



Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL PŁOCK

RAPORT ANALITYCZNY

Mostostal Płock ma za sobą bardzo słaby okres 2015-16, będący głównie pochodną małej liczby zleceń w podstawowych obszarach działalności. Dostrzegamy jednak szanse na odwrócenie negatywnych tendencji w najbliższych okresach. Spółka posiada szerokie referencje w zakresie realizacji zadań (budowa i montaż m.in. konstrukcji stalowych, zbiorników czy rurociągów, a także remonty instalacji) przy inwestycjach realizowanych przez rafinerie, podmioty z branży petrochemicznej oraz operatorów logistycznych w zakresie magazynowania paliw. Na bazie opublikowanych planów inwestycyjnych głównych klientów spółki spodziewamy się, że najbliższe lata mogą pozwolić odbudować portfel zleceń w podstawowej działalności. Szczególnie zwracamy uwagę na zakładany mocny wzrost wydatków inwestycyjnych w PKN Orlen w obszarze rafinerii i petrochemii w Polsce (ze względu na lokalizację czy zbudowane referencje historycznie jest to główny klient spółki). Na 2017 rok spółka ma zakontraktowane spore zakresy prac w Lotosie (EFRA i remont). Liczymy także na potencjalne wyjście spółki na rynki zagraniczne w dłuższym terminie. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na temat Mostostalu Płock od zalecenia Kupuj z ceną docelową 20,0 PLN.

Podkreślamy, że ze względu na niską kapitalizację oraz płynność obrotów akcjami, a także duże uzależnienie przyszłych wyników spółki (a tym samym jej wyceny giełdowej) od przebiegu procesów inwestycyjnych kilku największych klientów, inwestycja w walory podmiotu wiąże się z podwyższonym ryzykiem. Jednocześnie jednak duża skala przyszłych projektów inwestycyjnych, które spółka potencjalnie może realizować w kolejnych latach, może skutkować tym, że w przyszłości będziemy korygować in plus obecne projekcje dla MSP.

Lata 2015-16 były dla spółki bardzo wymagające. Ograniczona liczba zleceń z podstawowego obszaru działalności (ciężar przesunął się w kierunku energetyki i współpracy z głównym akcjonariuszem), wypadek na budowie w Opolu oraz zmiany w zarządzie przełożyły się na trudności z osiągnięciem operacyjnego break-even (strata na sprzedaży sięgnęła: -0,3 mln PLN w 2015 i -4,6 mln PLN w 2016). W 4Q'15 ze stanowiska odszedł wieloletni prezes W. Guzek, w połowie 2016 roku zastąpił go M. Barycki (wcześniej związany m.in. z naftową częścią Polimexu).

Pod koniec 2016 roku krajowe spółki z branży paliwowej opublikowały strategię rozwoju wraz z planami inwestycyjnymi. Szczególnie zwracamy uwagę na mocny wzrost CAPEX-u w PKN Orlen w obszarze rafinerii i petrochemii w Polsce (m.in. Metateza, Visbreaking, rozbudowa mocy w Anwilu i inne nowe projekty). Inwestycje takie jak planowana rozbudowa Terminalu Naftowego w Gdańsku (PERN), budowa instalacji PDH w Policach, potencjalna rozbudowa rafinerii Lotosu w kierunku rozszerzenia łańcucha produktowego także dają szeroki zakres potencjalnych prac podwykonawczych, które będą w zainteresowaniu Mostostalu Płock. Szansy na wzrost przychodów upatrujemy także w zapowiadanym przez nowego prezesa wyjściu na rynki zagraniczne (zachodnie rafinerie).

Obecna kapitalizacja spółki to 26 mln PLN. Na koniec 2016 roku dług netto wynosił 8 mln PLN, przy czym kapitał obrotowy netto przekracza poziom kapitalizacji spółki. Historycznie wyniki MS Płock są bardzo zmienne i uzależnione głównie od poziomu inwestycji w branży paliwowo-chemicznej (zakres EBITDA z lat 2004-16: od -12 mln PLN do +22 mln PLN).

