



Dom Maklerski BDM S.A.

ERBUD

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 15,6 PLN

25 WRZESIEŃ 2019, 12:00 CEST

Na przestrzeni ostatnich czterech kwartałów Erbudowi udało się wygenerować EBIT, który przewyższył straty poniesione w 2Q'18. Częściowo pomogły w tym zdarzenia jednorazowe. Zarząd podtrzymuje, że największe kłopoty już za spółką. Dynamika produkcji budowlanej w kubaturze (kluczowy obszar działalności spółki) wyraźnie wyhamowała w ostatnich miesiącach, co powinno pozytywnie wpływać na spadek presji kosztowej. W średnim terminie warto zwrócić uwagę na ożywienie na rynku OZE w zakresie farm wiatrowych (oraz fotowoltaiki), gdzie spółka zbudowała już wcześniej kompetencje. Zakładamy, że w 2020 roku Erbud powinien powrócić do wypłaty dywidendy. Przy naszych szacunkach wyników na 2019 rok i wypłacie 30-70% skonsolidowanego zysku netto, potencjalny DPS kształtuje się na poziomie 0,7-1,5 PLN. Podwyższamy nasze zalecenie z Redukuj do Trzymaj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 15,6 PLN.

Backlog spółki po 2Q'19 wynosił 2,20 mld PLN (-15% r/r, dokładnie rok temu portfel osiągnął swoje historyczne maksimum). Portfel opiera się głównie na kubaturze (1,37 mld PLN) – teoretycznie ma krótsze duration niż w przypadku spółek infrastrukturalnych. W części inżynierskiej (0,66 mld PLN) znaczącą część stanowi kontrakt P&B na drogę S3 podpisany w 4Q'18 (na razie znajduje się w fazie projektowania). W obecnym portfelu wyraźnie już dominują kontrakty podpisane od 2018 roku, kiedy zmiany warunków cenowych były już wyraźnie uwzględniane przez generalnych wykonawców.

W 2Q'19 spółka pokazała 598 mln PLN przychodów (+13% r/r), 19,6 mln PLN EBIT oraz 14,0 mln PLN zysku netto. Wyniki były wyraźnie lepsze niż konsensus, ale pozytywny wpływ na EBIT miało saldo pozostałej działalności operacyjnej (+6,9 mln PLN) oraz odwrócenie rezerw na aktywach finansowych (+5,4 mln PLN).

Po 1H'19 Erbud wypracował 1,2 mld PLN przychodów, 25,4 mln PLN EBIT i 15,8 mln PLN zysku netto. Backlog na 2H'19 wynosi ok. 1,1 mld PLN. Okres 2H'18 był bardzo mocny przychodowo (blisko 1,4 mld PLN), dynamiki przychodów w 2H'19 mogą być więc ujemne. Zakładamy natomiast, że spółka może lepiej radzić sobie pod względem marż, ze względu na wyższy udział segmentu inżynierskiego (m.in. kontrakty na fary wiatrowe). Niższa presja kosztowa powinna także pozytywnie wpływać na marże w kubaturze.

Zakładamy, że w całym 2019 roku EBIT może wynieść ok. 47 mln PLN (2,1% marży, porównywalnie jak w 1H'19, co jest zgodne z celem zarządu na ten rok). Przy czym uwzględnia on ok. 16-17 mln PLN one-offów, zaksięgowanych w 1H'19. W 2020 zakładamy słabsze raportowane wyniki (brak one-offów), natomiast na oczyszczonych wypracowanie lepszych r/r. Zwracamy uwagę, że w okresie 2020-21 istotne przychody będą pochodzić z umowy na budowę drogi S3 - to największy kontrakt drogowy w historii spółki. W części budowlanej spółka będzie opierać się w dużej mierze na siłach własnych, spora luka w rozstrzygnięciu nowych przetargów przez GDDKiA w 2019 roku może także sprzyjać w przyszłym roku korzystnej sytuacji na rynku materiałów.

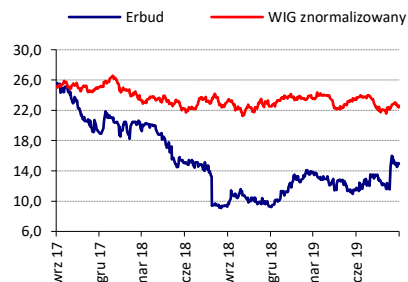
Ze względu na ograniczenia rynkowe w dostępie do kadr, celem zarządu na kolejne okresy nie jest wzrost sprzedaży, a poprawa generowanej rentowności. Spółka liczy m.in. na kontynuację ożywienia w OZE (państwowe podmioty zapowiedziały duże inwestycje w farmy wiatrowe i fotowoltaikę). Nasze założenia w modelu są poniżej celów zarządu, który chciałby zbliżyć się do 2,5% marży EBIT w 2020 roku, a w kolejnych latach celem ma być 3% marży. Wypracowanie takich rentowności implikowałoby wyższą wycenę. Jednocześnie zwracamy uwagę, że średnia ważona marża EBIT za okres 2010-18 to jedynie 1,6% (w modelu na okres 2019-28 zakładamy średnio 1,7%).

| | |
|----------------------------------|-------------|
| Wycena DCF [PLN] | 15,6 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 15,6 |
| Wycena końcowa [PLN] | 15,6 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 4,4% |
| Koszt kapitału | 9,0% |
| Cena rynkowa [PLN] | 14,95 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 191,5 |
| Ilość akcji [mln szt.] | 12,8 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 16,0 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 11,0 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | 27,2% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 8,3% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 61,8% |
| Struktura akcjonariatu: | |
| Wolff & Mueller Holding | 32,4% |
| Grzeszczak Dariusz (z DGI FIZAN) | 22,7% |
| ING OFE | 9,8% |
| OFE Aviva | 9,2% |
| OFE Bankowy | 6,5% |
| Zubelewicz Józef (z Adler) | 5,2% |
| Pozostali | 14,0% |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN] | 1 789,8 | 1 805,5 | 2 331,9 | 2 304,1 | 2 073,7 | 2 091,2 |
| Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN] | 129,5 | 131,6 | 89,1 | 138,1 | 140,2 | 142,6 |
| Zysk na sprzedaży [mln PLN] | 43,9 | 40,1 | -8,5 | 32,3 | 36,5 | 36,8 |
| EBITDA [mln PLN] | 56,7 | 48,9 | -2,3 | 67,3 | 56,5 | 58,1 |
| EBITDA skoryg. [mln PLN]* | 54,8 | 51,3 | 6,5 | 52,3 | 56,5 | 58,1 |
| EBIT [mln PLN] | 45,8 | 37,7 | -17,3 | 47,3 | 36,5 | 36,8 |
| EBIT skoryg. [mln PLN]* | 43,9 | 40,1 | -8,5 | 32,3 | 36,5 | 36,8 |
| Zysk netto [mln PLN] | 36,0 | 22,6 | -20,4 | 28,1 | 19,7 | 20,7 |
| P/BV | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| P/E | 5,3 | 8,5 | - | 6,8 | 9,7 | 9,3 |
| EV/EBITDA | 0,9 | 2,4 | - | 2,8 | 2,4 | 2,2 |
| EV/EBITDA skoryg.* | 0,9 | 2,3 | 16,2 | 3,4 | 2,3 | 2,0 |
| EV/EBIT | 1,1 | 3,1 | - | 3,9 | 3,7 | 3,4 |

*wyniki skorygowane o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Krzysztof Pado
pado@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-32



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

SPIS TREŚCI

| | |
|---|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE | 3 |
| WYCENA DCF | 3 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA | 6 |
| PORTFEL ZLECEŃ | 7 |
| WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY | 9 |
| DANE FINANSOWE | 13 |

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Erbud opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 15,6 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 15,6 PLN. Przy wycenie końcowej, która wynosi 15,6 PLN/akcję, jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny (metodzie porównawczej przypisaliśmy niższą wagę w końcowej wycenie ze względu na brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

| | Waga | Wycena |
|---|------|-------------|
| Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN] | 70% | 15,6 |
| Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN] | 30% | 15,6 |
| Ostateczna wycena 1 akcji [PLN] | | 15,6 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2019 roku spółka wypracuje przychody na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznych (ok. 2,3 mld PLN). W kolejnych latach przyjmujemy, że utrzymywany będzie poziom ok. 2,0-2,1 mld PLN rocznie.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki wyniesie ok. 1,4% w 2019 roku. W kolejnych latach zakładamy odbicie, jednak nie przyjmujemy poziomu >2% (długoterminowym celem spółki jest nawet 3% marży). W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnych latach 2,2-2,9%, poza latami 2011 i 2018, kiedy odnotowano ujemną rentowność.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Duże zmiany w kapitale obrotowym w 2019 i 2020 roku wynikają m.in. z finansowania realizacji budowy i następnie sprzedaży domu spokojnej starości w Niemczech (Duren).
- Ze względu na duże wahania sezonowe długu (gotówki) netto jego poziom wyjściowy przyjęto na poziomie średnim z 2018 roku (na podstawie stanu na koniec poszczególnych kwartałów). Zobowiązania dodatkowo uwzględnia ujawnienia wg MSSF16 wg stanu na koniec 2018 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 2028.
- Wycena została sporządzona na dzień 25.09.2019 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 199,7 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 15,6 PLN.

