,7%	43,3%	43,2%	41,6%	34,8%	30,8%	14,7%	9,6%	4,5%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,1%	2,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
CAPEX / Amortyzacja	149,5%	144,8%	91,6%	93,6%	95,2%	96,6%	97,8%	98,8%	99,6%	100,4%	100,3%
Amortyzacja / Przychody	2,1%	2,0%	1,8%	1,6%	1,6%	1,8%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	1,7%	1,3%	1,7%	-0,2%	-2,6%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19,2%	17,3%	9,4%	21,5%	22,5%	20,8%	-6,4%	19,6%	19,9%	20,3%	20,6%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E*	6,5	105,3	11,7	8,8	8,1	9,8	12,0	10,9	10,1	9,4	9,0
P/BV*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/CE*	3,4	6,3	4,2	3,8	3,7	4,0	4,4	4,2	4,1	4,0	3,9
EV/EBITDA*	3,1	6,4	4,2	3,9	3,5	3,1	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3
EV/EBIT*	5,5	31,3	9,1	7,5	6,5	6,2	8,2	7,6	7,1	6,9	6,7
EV/S*	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	14,7	14,8	15,1	15,5	15,8	16,0	16,0	16,1	16,2	16,3	16,3
EPS	0,61	0,04	0,34	0,45	0,49	0,41	0,33	0,36	0,39	0,42	0,44
CEPS	1,17	0,64	0,95	1,05	1,08	0,99	0,91	0,94	0,97	1,00	1,02
DPS	0,50	0,00	0,00	0,08	0,15	0,24	0,30	0,25	0,27	0,39	0,42
Payout ratio	47,0%	0,0%	0,0%	25,0%	33,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 3,98 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, wegiel/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**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[chemia, przemysł drzewny](#)

**Adrian Górniak**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
[deweloperzy, handel](#)

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Dariusz Wareluk**

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

**Leszek Mackiewicz**

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

**Bartosz Zieliński**

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

**Maciej Bąk**

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

## Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	3,50	kupuj	8,4	11.05.2018	12:45 CEST	3,98	60 420
kupuj	8,4	kupuj	8,3	1.02.2018	11:07 CEST	7,17	66 048
kupuj	8,3	akumuluj	16,7 (w tym DPS=0,5 PLN)	4.12.2017	8:46 CEST	6,95	62 031
akumuluj	16,7 (w tym DPS=0,5 PLN)	akumuluj	12,5	19.05.2017	14:16 CEST	15,0	60 145
akumuluj	12,5	wznowienie	-	1.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 172
resplit 8:1 w grudniu 2014 roku (w nawiasie ceny według korekty o resplit)							
redukuj	1,51 (12,1)	akumuluj	4,31 (34,5)	21.10.2011		1,77 (14,2)	39 045
akumuluj	4,31 (34,5)	akumuluj	4,84 (38,7)	4.04.2011		3,72 (29,8)	49 538
akumuluj	4,84 (38,7)	trzymaj	4,39 (35,1)	20.09.2010		4,27 (34,2)	44 353
trzymaj	4,39 (35,1)	akumuluj	4,56 (36,5)	18.06.2010		4,25 (34,0)	40 830
akumuluj	4,56 (36,5)	akumuluj	4,21 (33,7)	25.01.2010		3,98 (31,8)	40 410
akumuluj	4,21 (33,7)	kupuj	4,30 (34,4)	19.06.2009		3,62 (29,0)	30 981
kupuj	4,30 (34,4)	-	-	17.02.2009		3,51 (28,1)	22 500

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

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

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

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

**System rekomendacji:**

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

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	3	38%	1	100%
Akumuluj	1	13%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	3	38%	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 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 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 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 11.05.2018 roku (12:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.05.2018 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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 11.05.2018 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 zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.