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	120,0	94,8	109,7	119,6	137,5	158,2
EBITDA [mln PLN]	5,0	1,8	-3,5	2,5	5,0	8,8
EBIT [mln PLN]	3,1	0,3	-4,8	1,2	3,7	7,6
Zysk netto [mln PLN]	3,0	0,5	-5,0	0,5	2,5	5,7
Dług netto [mln PLN]	-3,6	-3,3	8,4	8,6	7,2	3,1
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
P/E	8,6	57,0	-	49,2	10,4	4,6
EV/EBITDA	4,5	12,9	-	13,9	6,7	3,3
EV/EBIT	7,4	77,6	-	29,1	9,1	3,9

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 20,0 PLN

08 MARZEC 2017, 11:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	19,7
Wycena porównawcza [PLN]	20,5
Wycena końcowa [PLN]	20,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+52,3%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	13,1
Kapitalizacja [mln PLN]	26,2
Ilość akcji [mln. szt.]	2,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10,5

Stopa zwrotu za 3 mc	19,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	22,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	15,9%

Struktura akcjonariatu:	
Mostostal Warszawa	48,7%
OFE PZU	10,6%
N-N OFE	9,7%
Pozostali	31,1%

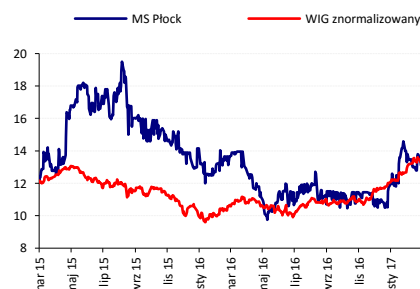
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	8
DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI	9
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	11
WYNIKI ORAZ PROGNOZY WYNIKÓW	14
DANE FINANSOWE	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Mostostal Płock opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 19,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019, dała wartość 1 akcji na poziomie 20,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 20,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

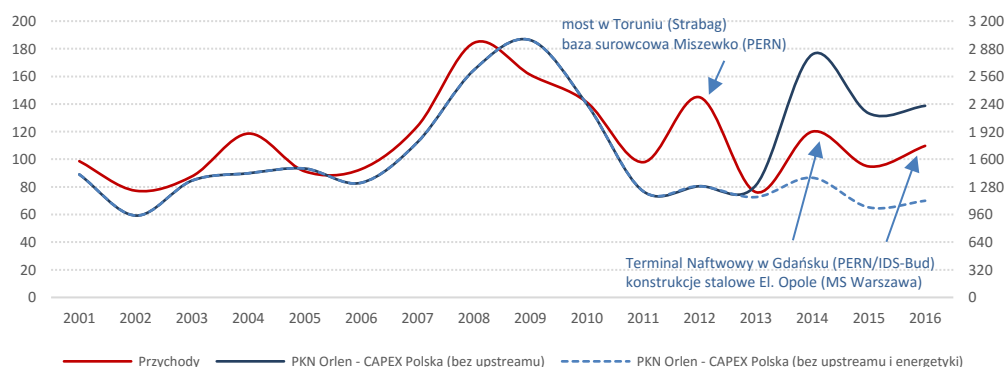
	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	19,7
Wycena metodą porównawczą	30%	20,5
Wycena 1 akcji Mostostalu Płock [PLN]		20,0

Źródło: DM BDM S.A.

Ze względu na położenie, historię czy referencje w długim i średnim terminie kluczowym zleceniodawcą Mostostalu Płock jest PKN Orlen. Przychody spółki wykazują wyraźną korelację z poziomem nakładów inwestycyjnych w obszarze rafinerii i petrochemii płockiego koncernu. Zakładamy, że realizacja założeń strategii Orlenu na lata 2017-21 pozytywnie wpłynie na przyszły poziom przychodów oraz rentowność (zwracamy uwagę na relatywnie wysokie koszty stałe związane z utrzymywaniem własnej kadry) Mostostalu Płock.