Model DCF

| | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 2 304,1 | 2 073,7 | 2 091,2 | 1 994,0 | 1 987,7 | 1 990,2 | 2 009,4 | 2 028,9 | 2 048,7 | 2 068,6 |
| EBIT skoryg. [mln PLN] | 47,3 | 36,5 | 36,8 | 33,6 | 33,1 | 32,2 | 32,1 | 31,9 | 31,8 | 31,7 |
| Stopa podatkowa | 26,3% | 26,2% | 26,0% | 26,3% | 26,2% | 26,3% | 26,1% | 26,0% | 25,9% | 25,8% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 12,5 | 9,6 | 9,6 | 8,8 | 8,7 | 8,4 | 8,4 | 8,3 | 8,2 | 8,2 |
| NOPLAT [mln PLN] | 34,8 | 26,9 | 27,2 | 24,7 | 24,4 | 23,7 | 23,7 | 23,6 | 23,6 | 23,5 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 20,0 | 20,0 | 21,2 | 21,6 | 21,9 | 22,2 | 22,4 | 22,7 | 23,0 | 23,2 |
| CAPEX [mln PLN] | -17,2 | -18,7 | -21,2 | -21,6 | -21,9 | -22,2 | -22,5 | -22,8 | -23,1 | -23,4 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -81,9 | 44,9 | -1,0 | 5,4 | 0,4 | -0,1 | -1,1 | -1,1 | -1,1 | -1,1 |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN] | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF [mln PLN] | -44,2 | 73,1 | 26,3 | 30,2 | 24,7 | 23,6 | 22,6 | 22,5 | 22,4 | 22,2 |
| DFCF [mln PLN] | -43,3 | 66,0 | 21,9 | 23,1 | 17,4 | 15,3 | 13,5 | 12,3 | 11,3 | 10,3 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 147,8 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 248,9 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 114,9 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 262,7 | | | | | | | | | |
| Dług netto średni 2018 [mln PLN]* | 55,2 | | | | | | | | | |
| Udziały mniejszości [mln PLN] | 7,7 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału [mln PLN] | 199,7 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | 12,8 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 15,6 | | | | | | | | | |
| <hr/> | | | | | | | | | | |
| Przychody zmiana r/r | -1,2% | -10,0% | 0,8% | -4,7% | -0,3% | 0,1% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBIT zmiana r/r | - | -22,9% | 0,9% | -8,7% | -1,6% | -2,6% | -0,4% | -0,4% | -0,4% | -0,4% |
| FCF zmiana r/r | - | - | -64,0% | 14,6% | -18,1% | -4,6% | -4,2% | -0,4% | -0,5% | -0,5% |
| Marża EBITDA | 2,9% | 2,7% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Marża EBIT | 2,1% | 1,8% | 1,8% | 1,7% | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,5% |
| Marża NOPLAT | 1,5% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,1% |
| CAPEX / Przychody | 0,7% | 0,9% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| CAPEX / Amortyzacja | 86,0% | 93,5% | 99,8% | 100,1% | 100,1% | 100,1% | 100,2% | 100,4% | 100,5% | 100,7% |
| Zmiana KO / Przychody | 3,6% | -2,2% | 0,0% | -0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -295,0% | 19,5% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *uwzględnia zobowiązania wg MSSF16

Kalkulacja WACC

| | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Stopa wolna od ryzyka | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% |
| Premia za ryzyko | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Beta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Premia kredytowa | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% |
| Koszt kapitału własnego | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% |
| Udział kapitału własnego | 88,1% | 88,3% | 89,7% | 90,9% | 92,3% | 93,8% | 95,4% | 96,9% | 98,4% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% |
| Udział kapitału obcego | 11,9% | 11,7% | 10,3% | 9,1% | 7,7% | 6,2% | 4,6% | 3,1% | 1,6% | 0,0% |
| WACC | 8,4% | 8,4% | 8,5% | 8,5% | 8,6% | 8,7% | 8,8% | 8,8% | 8,9% | 9,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| beta | 0,7 | 15,8 | 16,7 | 18,0 | 19,5 | 21,5 | 24,2 | 28,2 | 34,4 | 45,6 |
| | 0,8 | 14,8 | 15,7 | 16,7 | 18,0 | 19,7 | 22,0 | 25,1 | 29,8 | 37,7 |
| | 0,9 | 13,9 | 14,7 | 15,6 | 16,7 | 18,2 | 20,0 | 22,6 | 26,3 | 32,1 |
| | 1,0 | 13,1 | 13,8 | 14,6 | 15,6 | 16,8 | 18,4 | 20,5 | 23,4 | 27,8 |
| | 1,1 | 12,4 | 13,0 | 13,7 | 14,6 | 15,6 | 16,9 | 18,7 | 21,1 | 24,5 |
| | 1,2 | 11,7 | 12,3 | 12,9 | 13,6 | 14,5 | 15,7 | 17,1 | 19,1 | 21,8 |
| | 1,3 | 11,1 | 11,6 | 12,1 | 12,8 | 13,6 | 14,5 | 15,8 | 17,4 | 19,6 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|----|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| Premia za ryzyko | 3% | 16,8 | 17,9 | 19,4 | 21,2 | 23,6 | 27,0 | 32,0 | 40,5 | 57,4 |
| | 4% | 14,8 | 15,7 | 16,7 | 18,0 | 19,7 | 22,0 | 25,1 | 29,8 | 37,7 |
| | 5% | 13,1 | 13,8 | 14,6 | 15,6 | 16,8 | 18,4 | 20,5 | 23,4 | 27,8 |
| | 6% | 11,7 | 12,3 | 12,9 | 13,6 | 14,5 | 15,7 | 17,1 | 19,1 | 21,8 |
| | 7% | 10,5 | 10,9 | 11,4 | 12,0 | 12,7 | 13,5 | 14,6 | 16,0 | 17,8 |
| | 8% | 9,4 | 9,8 | 10,2 | 10,6 | 11,2 | 11,8 | 12,6 | 13,6 | 14,9 |
| | 9% | 8,5 | 8,8 | 9,1 | 9,5 | 9,9 | 10,4 | 11,0 | 11,7 | 12,7 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

| | | Beta | | | | | | | | |
|------------------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
| Premia za ryzyko | 3% | 24,8 | 23,5 | 22,3 | 21,2 | 20,1 | 19,2 | 18,3 | 17,5 | 16,7 |
| | 4% | 21,9 | 20,5 | 19,2 | 18,0 | 17,0 | 16,0 | 15,2 | 14,4 | 13,6 |
| | 5% | 19,5 | 18,0 | 16,7 | 15,6 | 14,6 | 13,6 | 12,8 | 12,0 | 11,3 |
| | 6% | 17,5 | 16,0 | 14,8 | 13,6 | 12,6 | 11,7 | 10,9 | 10,1 | 9,5 |
| | 7% | 15,8 | 14,4 | 13,1 | 12,0 | 11,0 | 10,1 | 9,4 | 8,7 | 8,0 |
| | 8% | 14,4 | 12,9 | 11,7 | 10,6 | 9,7 | 8,9 | 8,1 | 7,4 | 6,8 |
| | 9% | 13,1 | 11,7 | 10,5 | 9,5 | 8,6 | 7,8 | 7,0 | 6,4 | 5,8 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-2021 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla każdego roku przyjęliśmy równe wagi po 33%. Analizę oparto na wskaźniku P/E (zysk netto został oczyszczony o wpływ zdarzeń jednorazowych w postaci salda pozostałej działalności operacyjnej oraz zmiany w wycenie aktywów). Względem poprzednich rekomendacji dotyczących spółki rezygnujemy ze wskaźnika EV/EBITDA (duże fluktuacje długu/gotówki netto na przestrzeni roku obrotowego zmniejszają wiarygodność wskaźnika). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 200,5 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcje 15,6 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).**

Wycena porównawcza

| | P/E | | |
|---|-------------|-------------|--------|
| | 2019P | 2020P | 2021P |
| Budimex | 13,0 | 13,2 | 13,7 |
| Unibep | 8,5 | 7,9 | 7,8 |
| Mediana | 10,7 | 10,6 | 10,7 |
| Erbud | 6,8 | 9,7 | 9,3 |
| Premia/dyskonto dla Erbudu | -36,5% | -8,0% | -13,8% |
| Wycena wg wskaźnika | 13,4 | 16,2 | 17,3 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | | 15,6 | |
| Waga wskaźnika | | 100% | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 15,6 | | |

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

Zachowanie kursów na przestrzeni ostatnich 2 lat



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., kursy skorygowane o wypłacone dywidendy

