Dom Maklerski BDM S.A.

ERBUD

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA 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 inżynieryjnej (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 inżynieryjnego (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 rozstrzyganiu nowych przetargów przez GDDKiA w 2019 roku może także sprzyjać w przyszłym roku korzystnej sytuacji na rynku materiałów.

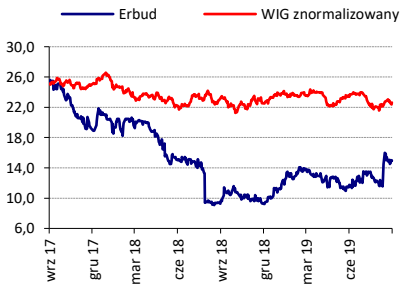
Ze względu na ograniczenia rynkowe w dostępie do kadr, celem zarządu na kolejne okresy nie jest wzrost sprzedaży, a poprawa generowanej rentowności. Spółka liczy m.in. na kontynuację ożywienia w OZE (państwowe podmioty zapowiedziały duże inwestycje w farmy wiatrowe i fotowoltaikę). Nasze założenia w 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 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 kolejnym 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		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%*							
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**									
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 pozotsałej 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 przypisaliśmy 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 Zabrzu	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 Winergy	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 Deweloper	Budowa budynku mieszkalnego ul. Chmielewskiego w Szczecinie – Etap I	29	2020.08
19.10.2018	m. st. Warszawa	Budowa szkoły podstawowej na Białołęce 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 Winergy	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 odazotowania 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

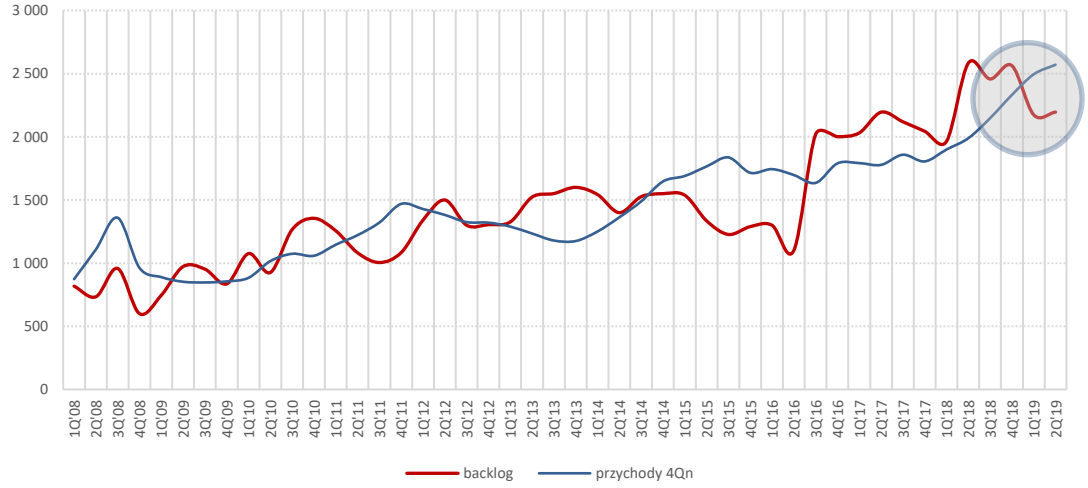
Źródło: BDM S.A., spółka

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

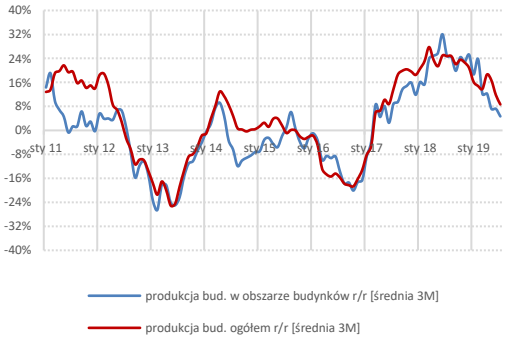
*Źródło: BDM S.A., spółka, *dotyczy kontraktów wg raportów bieżących (bez kontraktów anulowanych)*

Portfel zamówień [mln PLN]



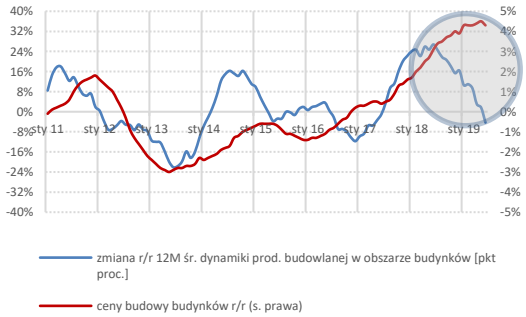
Źródło: BDM S.A., spółka

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 inżynieryjnej (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 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.

WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 2Q'2019

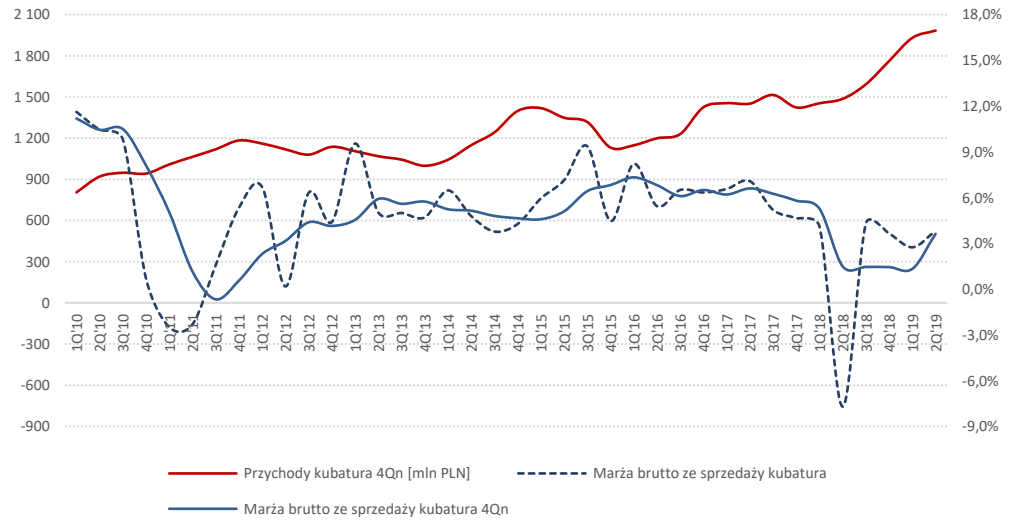
	2Q'18	2Q'19	zmiana r/r	2Q'19P BDM	odch	2Q'19P kons PAP	odch	1H'18	1H'19	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	527,4	597,8	13,3%	595,2	0,4%	583,5	2,4%	959,8	1 198,7	24,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	-14,6	35,0	-	36,1	-2,9%	-	-	10,0	62,6	525,0%
Zysk na sprzedaży	**-39,9**	**7,3**	**-**	**10,5**	**-30,4%**	**-**	**-**	-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
	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**
backlog	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 inżynieryjnej znaczącą część potfela 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 „zbliżonego 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 spółkę 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 implikowałoby 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 kolejnym 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 Bloomberga 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**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inżynieryjno-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

Krystian 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.górniak@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

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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, 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 wypadkowa 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 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 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 jakakolwiek 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 jakakolwiek 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 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 niemniejszym 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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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 świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.