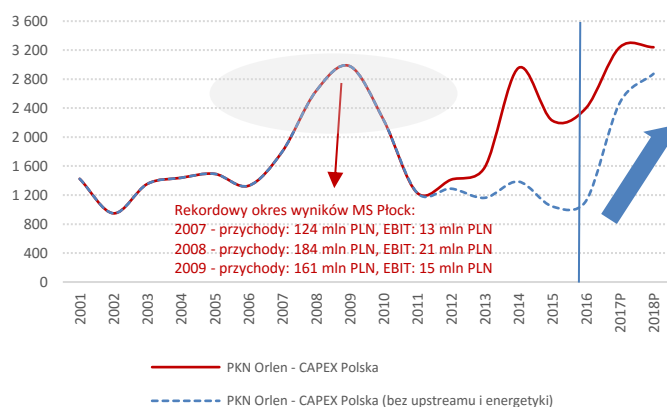
Drugim kluczowym klientem jest PERN. Spółka w strategii do 2020 roku zakłada m.in. rozbudowę terminalu w Gdańsku oraz budowę nowych zbiorników, czyli w obszarach, gdzie Mostostal realizował historycznie wysokie przychody. W mniejszym zakresie istotnym klientem w ostatnich latach był Lotos, jednak będzie miał on duży udział w przychodach 2017 roku (prace przy instalacjach w ramach EFRA). Przychody spółki są także (w zależności od dostępnych mocy przerobowych) uzupełniane przez zlecenia z branży energetycznej (dostawy i montaż konstrukcji stalowych), infrastrukturalnej (mosty drogowe i kolejowe – zakładany wzrost nakładów w kolejnych latach oraz udział w przetargach głównego akcjonariusza spółki) czy chemicznej (zwracamy uwagę na zakładaną budowę instalacji PDH w Policach za ok. 0,7 mld USD).

Przychody MS Płock i szacunkowy CAPEX PKN Orlen w Polsce [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki, 2013-16 dane z raportów rocznych PKN Orlen, lata wcześniejsze szacunki własne na bazie sprawozdań finansowych i prezentacji

Szacunkowy CAPEX PKN Orlen w Polsce [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki, 2017-2018 na bazie strategii PKN Orlen z grudnia 2016 (przyjęto, że 1/3 zakładanych wydatków w upstreamie zlokalizowana będzie w Polsce oraz że wydatki na energetykę będą skoncentrowane w większości w 2017 roku (dokończenie EC Płock))

Założenie opublikowanej w grudniu '16 strategii PKN Orlen zakładają średni roczny CAPEX w latach 2017-18 na poziomie 5,4 mld PLN z czego 60% ma być wydane w Polsce. Jest to nieco mniej niż średnia w latach 2013-16 (67%), jednak należy pamiętać o dwóch założeniach:

- wyrażenie rośnie nominalny CAPEX grupy (z 3,4 mld PLN rocznie w 2013-16 do 5,4 mld PLN rocznie w 2017-18),
- w latach 2014-2016 relatywnie mały udział w wydatkach w Polsce miały (kluczowe dla MS Płock) obszary rafinerii i pet-chemu (stawiano głównie na energetykę gazową i upstream) – teraz ich znaczenie wzrośnie nawet 2-krotnie

WYCENA DCF

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

Główne założenia w modelu:

- Spółka posiada wysoką ekspozycję (ze względu na referencje, kadre, potencjał wykonawczy oraz lokalizację) na inwestycje w sektorze rafineryjno-paliwowym oraz petrochemicznym (podwykonawstwo w takich zakresach jak wykonanie i montaż konstrukcji stalowych oraz zbiorników czy także prace remontowe). Głównymi klientami są grupa PKN Orlen, PERN czy Lotos. Portfel zleceń jest także uzupełniany przez kontrakty w innych branżach, w których szerokie zastosowanie znajdują konstrukcje stalowe (np. energetyka czy budownictwo mostowe).
- Lata 2015-16 były dla spółki słabe. Przychody spadły w okolice 100 mln PLN/rok, co historycznie spoglądając zwykle oznacza problemy z wypracowaniem break-even na poziomie operacyjnym (relatywnie wysokie koszty stałe własnych pracowników, udział podwykonawców w przychodach zazwyczaj waha się w okolicach 20%). Dodatkowo ciężar backlogu przesunął się w kierunku energetyki i współpracy z głównym akcjonariuszem, spółka poniosła także koszty związane wypadkiem na budowie w Opolu oraz zmianami w zarządzie.
- Na bazie przedstawionych na przestrzeni ostatnich miesięcy przez głównych klientów spółki strategii rozwoju, spodziewamy się, że najbliższe lata mogą pozwolić odbudować spółce portfel zleceń w podstawowej działalności (już w 2017 roku tylko pozyskane w ostatnich miesiącach kontrakty związane z Lotosem pozwalają wypracować ok. połowy przychodów z całego 2016 roku). Szczególnie zwracamy tu uwagę na prognozowany wzrost wydatków inwestycyjnych (w porównaniu do słabszych kilku poprzednich lat) w PKN Orlen w obszarze rafinerii i petrochemii w Polsce (m.in. Metateza, Visbreaking, rozbudowa mocy w Anwilu i inne nowe projekty). Inwestycje takie jak planowana rozbudowa Terminalu Naftowego w Gdańsku, budowa instalacji PDH w Policach, potencjalna rozbudowa rafinerii Lotosu w kierunku rozszerzenia łańcucha produktowego także dają szeroki zakres potencjalnych prac podwykonawczych, które będą w zainteresowaniu Mostostal Płock.
- Szansy na wzrost przychodów upatrujemy także w zapowiadanym przez nowego prezesa wyjściu na rynki zagraniczne (zachodnie rafinerie). M. Barycki w latach 2013-2014 był dyrektorem Segmentu Petrochemia w Polimex-Mostostal a w latach 2014-2016 prezesem Naftoremont-Naftobudowa. Polimex i jego spółki zależne były aktywne w pozyskiwaniu zleceń na rynkach zagranicznych (rejon ARA), czego brakowało w Mostostalu Płock.
- Zakładamy stopniowy wzrost przychodów do poziomu ok. 160 mln PLN w latach 2019-21 (w najlepszych latach 2008-09 Mostostal wypracował ok. 160-180 mln PLN przychodów, realizowano wtedy np. dużą inwestycję PX/PTA w Orlenie/Anwilu) a w kolejnych latach stopniowy spadek do <140 mln PLN.
- Dostrzegamy szansę na podniesienie naszych prognoz już w okresie 2H'17-2018, jednak zakładamy w modelu poduszkę bezpieczeństwa na ewentualne opóźnienia w realizacjach planów inwestycyjnych u głównych klientów.
- Spółka działa na relatywnie wysokiej dźwigni operacyjnej. Realizacja większych jednostkowych kontraktów w bliskiej lokalizacji (np. w PKN Orlen) przekłada się historycznie na wyraźny skok rentowności brutto ze sprzedaży. Historycznie w najlepszych latach spółka wypracowywała >15% marż na tym poziomie. Średnia ważona za okres 2004-16 to 7,3%. W modelu przyjmujemy stopniową odbudowę marży z 2,7% do 8,5% w szczycie 2019-20. W długim terminie zakładamy rentowność brutto ze sprzedaży na poziomie 7,4% a marżę EBIT na 3,4-3,5%.
- Po stronie kosztowej (oprócz wynagrodzeń i podwykonawców) ważny element stanowią zakupy materiałów (materiały hutnicze i techniczne) – ryzyko zmiany cen jest ograniczane przez zakupy materiałów przy podpisywaniu umów, na części kontraktów prace prowadzone są także na materiałach powierzonych.
- W wycenie przyjęto dług netto z końca 2016 roku, czyli 8,4 mln PLN (vs 3,3 mln PLN gotówki na koniec 2015 roku). Zwracamy uwagę, że na koniec 2016 roku zaangażowany kapitał obrotowy netto (zapasy + należności + saldo rozliczeń kontraktów – zobowiązania niefinansowe) wynosił blisko 31 mln PLN (więcej niż bieżąca kapitalizacja spółki). W kolejnych latach zakładamy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy wraz ze wzrostem przychodów (jednocześnie zakładamy korzystniejsze cykle rotacji kapitału obrotowego niż w 2016 roku – napływ środków na inwestycje finansowe z UE powinien przyspieszyć przepływ gotówki w całym sektorze budowlanym) i spływ środków wraz ze zmniejszeniem skali działalności po 2021 roku. Cykle konwersji gotówki (z uwzględnieniem rozliczeń międzyokresowych) w długim terminie przyjęto na poziomie 81 dni, przy średniej za ostatnie 5 lat na poziomie 78 dni a ostatnie 10 lat na poziomie 79 dni.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026. Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Stopę podatku przyjęto na poziomie 19%.
- Wycena została sporządzona na dzień 08.03.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 39,4 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 19,7 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	119,6	137,5	158,2	166,1	155,7	146,0	138,7	135,9	137,3	138,6
EBIT [mln PLN]	1,2	3,7	7,6	8,1	6,9	5,8	5,0	4,7	4,7	4,8
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,2	0,7	1,4	1,5	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
NOPLAT [mln PLN]	1,0	3,0	6,1	6,6	5,6	4,7	4,0	3,8	3,8	3,9
Amortyzacja [mln PLN]	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
CAPEX [mln PLN]	-1,1	-1,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,0	-1,6	-1,1	-0,5	0,8	0,8	0,6	-0,1	0,1	0,1
FCF [mln PLN]	0,2	1,6	5,0	6,0	6,3	5,4	4,6	3,7	3,9	4,0
DFCF [mln PLN]	0,2	1,4	3,9	4,4	4,3	3,4	2,6	1,9	1,9	1,7
Suma DFCF [mln PLN]	25,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	50,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	22,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	47,9									
Dług netto 2016 [mln PLN]	8,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	39,4									
Ilość akcji [mln szt.]	2,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	19,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	9,0%	15,0%	15,0%	5,0%	-6,3%	-6,3%	-5,0%	-2,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-	208,6%	105,2%	7,0%	-15,2%	-16,2%	-13,8%	-5,9%	1,6%	1,6%
FCF zmiana r/r	-	731,6%	203,8%	21,5%	5,0%	-14,4%	-15,1%	-20,3%	6,2%	1,5%
Marża EBITDA	2,1%	3,6%	5,6%	5,6%	5,2%	4,8%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT	1,0%	2,7%	4,8%	4,9%	4,4%	3,9%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%
Marża NOPLAT	0,8%	2,2%	3,9%	4,0%	3,6%	3,2%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%
CAPEX / Przychody	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	81,2%	84,1%	105,3%	104,8%	100,2%	100,0%	100,1%	100,4%	100,7%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	0,9%	1,1%	0,7%	0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	10,3%	8,7%	5,4%	6,0%	7,3%	7,8%	8,0%	-3,9%	-4,7%	-4,7%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	87,3%	88,4%	89,8%	90,6%	91,5%	92,7%	94,2%	95,9%	97,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	12,7%	11,6%	10,2%	9,4%	8,5%	7,3%	5,8%	4,1%	2,2%	0,0%
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	18,7	19,8	21,1	22,8	25,0	28,0	32,3	39,1	51,3
	0,8	17,7	18,6	19,7	21,2	23,0	25,5	28,9	34,0	42,6
	0,9	16,7	17,5	18,5	19,7	21,3	23,3	26,1	30,1	36,4
	1,0	15,7	16,5	17,3	18,4	19,7	21,4	23,7	26,9	31,7
	1,1	14,9	15,5	16,3	17,2	18,4	19,8	21,7	24,3	28,0
	1,2	14,1	14,7	15,4	16,2	17,1	18,4	20,0	22,1	25,0
	1,3	13,4	13,9	14,5	15,2	16,1	17,1	18,5	20,2	22,6