PORTFEL ZLECEŃ

Znaczące kontrakty pozyskane od 2018 roku

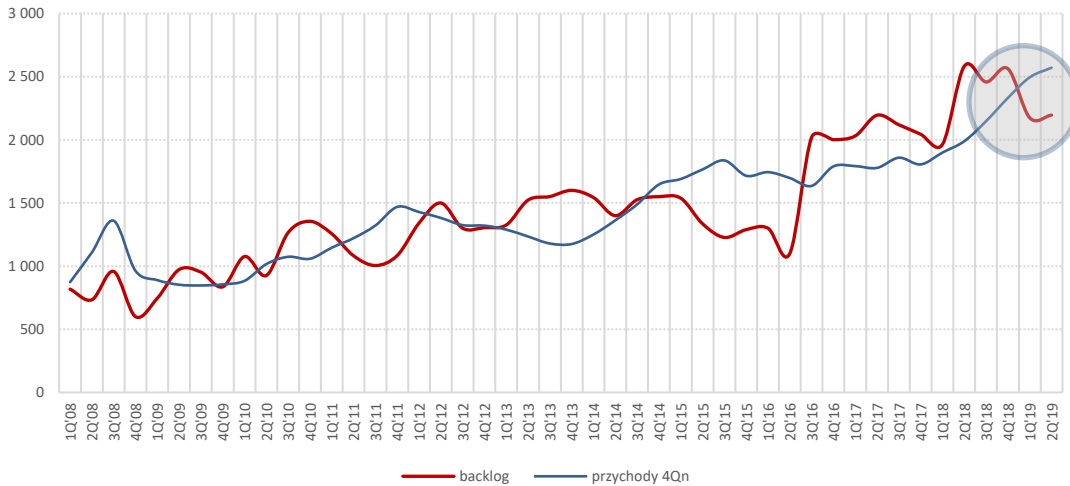
| Data | Kontrahent | Kontrakt | Wartość netto zlecenia [mln PLN] | Termin zakończenia |
|------------|---------------------------|---|----------------------------------|--------------------|
| 23.09.2019 | Śl. Cent. Chorób Serca | Budowa ośrodka kliniczno-naukowego w Zabrze | 108 | 2022.08 |
| 08.08.2019 | PW Lichnowy | Budowa farmy wiatrowej Lichnowy | 23 | 2020.06 |
| 30.07.2019 | Lake Hill | Budowa inwestycji Lake Hill II | 26 | 2020.12 |
| 25.07.2019 | Szp. Woj. w Rzeszowie | Rozbudowa Podkarpackiego Centrum Chorób Płuc | 29 | 2021.03 |
| 24.07.2019 | Morskie Centrum Nauki | Realizacja budynku Morskiego Centrum Nauki w Szczecinie | 74 | 2021.03 |
| 17.07.2019 | Bouygues Immobilier | Budowa 2 budynków mieszkalnych przy ul. Milczańskiej w Poznaniu. | 83 | 2021.07 |
| 06.06.2019 | Szp. Klin. nr4 w Lublinie | Wykonanie prac termomodernizacyjnych na budynku szpitala | 37 | 2021.09 |
| 30.05.2019 | Szpital im. L. Rydygiera | Wykonanie prac termomodernizacyjnych na budynku szpitala | 34 | 2021.11 |
| 23.05.2019 | PW Gaworzyce | Roboty budowlane przy budowie farmy wiatrowej Żukowice | 25 | 2020.06 |
| 15.05.2019 | PflegeQuartier | Budowa kompleksu dla seniorów w Duren | 64 | 2020.05 |
| 13.05.2019 | Echo | Wykonawstwo budynku pensjonatu | 33 | 2020.12 |
| 10.05.2019 | Potęgowo Winery | Budowa farmy wiatrowej Potęgowo – Zachód | 66 | 2020.05 |
| 06.05.2019 | CG Gruppe | Budowa wielofunkcyjnego budynku UNT UpperNord Tower | 103 | 2021.09 |
| 26.04.2019 | OSIR Stargard | Rozbudowa krytej pływalni miejskiej | 32 | 2020.10 |
| 17.04.2019 | VD | Budowa inwestycji deweloperskiej Legnicka 33 we Wrocławiu | 67 | 2020.11 |
| 11.01.2019 | Windfarm Polska II | Budowa farmy wiatrowej Barwice | 30 | 2020.02 |
| 20.12.2018 | Equal Real Estate | Budowa budynku usługowo-hotelowego w Krakowie | 40 | 2020.08 |
| 17.12.2018 | GDDKIA | Remonty nawierzchni dróg krajowych w latach 2018-2021 (Nakło/Świecie/Toruń) | 13 | 2021.11 |
| 21.11.2018 | Miasto Bydgoszcz | Budowa trasy tramwajowej wzdłuż ul. Kujawskiej w Bydgoszczy - umowa ramowa | 68 | 2020.11 |
| 19.11.2018 | Objektgesellschaft C. | Budowa hotelu Carre Belge w Kolonii | 24 | 2019.11 |
| 16.11.2018 | Best Developer | Budowa budynku mieszkalnego ul. Chmielewskiego w Szczecinie – Etap I | 29 | 2020.08 |
| 19.10.2018 | m. st. Warszawa | Budowa szkoły podstawowej na Białolece w Warszawie | 44 | 2020.07 |
| 19.10.2018 | KCRIO | Rozbudowę obiektu w Krakowskim Centrum Rehabilitacji i Ortopedii | 23 | 2019.09 |
| 17.10.2018 | GDDKIA | Projekt i budowa drogi S3 Kamienna Góra Północ - granica państwa | 358 | 2021.11 |
| 16.10.2018 | Oleofarm | Rozbudowa zakładu Oleofarm | 23 | 2019.08 |
| 10.10.2018 | Tauron | Remont kapitalny kotła (Elektrownia Siersza w Trzebini) | 21 | 2019.06 |
| 01.10.2018 | Sanok Rubber | Budowy hali produkcyjno-magazynowej | 50 | 2020.02 |
| 01.10.2018 | Nowa Metale | Budowy hali produkcyjno-magazynowej | 41 | 2019.10 |
| 14.09.2018 | MOSIR Toruń | Modernizacja i rozbudowa budynku basenu przy ul. Bażyńskich w Toruniu | 42 | 2020.07 |
| 06.09.2018 | Solny Investment | Rozbudowa Hotelu Solny w Kołobrzegu | 26 | 2020.03 |
| 29.08.2018 | M. Tomaszów Lubelski | Modernizacja budynków OSIR w Tomaszowie Lubelskim | 26 | 2020.10 |
| 28.08.2018 | Lidl | Budowa Centrum Dystrybucyjnego Lidl Stargard | 196 | 2019.08 |
| 23.08.2018 | Woj. Pomorskie | Rozbudowa drogi wojewódzkiej nr 209 (Borzytuchom – Bytów) | 32 | 2019.09 |
| 16.08.2018 | Potęgowo Winery | Budowa farmy wiatrowej Potęgowo – Wschód etap II | 85 | 2020.05 |
| 14.08.2018 | ASO MR | Budowa budynku handlowo – usługowego w Krakowie | 42 | 2019.12 |
| 14.08.2018 | Ogrody Różane | Budowa budynku mieszkalnego przy ul. Smoluchowskiego 3 w Poznaniu | 31 | 2020.03 |
| 01.08.2018 | Polnord | Budowa II i III etapu inwestycji Fotoplastykon w Gdańsku | 52 | 2020.09 |
| 16.07.2018 | Chopin Airport Dev. | Budowa hotelu Holiday Inn Express Jasionka | 34 | 2019.09 |
| 08.06.2018 | ZA Puławy | Budowa "pod klucz" instalacji odzotowania SCR wraz z kompleksową modernizacją kotła | 43 | 2020.03 |
| 07.06.2018 | VD | GW I etapu inwestycji Port Popowice - faza II | 71 | 2020.09 |
| 07.06.2018 | VD | GW I etapu inwestycji Port Popowice - faza I | 44 | 2019.10 |
| 04.06.2018 | Neuca | Etap III budowy Centrum Dystrybucji i Nowej Centrali | 91 | 2019.12 |
| 25.05.2018 | VD | Budowa X etapu inwestycji Promenady Wrocławskie | 48 | 2020.10 |
| 25.05.2018 | VD | Budowa inwestycji Dorzecze Legnickiej - etap III | 47 | 2019.11 |
| 16.05.2018 | Wilma DW | Budowa budynku mieszkalno-biurowego | 29 | 2019.02 |
| 14.05.2018 | Gmina Lublin | Budowa budynku wielofunkcyjnego przy ul. Berylowej w Lublinie | 56 | 2020.06 |
| 26.04.2018 | UM w Łodzi | Budowa Zespołu Poradni Specjalistycznych i Serwerowni | 24 | 2019.06 |
| 25.04.2018 | Student Depot Foxtrot | GW inwestycji Akademik Foxtrot w Warszawie. | 40 | 2019.09 |
| 17.04.2018 | Cedrowa | GW etapu F zespołu budynków mieszkalnych w Gdańsku przy ul. Cedrowej | 29 | 2019.09 |
| 16.03.2018 | Gdański UM | GW budynku A w Centrum Medycyny Nieinwazyjnej | 152 | 2020.12 |
| 15.03.2018 | Michelin Polsk | Budowa kotłowni gazowej | 38 | 2019.12 |
| 07.03.2018 | VD | Budowa inwestycji Dorzecze Legnickiej | 29 | 2019.06 |
| 23.02.2018 | Grupa Lar | Budowa II etapu inwestycji Bliskie Bemowo | 18 | 2019.03 |