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								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	19,9	21,2	22,7	24,7	27,3	31,0	36,6	45,9	64,4
	4%	17,7	18,6	19,7	21,2	23,0	25,5	28,9	34,0	42,6
	5%	15,7	16,5	17,3	18,4	19,7	21,4	23,7	26,9	31,7
	6%	14,1	14,7	15,4	16,2	17,1	18,4	20,0	22,1	25,0
	7%	12,7	13,2	13,7	14,3	15,1	16,0	17,1	18,6	20,6
	8%	11,5	11,9	12,3	12,8	13,4	14,1	14,9	16,0	17,3
	9%	10,4	10,7	11,1	11,5	11,9	12,5	13,1	13,9	14,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	32,7	30,7	28,9	27,3	25,9	24,6	23,4	22,3	21,3
	4%	28,4	26,4	24,6	23,0	21,6	20,3	19,2	18,1	17,1
	5%	25,0	23,0	21,3	19,7	18,4	17,1	16,1	15,1	14,2
	6%	22,3	20,3	18,6	17,1	15,9	14,7	13,7	12,8	11,9
	7%	20,0	18,1	16,5	15,1	13,8	12,8	11,8	10,9	10,1
	8%	18,1	16,3	14,7	13,4	12,2	11,2	10,3	9,4	8,7
	9%	16,5	14,7	13,2	11,9	10,8	9,8	9,0	8,2	7,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach, dla roku 2017 przyjęto wagę 20%, dla lat 2018-19 po 40%.