Źródło: BDM S.A., spółka

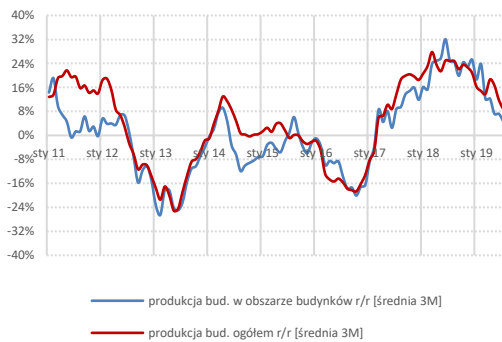
Struktura czasowa pozyskania kontraktów do finalizacji w latach 2018-21 [mln PLN]*

| kontrakty finalizowane w: | zawarte w: | | | | | | | |
|---------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1H'16 | 2H'16 | 1H'17 | 2H'17 | 1H'18 | 2H'18 | 1H'19 | 2H'19 |
| 2018 | 644 | 445 | 357 | 138 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2019 | 38 | 145 | 81 | 402 | 388 | 434 | 0 | 0 |
| 2020 | 0 | 0 | 0 | 0 | 370 | 492 | 316 | 49 |
| 2021 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 371 | 174 | 187 |
| 2022 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 108 |

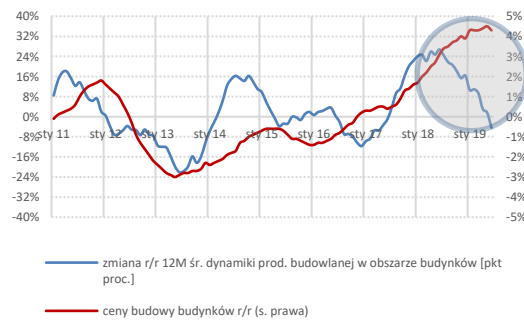
Źródło: BDM S.A., spółka, *dotyczy kontraktów wg raportów bieżących (bez kontraktów anulowanych)

Portfel zamówień [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Dynamika produkcji bud. w obszarze budynków r/r – średnia 3M


Źródło: BDM S.A., GUS

Dynamika cen w obszarze budowy budynków vs zmiana średniej 12M dynamiki produkcji bud. w obszarze budynków r/r


Źródło: BDM S.A., GUS

Backlog spółki po 2Q'19 wynosił 2,20 mld PLN (-15% r/r). Rok temu portfel osiągnął swoje historyczne maksimum. Portfel na sam okres 2H'19 wynosi ok. 1,1 mld PLN. Dynamiki przychodów w 2H'19 mogą być ujemne (w 2H'18 spółka wypracowała blisko 1,4 mld PLN przychodów).

Portfel opiera się głównie na kubaturze (1,37 mld PLN) – teoretycznie ma krótsze duration niż w przypadku spółek infrastrukturalnych. W części inżynierskiej (0,66 mld PLN) znaczącą część stanowi kontrakt P&B na drogę S3 podpisany w 4Q'18 (na razie znajduje się w fazie projektowania). W najbliższych kwartałach wzrost znaczenia w przychodach powinien uzyskać obszar kontraktów z OZE (zawarte kontrakty na farmy wiatrowe).

Od 2H'17 na nowych kontraktach spółki budowlane wyraźnie podwyższyły już ceny. Sprzed tego okresu w portfelu Erbudu pozostało już niewiele zleceń w realizacji. W obecnym portfelu wyraźnie już dominują kontrakty podpisane od 2018 roku, kiedy zmiany warunków cenowych były już wyraźnie uwzględniane przez generalnych wykonawców.

WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 2Q'2019

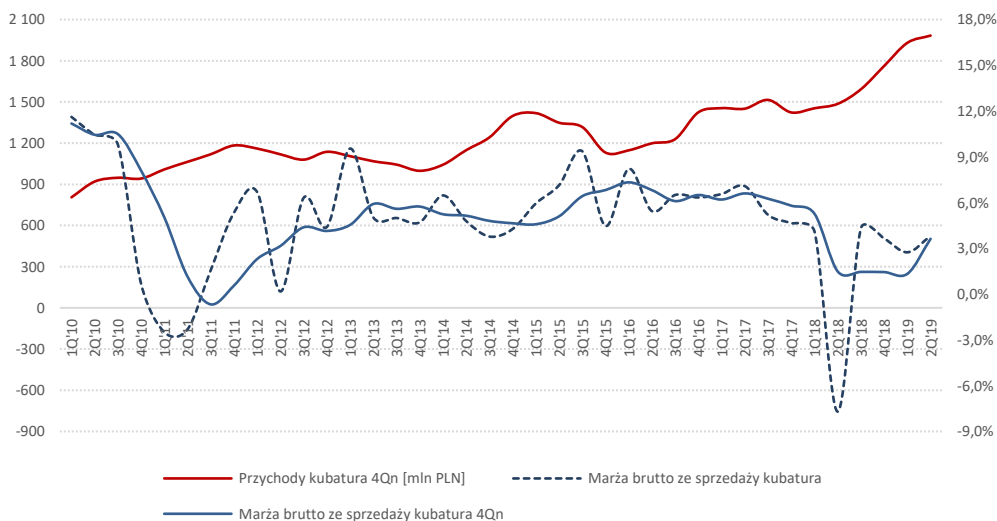
| | 2Q'18 | 2Q'19 | zmiana r/r | 2Q'19P BDM | odch | 2Q'19P kons PAP | odch | 1H'18 | 1H'19 | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|-------|------------|------------|--------|-----------------|--------|-------|---------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 527,4 | 597,8 | 13,3% | 595,2 | 0,4% | 583,5 | 2,4% | 959,8 | 1 198,7 | 24,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | -14,6 | 35,0 | - | 36,1 | -2,9% | - | - | 10,0 | 62,6 | 525,0% |
| Zysk na sprzedaży | -39,9 | 7,3 | - | 10,5 | -30,4% | - | - | -38,2 | 9,5 | - |
| EBITDA | -40,9 | 25,6 | - | 15,9 | 60,9% | 14,6 | 75,3% | -33,2 | 35,8 | - |
| EBIT | -45,4 | 19,6 | - | 10,5 | 86,6% | 9,4 | 108,5% | -40,4 | 25,4 | - |
| Zysk (strata) brutto | -43,8 | 17,6 | - | 8,8 | 100,4% | - | - | -36,7 | 21,0 | - |
| Zysk (strata) netto | -32,9 | 14,0 | - | 6,1 | 129,6% | 5,8 | 141,5% | -28,4 | 15,8 | - |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | -2,8% | 5,9% | | 6,1% | | - | | 1,0% | 5,2% | |
| Marża EBITDA | -7,8% | 4,3% | | 2,7% | | 2,5% | | -3,5% | 3,0% | |
| Marża EBIT | -8,6% | 3,3% | | 1,8% | | 1,6% | | -4,2% | 2,1% | |
| Marża zysku netto | -6,2% | 2,3% | | 1,0% | | 1,0% | | -3,0% | 1,3% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP

Zaprezentowane przez spółkę wynik 2Q'19 na poziomie EBIT były wyraźnie powyżej konsensusu i oczekiwań. Wpływ na to miało jednak +6,9 mln PLN salda pozostałej działalności operacyjnej (głównie +4,7 mln PLN z ostatecznego rozliczenia sprzedaży Budlexu) oraz +5,4 mln PLN odwrócenia wartości aktywów (głównie rozwiązanie rezerw na należności).

- Przychody ze sprzedaży były zgodne z oczekiwaniami i wyniosły blisko 0,6 mld PLN.
- Marża brutto ze sprzedaży 5,9% - nieco poniżej naszych założeń. Marża brutto w kubaturze wyniosła 3,8% (rok temu w 2Q'18 było to -7,7% ze względu na aktualizację kontraktów). Nieznaczna poprawa vs 1Q'19 (2,7%).
- Nadal rosną koszty zarządu (26,3 mln PLN w 2Q'19 vs 24,0 mln PLN rok temu) – przyrost przede wszystkim w obszarze przemysłu/energetyki.
- Wynik na sprzedaży wyniósł 7,3 mln PLN. Natomiast EBIT sięgnął 19,6 mln PLN, wsparty przez wspomniane wcześniej one-offy.
- Wynik netto ukształtował się na poziomie 14,0 mln PLN vs -32,9 mln PLN straty rok temu (spółka dokonała wtedy dużej aktualizacji kontraktów)
- Dług netto: 69,2 mln PLN (w tym uwzględnione jest 4,3 mln PLN gotówki zgromadzonej na rachunkach VAT).
- CF operacyjny w 2Q'19 wyniósł -16,7 mln PLN (-124,9 mln PLN w całym 1H'19).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki i prognozy wg segmentów [mln PLN]

| | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19P | 4Q'19P | 2017 | 2018 | 2019P |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Przychody | 344,1 | 432,3 | 505,9 | 523,3 | 437,9 | 521,8 | 664,8 | 707,3 | 601,0 | 597,8 | 552,1 | 553,3 | 1 805,5 | 2 331,9 | 2 304,1 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 24,9 | 35,6 | 31,6 | 39,6 | 24,6 | -14,6 | 42,0 | 37,2 | 27,6 | 35,0 | 40,0 | 35,5 | 131,6 | 89,1 | 138,1 |
| rentowność | 7,2% | 8,2% | 6,2% | 7,6% | 5,6% | -2,8% | 6,3% | 5,3% | 4,6% | 5,9% | 7,3% | 6,4% | 7,3% | 3,8% | 6,0% |
| SG&A | 23,4 | 24,6 | 22,0 | 21,5 | 23,0 | 25,3 | 25,5 | 23,8 | 25,4 | 27,7 | 27,2 | 25,5 | 91,5 | 97,6 | 105,8 |
| Saldo PPO/PKO | 2,5 | -0,1 | 0,6 | -5,4 | 3,3 | -5,5 | -3,2 | -3,5 | 3,6 | 12,3 | 0,0 | -0,9 | -2,4 | -8,8 | 15,0 |
| EBIT | 3,9 | 10,9 | 10,2 | 12,7 | 4,9 | -45,4 | 13,3 | 9,8 | 5,8 | 19,6 | 12,9 | 9,1 | 37,7 | -17,3 | 47,3 |
| rentowność | 1,1% | 2,5% | 2,0% | 2,4% | 1,1% | -8,7% | 2,0% | 1,4% | 1,0% | 3,3% | 2,3% | 1,6% | 2,1% | -0,7% | 2,1% |
| Kubatura | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19P | 4Q'19P | 2017 | 2018 | 2019P |
| Przychody | 293,0 | 352,0 | 397,8 | 380,3 | 323,7 | 384,0 | 504,3 | 549,8 | 492,4 | 436,6 | 378,2 | 384,9 | 1 423,1 | 1 761,7 | 1 692,0 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 19,2 | 24,9 | 20,7 | 17,7 | 13,3 | -29,6 | 21,8 | 20,0 | 13,5 | 16,7 | 17,0 | 17,3 | 82,5 | 25,5 | 64,5 |
| rentowność | 6,6% | 7,1% | 5,2% | 4,7% | 4,1% | -7,7% | 4,3% | 3,6% | 2,7% | 3,8% | 4,5% | 4,5% | 5,8% | 1,4% | 3,8% |
| EBIT | 8,1 | 6,6 | 5,9 | 5,0 | 3,9 | -47,4 | 4,9 | 6,7 | 3,9 | 7,9 | 2,5 | 3,9 | 25,6 | -31,9 | 18,3 |
| rentowność | 2,8% | 1,9% | 1,5% | 1,3% | 1,2% | -12,3% | 1,0% | 1,2% | 0,8% | 1,8% | 0,7% | 1,0% | 1,8% | -1,8% | 1,1% |
| Inżynieryjno-drogowe | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19P | 4Q'19P | 2017 | 2018 | 2019P |
| Przychody | 12,6 | 16,0 | 44,5 | 83,7 | 49,8 | 64,6 | 66,7 | 73,0 | 34,1 | 80,8 | 80,1 | 84,0 | 156,8 | 254,1 | 279,0 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 2,4 | 4,0 | 4,1 | 14,6 | 5,1 | 4,8 | 4,8 | 6,6 | 4,9 | 6,6 | 8,0 | 8,4 | 25,1 | 21,3 | 28,0 |
| rentowność | 18,8% | 24,9% | 9,3% | 17,5% | 10,2% | 7,5% | 7,2% | 9,0% | 14,4% | 8,2% | 10,0% | 10,0% | 16,0% | 8,4% | 10,0% |
| EBIT | -1,0 | 1,8 | 2,2 | 10,7 | 2,1 | 1,4 | 2,4 | 3,5 | 0,5 | 3,7 | 5,0 | 4,8 | 13,7 | 9,3 | 14,0 |
| rentowność | -7,8% | 11,6% | 4,9% | 12,8% | 4,3% | 2,1% | 3,5% | 4,8% | 1,6% | 4,5% | 6,3% | 5,7% | 8,8% | 3,7% | 5,0% |
| Energetyka | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19P | 4Q'19P | 2017 | 2018 | 2019P |
| Przychody | 38,5 | 64,2 | 63,5 | 59,2 | 63,5 | 72,8 | 93,9 | 84,8 | 74,6 | 80,3 | 93,9 | 84,8 | 225,5 | 314,9 | 333,5 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 3,3 | 6,6 | 6,7 | 7,3 | 6,0 | 9,8 | 16,3 | 9,9 | 9,0 | 11,6 | 15,0 | 9,7 | 23,9 | 41,9 | 45,4 |
| rentowność | 8,5% | 10,3% | 10,6% | 12,3% | 9,4% | 13,4% | 17,4% | 11,7% | 12,1% | 14,5% | 16,0% | 11,5% | 10,6% | 13,3% | 13,6% |
| EBIT | -1,9 | 0,8 | 2,2 | 1,5 | -0,3 | 4,7 | 6,8 | 0,7 | 1,4 | 3,4 | 5,3 | 0,4 | 2,6 | 11,9 | 10,5 |
| rentowność | -4,9% | 1,2% | 3,5% | 2,6% | -0,5% | 6,4% | 7,3% | 0,8% | 1,9% | 4,2% | 5,7% | 0,4% | 1,2% | 3,8% | 3,1% |
| Pozostałe | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19P | 4Q'19P | 2017 | 2018 | 2019P |
| Przychody | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 1,0 | 0,5 | -0,1 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | 0,1 | 1,2 | -0,4 |
| Zysk brutto ze sprzed. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,4 | -0,9 | 0,7 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,3 |
| EBIT | -1,3 | 1,7 | -0,1 | -4,6 | -0,8 | -4,0 | -0,7 | -1,1 | -0,1 | 4,7 | 0,0 | 0,0 | -4,3 | -6,6 | 4,6 |
| backlog | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19P | 4Q'19P | 2017 | 2018 | 2019P |
| | 2 031 | 2 195 | 2 119 | 2 044 | 1 964 | 2 583 | 2 458 | 2 563 | 2 174 | 2 196 | 1 994 | 2 000 | 2 044 | 2 563 | 2 000 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

| | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 2017 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 2018 | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19P | 4Q'19P | 2019P |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|--------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 344,1 | 432,2 | 505,9 | 523,3 | 1 805,5 | 432,4 | 527,4 | 664,8 | 707,3 | 2 331,9 | 601,0 | 597,8 | 552,1 | 553,3 | 2 304,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 24,9 | 35,6 | 31,6 | 39,6 | 131,6 | 24,6 | -14,6 | 42,0 | 37,2 | 89,1 | 27,6 | 35,0 | 40,0 | 35,5 | 138,1 |
| Zysk na sprzedaży | 1,5 | 11,0 | 9,6 | 18,1 | 40,1 | 1,7 | -39,9 | 16,5 | 13,3 | -8,5 | 2,2 | 7,3 | 12,9 | 9,9 | 32,3 |
| EBITDA | 5,9 | 14,2 | 12,5 | 16,2 | 48,9 | 7,7 | -40,9 | 16,4 | 14,5 | -2,3 | 10,2 | 25,6 | 17,4 | 14,1 | 67,3 |
| EBIT | 3,9 | 10,9 | 10,2 | 12,7 | 37,7 | 4,9 | -45,4 | 13,3 | 9,8 | -17,3 | 5,8 | 19,6 | 12,9 | 9,1 | 47,3 |
| Zysk (strata) brutto | 0,3 | 9,0 | 10,0 | 11,0 | 30,4 | 7,1 | -43,8 | 7,6 | 7,5 | -21,6 | 3,4 | 17,6 | 11,2 | 7,1 | 39,2 |
| Zysk (strata) netto | 0,3 | 6,8 | 7,8 | 7,6 | 22,6 | 4,5 | -32,9 | 4,8 | 3,2 | -20,4 | 1,8 | 14,0 | 7,8 | 4,5 | 28,1 |
| Marża brutto ze sprzedaży | 7,2% | 8,2% | 6,2% | 7,6% | 7,3% | 5,7% | -2,8% | 6,3% | 5,3% | 3,8% | 4,6% | 5,9% | 7,3% | 6,4% | 6,0% |
| Marża EBITDA | 1,7% | 3,3% | 2,5% | 3,1% | 2,7% | 1,8% | -7,8% | 2,5% | 2,1% | -0,1% | 1,7% | 4,3% | 3,2% | 2,5% | 2,9% |
| Marża EBIT | 1,1% | 2,5% | 2,0% | 2,4% | 2,1% | 1,1% | -8,6% | 2,0% | 1,4% | -0,7% | 1,0% | 3,3% | 2,3% | 1,6% | 2,1% |
| Marża zysku netto | 0,1% | 1,6% | 1,5% | 1,5% | 1,2% | 1,0% | -6,2% | 0,7% | 0,5% | -0,9% | 0,3% | 2,3% | 1,4% | 0,8% | 1,2% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Backlog spółki po 2Q'19 wynosił 2,2 mld PLN (-15% r/r). Portfel na sam okres 2H'19 wynosi ok. 1,1 mld PLN. Dynamiki przychodów w 2H'19 mogą być więc ujemne (w 2H'18 spółka wypracowała blisko 1,4 mld PLN przychodów). W najbliższych kwartałach wzrost znaczenia w przychodach powinien uzyskać obszar kontraktów z OZE (zawarte kontrakty na farmy wiatrowe). W części inżynierskiej znaczącą część portfela stanowi także kontrakt P&B na drogę S3 podpisany w 4Q'18, który jednak na razie znajduje się w fazie projektowania.

Od 2H'17 na nowych kontraktach spółki budowlane wyraźnie podwyższały już ceny. Sprzed tego okresu w portfelu Erbudu pozostało już niewiele zleceń w realizacji. W obecnym portfelu wyraźnie już dominują kontrakty podpisane od 2018 roku, kiedy zmiany warunków cenowych były już wyraźnie uwzględniane przez generalnych wykonawców.

Według ostatnich zapowiedzi zarządu w 2019 roku spółka spodziewa się przychodów w przedziale 2,1-2,3 mld PLN. W 1H'19 spółka miała 2,1% marży EBIT, celem grupy jest utrzymanie „zblizonego poziomu rentowności w kolejnych miesiącach”. Erbud chciałby zbliżyć się do poziomu 2,5% marży operacyjnej w 2020 roku, a w kolejnych latach osiągać rentowność bliżej 3% (cel ten był już wielokrotnie stawiany przed spółką w poprzednich latach, jednak dotychczas nie udało się go zrealizować).

Zakładamy, że w całym 2019 roku EBIT może wynieść ok. 47 mln PLN (2,1% marży). Przy czym zwracamy uwagę, że uwzględnia on ok. 16-17 mln PLN one-offów, zaksięgowanych w 1H'19. W tej sytuacji oczyszczony wynik (zysk na sprzedaży) to w naszych prognozach 32 mln PLN (1,4% marży).

W 2020 zakładamy słabsze raportowane wyniki (brak dodatnich one-offów), natomiast na oczyszczonych poprawę r/r. Nie zakładamy jednak poprawy jaką implikowałyby osiągnięcie marż, w które celuje zarząd spółki (w naszych prognozach marża na sprzedaży rośnie do 1,8% w latach 2020-21).

Ze względu na ograniczenia rynkowe w dostępie do kadr, celem zarządu na kolejne okresy nie jest wzrost sprzedaży, a poprawa generowanej rentowności. Spółka liczy m.in. na kontynuację ożywienia w OZE (państwowe podmioty zapowiedziały duże inwestycje w farmy wiatrowe i fotowoltaikę).

W kolejnych latach przyjmujemy, że spółka będzie generować ok 2,0-2,1 mld PLN rocznie. W modelu zakładamy, że oczyszczona marża operacyjna spółki nie przekroczy poziomu 2%. W latach 2006-2009 spółka miała 5-6% marży a w kolejnych latach 2,2-2,9%, poza latami 2011 i 2018, kiedy odnotowano ujemną rentowność. Średnia ważona rentowność za okres 2010-18 to 1,6%.

Jednorazowym czynnikiem, który mógłby w przyszłości ją poprawić, potencjalnie może być korzystne rozstrzygnięcie spornej sprawy o opcje walutowe z Bankiem Millennium. Sprawa może potrwać jednak jeszcze dłuższy okres czasu (nie spodziewamy się ostatecznego rozstrzygnięcia w tym roku).

Prognozy rynkowe uwzględnione w konsensusie nie są zbyt wymagające. Według Bloomberg jest to na poziomie EBIT 30 mln PLN na 2019 rok i 33 mln PLN na 2020 rok, podczas gdy w 1H'19 spółka miała 25 mln PLN EBIT (przy tym jednak tylko 9 mln PLN zysku na sprzedaży, reszta to one-offy).

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

| | 2018P poprzednio | 2018 raport | zmiana | 2019P poprzednio | 2019P aktualnie | zmiana | 2020P poprzednio | 2020P aktualnie | zmiana |
|---------------------|---------------------|----------------|--------|---------------------|--------------------|--------|---------------------|--------------------|--------|
| Przychody | 1 852,1 | 2 331,9 | 25,9% | 1 890,6 | 2 304,1 | 21,9% | 1 912,5 | 2 073,7 | 8,4% |
| EBITDA | 26,3 | -2,3 | - | 31,3 | 67,3 | 115,0% | 44,4 | 56,5 | 27,2% |
| EBIT | 13,8 | -17,3 | - | 18,8 | 47,3 | 151,6% | 31,9 | 36,5 | 14,4% |
| Zysk (strata) netto | 7,1 | -20,4 | - | 7,7 | 28,1 | 265,0% | 18,8 | 19,7 | 4,7% |
| Marża EBITDA | 1,4% | -0,1% | | 1,7% | 2,9% | | 2,3% | 2,7% | |
| Marża EBIT | 0,7% | -0,7% | | 1,0% | 2,1% | | 1,7% | 1,8% | |
| Marża zysku netto | 0,4% | -0,9% | | 0,4% | 1,2% | | 1,0% | 0,9% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * z 26/07/2018

Prognozy BDM vs konsensus* [mln PLN]

| | 2019P BDM | 2019 kons | odchyl. | 2020P BDM | 2020 kons | odchyl. | 2021P BDM | 2021 kons | odchyl. |
|------------------------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 2 304,1 | 2 403,0 | -4,1% | 2 073,7 | 2 279,0 | -9,0% | 2 091,2 | 2 358,0 | -11,3% |
| Zysk na sprzedaży | 32,3 | - | - | 36,5 | - | - | 36,8 | - | - |
| EBITDA | 67,3 | 52,9 | 27,2% | 56,5 | 50,0 | 13,0% | 58,1 | 50,3 | 15,4% |
| EBIT | 47,3 | 30,3 | 56,1% | 36,5 | 33,9 | 7,7% | 36,8 | 37,7 | -2,4% |
| Zysk (strata) netto | 28,1 | 20,2 | 39,1% | 19,7 | 20,6 | -4,5% | 20,7 | 23,6 | -12,4% |
| Marża EBITDA | 2,9% | 2,2% | | 2,7% | 2,2% | | 2,8% | 2,1% | |
| Marża EBIT | 2,1% | 1,3% | | 1,8% | 1,5% | | 1,8% | 1,6% | |
| Marża zysku netto | 1,2% | 0,8% | | 0,9% | 0,9% | | 1,0% | 1,0% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *Bloomberg na 6/09/2019