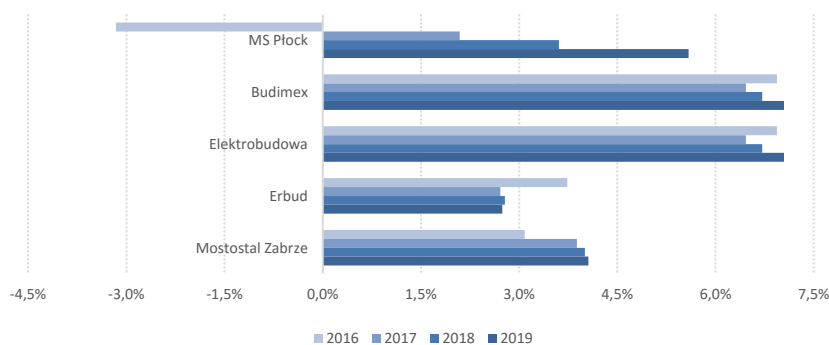
Porównując wyniki Mostostalu Płock ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 41,0 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 20,5 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Budimex	15,4	15,5	15,9	6,7	6,2	7,2
Elektrobudowa	12,4	12,0	11,0	7,1	6,6	6,0
Erbud	15,1	15,1	14,4	5,9	5,6	5,3
Mostostal Zabrze	21,7	19,1	17,8	6,6	6,1	5,8
Mediana	15,3	15,3	15,1	6,7	6,2	5,9
MS Płock	49,2	10,4	4,6	13,9	6,7	3,3
Premia / dyskonto	222,2%	-32,1%	-69,6%	108,5%	9,2%	-43,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	4,1	19,3	43,1	4,1	11,7	24,3
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		25,8			15,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	20,5					