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

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 1 692,1 | 1 763,3 | 1 789,8 | 1 805,5 | 2 331,9 | 2 304,1 | 2 073,7 | 2 091,2 | 1 994,0 | 1 987,7 | 1 990,2 | 2 009,4 | 2 028,9 | 2 048,7 | 2 068,6 |
| zmiana r/r | 38,3% | 4,2% | 1,5% | 0,9% | 29,2% | -1,2% | -10,0% | 0,8% | -4,7% | -0,3% | 0,1% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 99,2 | 121,7 | 129,5 | 131,6 | 89,1 | 138,1 | 140,2 | 142,6 | 138,9 | 138,5 | 138,3 | 138,9 | 139,6 | 140,2 | 140,9 |
| rentowność | 5,9% | 6,9% | 7,2% | 7,3% | 3,8% | 6,0% | 6,8% | 6,8% | 7,0% | 7,0% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,8% | 6,8% |
| EBITDA | 52,0 | 62,1 | 56,7 | 48,9 | -2,3 | 67,3 | 56,5 | 58,1 | 55,2 | 54,9 | 54,4 | 54,5 | 54,7 | 54,8 | 54,9 |
| rentowność | 3,1% | 3,5% | 3,2% | 2,7% | -0,1% | 2,9% | 2,7% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| EBITDA skoryg. | 46,6 | 54,2 | 54,8 | 51,3 | 6,5 | 52,3 | 56,5 | 58,1 | 55,2 | 54,9 | 54,4 | 54,5 | 54,7 | 54,8 | 54,9 |
| rentowność | 2,8% | 3,1% | 3,1% | 2,8% | 0,3% | 2,3% | 2,7% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| EBIT | 43,1 | 51,5 | 45,8 | 37,7 | -17,3 | 47,3 | 36,5 | 36,8 | 33,6 | 33,1 | 32,2 | 32,1 | 31,9 | 31,8 | 31,7 |
| rentowność | 2,5% | 2,9% | 2,6% | 2,1% | -0,7% | 2,1% | 1,8% | 1,8% | 1,7% | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,5% |
| Zysk brutto | 36,1 | 44,8 | 43,2 | 30,4 | -21,6 | 39,2 | 27,8 | 29,0 | 26,6 | 26,9 | 26,9 | 27,6 | 28,3 | 28,9 | 29,6 |
| rentowność | 2,1% | 2,5% | 2,4% | 1,7% | -0,9% | 1,7% | 1,3% | 1,4% | 1,3% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Zysk netto | 26,4 | 27,8 | 36,0 | 22,6 | -20,4 | 28,1 | 19,7 | 20,7 | 19,0 | 19,3 | 19,2 | 19,8 | 20,3 | 20,8 | 21,4 |
| rentowność | 1,6% | 1,6% | 2,0% | 1,2% | -0,9% | 1,2% | 0,9% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Budownictwo kubaturowe | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Przychody | 1 397,5 | 1 131,0 | 1 424,3 | 1 423,1 | 1 761,7 | 1 692,0 | 1 353,6 | 1 353,6 | 1 353,6 | 1 353,6 | 1 353,6 | 1 367,2 | 1 380,4 | 1 393,9 | 1 407,4 |
| zmiana r/r | 40,0% | -19,1% | 25,9% | -0,1% | 23,8% | -4,0% | -20,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 64,9 | 77,1 | 92,5 | 82,5 | 25,5 | 64,5 | 64,3 | 64,3 | 64,3 | 64,3 | 63,6 | 63,6 | 63,5 | 63,4 | 63,3 |
| rentowność | 4,6% | 6,8% | 6,5% | 5,8% | 1,4% | 3,8% | 4,8% | 4,8% | 4,8% | 4,8% | 4,7% | 4,7% | 4,6% | 4,6% | 4,5% |
| EBIT | 25,3 | 32,7 | 36,7 | 25,6 | -31,9 | 18,3 | 9,9 | 9,9 | 9,6 | 9,3 | 8,4 | 8,1 | 7,7 | 7,4 | 7,0 |
| rentowność | 1,8% | 2,9% | 2,6% | 1,8% | -1,8% | 1,1% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,5% | 0,5% |
| Deweloperka | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Przychody | 45,4 | 47,9 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| zmiana r/r | -6,3% | 5,3% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 4,8 | 6,7 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| rentowność | 10,5% | 13,9% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBIT | 8,4 | 10,0 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| rentowność | 18,5% | 20,9% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Sprzedaż notarialna [szt] | 168 | 176 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inżynierijno-drogowe | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Przychody | 160,2 | 330,7 | 141,8 | 156,8 | 254,1 | 279,0 | 370,3 | 370,3 | 269,3 | 259,3 | 258,1 | 260,0 | 262,4 | 264,8 | 267,3 |
| zmiana r/r | 66,5% | 106,5% | -57,1% | 10,6% | 62,1% | 9,8% | -30,0% | 0,0% | 20,0% | -3,7% | -0,5% | 0,7% | 0,9% | 0,9% | 0,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 16,0 | 21,0 | 15,3 | 25,1 | 21,3 | 28,0 | 28,4 | 28,4 | 24,2 | 23,3 | 23,2 | 23,4 | 23,6 | 23,8 | 24,1 |
| rentowność | 10,0% | 6,4% | 10,8% | 16,0% | 8,4% | 10,0% | 7,7% | 7,7% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% |
| EBIT | 5,7 | 9,8 | 6,5 | 13,7 | 9,3 | 14,0 | 14,1 | 13,8 | 10,7 | 10,3 | 10,3 | 10,3 | 10,4 | 10,5 | 10,6 |
| rentowność | 3,6% | 3,0% | 4,6% | 8,8% | 3,7% | 5,0% | 3,8% | 3,7% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Energetyka/przemysł | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Przychody | 88,9 | 253,7 | 215,1 | 225,5 | 314,9 | 333,5 | 350,2 | 367,7 | 371,4 | 375,1 | 378,9 | 382,6 | 386,5 | 390,3 | 394,2 |
| zmiana r/r | 11,6% | 185,4% | -15,2% | 4,8% | 39,7% | 5,9% | 5,0% | 5,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 13,6 | 16,9 | 21,4 | 23,9 | 41,9 | 45,4 | 47,3 | 49,6 | 50,1 | 50,6 | 51,1 | 51,7 | 52,2 | 52,7 | 53,2 |
| rentowność | 15,3% | 6,7% | 9,9% | 10,6% | 13,3% | 13,6% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% |
| EBIT | 3,7 | -1,0 | 2,3 | 2,6 | 11,9 | 10,5 | 12,3 | 12,9 | 13,0 | 13,1 | 13,3 | 13,4 | 13,5 | 13,7 | 13,8 |
| rentowność | 4,1% | -0,4% | 1,1% | 1,2% | 3,8% | 3,1% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |
| Pozostałe/korekty | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Przychody | 0,0 | 0,0 | 8,7 | 0,1 | 1,2 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EBIT | 0,0 | 0,0 | 0,4 | -4,3 | -6,6 | 4,6 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka

DANE FINANSOWE

| Bilans [mln PLN] | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Aktywa trwałe | 121,1 | 157,7 | 177,9 | 176,6 | 176,5 | 176,5 | 176,6 | 176,6 | 176,6 | 176,7 | 176,8 | 177,0 |
| Wartości niematerialne i prawne | 23,0 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 49,3 | 72,5 | 92,7 | 91,4 | 91,4 | 91,4 | 91,4 | 91,4 | 91,5 | 91,6 | 91,7 | 91,8 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 48,8 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 | 45,7 |
| Aktywa obrotowe | 821,6 | 940,7 | 990,7 | 885,8 | 887,5 | 854,0 | 842,8 | 833,8 | 829,9 | 827,5 | 825,2 | 822,1 |
| Zapasy | 11,6 | 20,1 | 96,0 | 28,8 | 29,0 | 27,7 | 27,6 | 27,6 | 27,9 | 28,2 | 28,5 | 28,7 |
| Należności krótkoterminowe | 603,3 | 693,4 | 729,9 | 656,9 | 662,5 | 631,7 | 629,7 | 630,5 | 636,6 | 642,7 | 649,0 | 655,3 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 201,3 | 221,4 | 158,9 | 194,2 | 190,1 | 188,8 | 179,6 | 169,8 | 159,6 | 150,7 | 141,9 | 132,2 |
| - środki pieniężne | 190,2 | 213,9 | 151,4 | 186,7 | 182,6 | 181,3 | 172,1 | 162,3 | 152,1 | 143,2 | 134,4 | 124,7 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 5,4 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 |
| Aktywa razem | 942,7 | 1 098,4 | 1 168,5 | 1 062,4 | 1 064,0 | 1 030,5 | 1 019,3 | 1 010,4 | 1 006,6 | 1 004,2 | 1 002,0 | 999,1 |
| Kapitał (fundusz) własny | 275,9 | 233,2 | 261,3 | 266,9 | 277,7 | 286,4 | 292,4 | 298,1 | 304,5 | 310,9 | 317,5 | 324,3 |
| Kapitał mniejszości | 10,0 | 7,7 | 8,5 | 9,3 | 10,1 | 10,7 | 11,3 | 11,9 | 12,5 | 13,1 | 13,7 | 14,3 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 656,8 | 857,5 | 898,7 | 786,1 | 776,1 | 733,4 | 715,6 | 700,3 | 689,6 | 680,2 | 670,8 | 660,5 |
| Rezerwy na zobowiązania | 42,5 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 | 61,0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 71,4 | 92,6 | 103,6 | 88,6 | 73,6 | 58,6 | 42,6 | 26,6 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 |
| - w tym zobowiązania oprocentowane | 63,0 | 82,2 | 93,2 | 78,2 | 63,2 | 48,2 | 32,2 | 16,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 542,9 | 703,9 | 734,1 | 636,5 | 641,5 | 613,8 | 612,0 | 612,7 | 618,2 | 608,7 | 599,3 | 589,0 |
| - w tym zobowiązania oprocentowane | 54,4 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 46,0 | 31,0 | 16,0 | 0,0 |
| Pasywa razem | 942,7 | 1 098,4 | 1 168,5 | 1 062,4 | 1 064,0 | 1 030,5 | 1 019,3 | 1 010,4 | 1 006,6 | 1 004,2 | 1 002,0 | 999,1 |

| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody netto ze sprzedaży | 1 805 | 2 332 | 2 304 | 2 074 | 2 091 | 1 994 | 1 988 | 1 990 | 2 009 | 2 029 | 2 049 | 2 069 |
| Koszty produktów, tow. i materiałów | 1 674 | 2 243 | 2 166 | 1 934 | 1 949 | 1 855 | 1 849 | 1 852 | 1 871 | 1 889 | 1 908 | 1 928 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 131,6 | 89,1 | 138,1 | 140,2 | 142,6 | 138,9 | 138,5 | 138,3 | 138,9 | 139,6 | 140,2 | 140,9 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 91,5 | 97,6 | 105,8 | 103,7 | 105,8 | 105,3 | 105,5 | 106,1 | 106,8 | 107,6 | 108,4 | 109,2 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | 40,1 | -8,5 | 32,3 | 36,5 | 36,8 | 33,6 | 33,1 | 32,2 | 32,1 | 31,9 | 31,8 | 31,7 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | -2,3 | -8,8 | 15,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe zyski pozaoperacyjne | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 48,9 | -2,3 | 67,3 | 56,5 | 58,1 | 55,2 | 54,9 | 54,4 | 54,5 | 54,7 | 54,8 | 54,9 |
| EBIT | 37,7 | -17,3 | 47,3 | 36,5 | 36,8 | 33,6 | 33,1 | 32,2 | 32,1 | 31,9 | 31,8 | 31,7 |
| Saldo działalności finansowej | -7,3 | -4,3 | -8,1 | -8,7 | -7,8 | -7,0 | -6,1 | -5,3 | -4,5 | -3,7 | -2,9 | -2,1 |
| Pozostałe zyski | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk (strata) brutto | 30,4 | -21,6 | 39,2 | 27,8 | 29,0 | 26,6 | 26,9 | 26,9 | 27,6 | 28,3 | 28,9 | 29,6 |
| Zysk (strata) netto mniejszości | 1,4 | -0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Zysk (strata) netto* | 22,6 | -20,4 | 28,1 | 19,7 | 20,7 | 19,0 | 19,3 | 19,2 | 19,8 | 20,3 | 20,8 | 21,4 |

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

| CF [mln PLN] | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | -43,9 | 67,4 | -28,4 | 88,6 | 46,5 | 49,5 | 45,0 | 44,0 | 43,3 | 43,3 | 43,2 | 43,2 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 4,6 | -27,6 | -14,7 | -17,0 | -19,4 | -19,8 | -20,2 | -20,5 | -20,9 | -21,2 | -21,5 | -21,9 |
| Przepływy z działalności finansowej | -27,8 | -23,4 | -19,4 | -36,3 | -31,3 | -30,9 | -34,0 | -33,3 | -32,6 | -31,0 | -30,5 | -31,0 |
| Przepływy pieniężne netto | -67,1 | 16,4 | -62,4 | 35,3 | -4,1 | -1,3 | -9,2 | -9,8 | -10,2 | -8,9 | -8,8 | -9,7 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 257,3 | 190,2 | 206,6 | 144,2 | 179,5 | 175,4 | 174,1 | 164,9 | 155,1 | 144,9 | 136,0 | 127,2 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 190,2 | 206,6 | 144,2 | 179,5 | 175,4 | 174,1 | 164,9 | 155,1 | 144,9 | 136,0 | 127,2 | 117,5 |

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|-------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r | 29,2% | -1,2% | -10,0% | 0,8% | -4,7% | -0,3% | 0,1% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBITDA zmiana r/r | - | -2996,0% | -16,1% | 2,8% | -5,0% | -0,4% | -1,1% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,2% |
| EBIT zmiana r/r | - | -373,3% | -22,9% | 0,9% | -8,7% | -1,6% | -2,6% | -0,4% | -0,4% | -0,4% | -0,4% |
| Zysk netto zmiana r/r | - | -237,9% | -30,0% | 5,1% | -8,1% | 1,4% | -0,2% | 2,9% | 2,7% | 2,5% | 2,5% |
| Marża brutto na sprzedaży | 3,8% | 6,0% | 6,8% | 6,8% | 7,0% | 7,0% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,8% | 6,8% |
| Marża EBITDA | -0,1% | 2,9% | 2,7% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Marża EBIT | -0,7% | 2,1% | 1,8% | 1,8% | 1,7% | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,5% |
| Marża brutto | -0,9% | 1,7% | 1,3% | 1,4% | 1,3% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Marża netto | -0,9% | 1,2% | 0,9% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| COGS / przychody | 96,2% | 94,0% | 93,2% | 93,2% | 93,0% | 93,0% | 93,1% | 93,1% | 93,1% | 93,2% | 93,2% |
| SG&A / przychody | 4,2% | 4,6% | 5,0% | 5,1% | 5,3% | 5,3% | 5,3% | 5,3% | 5,3% | 5,3% | 5,3% |
| SG&A / COGS | 4,4% | 4,9% | 5,4% | 5,4% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% |
| ROE | -8,7% | 10,8% | 7,4% | 7,4% | 6,6% | 6,6% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,6% | 6,6% |
| ROA | -1,9% | 2,4% | 1,9% | 1,9% | 1,8% | 1,9% | 1,9% | 2,0% | 2,0% | 2,1% | 2,1% |
| Dług | 128,2 | 139,2 | 124,2 | 109,2 | 94,2 | 78,2 | 62,2 | 46,0 | 31,0 | 16,0 | 0,0 |
| D / (D+E) | 11,7% | 11,9% | 11,7% | 10,3% | 9,1% | 7,7% | 6,2% | 4,6% | 3,1% | 1,6% | 0,0% |
| D / E | 13,2% | 13,5% | 13,2% | 11,4% | 10,1% | 8,3% | 6,6% | 4,8% | 3,2% | 1,6% | 0,0% |
| Odsetki / EBIT | 24,9% | -17,1% | -23,9% | -21,2% | -20,7% | -18,6% | -16,5% | -14,0% | -11,5% | -9,1% | -6,6% |
| Dług / kapitał własny | 55,0% | 53,3% | 46,5% | 39,3% | 32,9% | 26,7% | 20,8% | 15,1% | 10,0% | 5,0% | 0,0% |
| Dług netto | -85,7 | -12,3 | -62,6 | -73,5 | -87,2 | -94,0 | -100,2 | -106,2 | -112,2 | -118,4 | -124,7 |
| Dług netto / kapitał własny | -36,8% | -4,7% | -23,4% | -26,4% | -30,4% | -32,1% | -33,6% | -34,9% | -36,1% | -37,3% | -38,5% |
| Dług netto / EBITDA | 36,9 | -0,2 | -1,1 | -1,3 | -1,6 | -1,7 | -1,8 | -1,9 | -2,1 | -2,2 | -2,3 |
| Dług netto / EBIT | 5,0 | -0,3 | -1,7 | -2,0 | -2,6 | -2,8 | -3,1 | -3,3 | -3,5 | -3,7 | -3,9 |
| EV | 105,8 | 179,3 | 129,0 | 118,1 | 104,4 | 97,6 | 91,4 | 85,4 | 79,3 | 73,1 | 66,8 |
| Dług / EV | 121,1% | 77,6% | 96,3% | 92,4% | 90,2% | 80,1% | 68,0% | 53,9% | 39,1% | 21,9% | 0,0% |
| CAPEX / Przychody | 0,6% | 0,7% | 0,9% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| CAPEX / Amortyzacja | 93,4% | 86,0% | 93,5% | 99,8% | 100,1% | 100,1% | 100,1% | 100,2% | 100,4% | 100,5% | 100,7% |
| Amortyzacja / Przychody | 0,6% | 0,9% | 1,0% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| Zmiana KO / Przychody | -3,9% | 3,6% | -2,2% | 0,0% | -0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -17,3% | -295,0% | 19,5% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% |
| Wskaźniki rynkowe | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| 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* | - | 6,8 | 9,7 | 9,3 | 10,1 | 9,9 | 10,0 | 9,7 | 9,4 | 9,2 | 9,0 |
| P/BV* | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/CE* | - | 4,0 | 4,8 | 4,6 | 4,7 | 4,7 | 4,6 | 4,5 | 4,4 | 4,4 | 4,3 |
| EV/EBITDA* | - | 2,7 | 2,3 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,2 |
| EV/EBIT* | - | 3,8 | 3,5 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,5 | 2,3 | 2,1 |
| EV/S* | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| BVPS | 18,2 | 20,4 | 20,8 | 21,7 | 22,4 | 22,8 | 23,3 | 23,8 | 24,3 | 24,8 | 25,3 |
| EPS | -1,6 | 2,2 | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 1,7 |
| CEPS | -0,4 | 3,8 | 3,1 | 3,3 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,3 | 3,4 | 3,4 | 3,5 |
| DPS | 1,19 | 0,00 | 1,10 | 0,77 | 0,81 | 1,04 | 1,05 | 1,05 | 1,08 | 1,11 | 1,14 |
| Payout ratio | 67,8% | 0,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 70,0% | 70,0% | 70,0% | 70,0% | 70,0% | 70,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 14,95 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Pado**

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa, strategia

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
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 |
|-----------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|-----------------|--------------------|-------|--------|
| Trzymaj | 15,6 | Redukuj | 13,5 | 25.09.2019 | 12:00 CEST | 14,95 | 56 942 |
| Redukuj | 13,5 | Kupuj | 32,0 | 26.07.2018 | 08:50 CEST | 14,9 | 58 630 |
| Kupuj | 32,0 | Akumuluj | 35,0 | 6.09.2017 | 10:50 CEST | 26,5 | 65 115 |
| Akumuluj | 35,0 | Akumuluj | 32,3 (w tym DPS=1,17 PLN) | 3.03.2017 | 13:50 CEST | 30,9 | 59 304 |
| Akumuluj | 32,3 (w tym DPS=1,17 PLN) | Akumuluj | 37,7 | 3.01.2017 | 11:09 CEST | 29,0 | 52 313 |
| Akumuluj | 37,7 | Akumuluj | 28,4 | 1.06.2015 | | 33,7 | 55 641 |
| Akumuluj | 28,4 | - | - | 27.05.2014 | | 25,2 | 52 515 |

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (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 3Q'19*: | , 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 | 17% | 0 | 0% |
| Akumuluj | 5 | 42% | 0 | 0% |
| Trzymaj | 3 | 25% | 0 | 0% |
| Redukuj | 2 | 17% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 0 | 0% |

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. 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 redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 25.09.2019 roku (12:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.09.2019 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 wycytane 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 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 25.09.2019 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.