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

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Uzależnienie od głównych odbiorców.** Spółka działa przede wszystkim w obszarze zamówień z podmiotów branży paliwowej. Głównymi zleceniodawcami w średnim i długim terminie są PKN Orlen, PERN i Lotos (lub generalni wykonawcy inwestycji dla tych podmiotów). Zmiany w strategiach inwestycyjnych czy w harmonogramach przetargów mogą mieć bezpośredni wpływ na generowane przez Mostostal Płock wyniki.
- **Powiązania kapitałowe.** Głównym akcjonariuszem spółki jest Mostostal Warszawa, posiadająca 49% akcji i 53% głosów na WZA. Nie można wykluczyć, że pakiet może być w przyszłości wystawiony na sprzedaż, np. w przypadku zmiany strategii Acciony (głównego akcjonariusza Mostostalu Warszawa) względem rynku Europy Środkowej i Wschodniej lub dalszej restrukturyzacji samego Mostostalu Warszawa (w ostatnich latach sprzedano Ramak i Mostostal Puławy).
- **Realizacji kontraktów w ramach grupy kapitałowej.** Spółka realizuje zlecenia podwykonawcze w ramach grupy Mostostalu Warszawa (np. dla spółki matki lub Mostostalu Kielce). Jednej strony pozwala to uzupełnić portfel zleceń w trudniejszych latach, z drugiej rodzi ryzyko związane realizacją zleceń z obszarów, w których spółka może mieć mniejsze kompetencje lub uczestniczenia w kontraktach, które potencjalnie mogły być błędnie skalkulowane na wyższym poziomie w grupie kapitałowej.
- **Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.** Projekty budowlane realizowane są przez firmy wyłonione w przetargach, często długotrwałych (dodatkowo decyzje mogą być oprotestowane). W konsekwencji istnieje ryzyko zmiany w tym czasie (a także w czasie samej realizacji kontraktów) przyjętych przez spółkę założeń dotyczących cen materiałów, usług podwykonawczych czy kosztów wynagrodzeń.
- **Konkurencja.** Bariery wejścia na rynek budownictwa w obszarze rafineryjnym czy petrochemicznym są w pewnym stopniu podwyższone przez większe znaczenie referencji oraz często konieczność utrzymywania wykwalifikowanej kadry (znaczące koszty stałe w przypadku braku zleceń). Atrakcyjne budżety programów inwestycyjnych w obszarach, w których działa spółka, mogą jednak przyciągać do przetargów nowe podmioty, która są skłonne oferować niskie ceny, by zaistnieć na rynku.
- **Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy.** Przychody spółki wykazują historycznie sezonowość. Najśłabszy zwykle jest 1Q (okres zimowy). Czynnik pogodowy (nadzwyczajne opady śniegu czy deszczu, ekstremalne zmiany temperatury) może wpływać na harmonogramy realizowanych prac.
- **Sytuacja gotówkowa.** Wydłużenie się okresu słabych wyników spółki lub opóźnienia w rozliczaniu kontraktów ze zleceniodawcami, może powodować problemy z regulowaniem zobowiązań. Na koniec 2016 roku zadłużenie netto Mostostalu Płock wynosiło 8,4 mln PLN, co oznacza dużo słabszą sytuację niż na koniec 2015 roku, kiedy spółka miała 3,3 mln PLN gotówki netto. Związane to było z wyraźnym wzrostem rotacji należności i rozliczeń z tytułu kontraktów. Na koniec 2016 roku zaangażowany kapitał obrotowy netto (zapasy + należności + saldo rozliczeń kontraktów – zobowiązania niefinansowe) wynosił blisko 31 mln PLN. Kredyty obrotowe oraz w rachunku bieżącym wykorzystane były na 8,0 mln PLN. Dostępne limity kredytowe wynoszą: i) kredyt w rachunku bieżącym w Pekao - 5,0 mln PLN, ii) kredyt obrotowy odnawialny w Pekao – 5,0 mln PLN, iii) kredyt wielocelowy w PKO BP - 5,5 mln PLN (w tym 2,5 mln PLN na kredyt obrotowy nieodnawialny). Wartość gwarancji wystawionych przez banki i ubezpieczycieli na koniec 2016 roku wynosiła blisko 40 mln PLN. Spółka wystawiła także weksle gwarancyjne na ponad 7 mln PLN.
- **Płynność obrotu akcjami spółki.** Zwracamy uwagę, że MS Płock jest jednym z trzech najmniejszych podmiotów pod względem kapitalizacji wchodzących obecnie w skład indeksu WIG-Budownictwo. Dodatkowo płynność obrotu akcjami jest relatywnie niska – na przestrzenie ostatnich kilku lat średni tygodniowy wolumen obrotu nie przekracza zazwyczaj kilku tysięcy sztuk akcji a różnica pomiędzy pierwszymi zleceniami kupna i sprzedaży w arkuszu wynosi często kilka procent.

DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Mostostal Warszawa	973 152	48,7%	1 237 380	52,7%
OFE PZU	211 000	10,6%	211 000	9,0%
N-N OFE	193 253	9,7%	193 253	8,2%
Pozostali	622 595	31,1%	708 519	30,15%
Razem	2 000 000	100,0%	2 350 152	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historia

Mostostal Płock powstał w wyniku przekształceń własnościowych Płockiego Przedsiębiorstwa Konstrukcji Stalowych i Urządzeń Przemysłowych (założonego w 1963 roku na potrzeby rafinerii płockiej). Od 15 września 1998 roku akcje spółki są notowane na GPW. Od początku 1999 roku wchodzi ona w skład grupy kapitałowej Mostostalu Warszawa. Przeciętne zatrudnienie w 2015 roku wynosiło 440 osób (w tym 304 stanowili pracownicy fizyczni).

Zakres działalności i podstawowi odbiorcy

Przedmiotem realizowanych kontraktów jest w szczególności budowa zbiorników, estakad, rurociągów, konstrukcji stalowych, budowa i montaż aparatów i urządzeń, hal, remonty instalacji petrochemicznych. Pozytywne kontrakty mają zazwyczaj wartość o kilkaset tys PLN do kilkudziesięciu mln PLN.

Podstawowe zakresy świadczonych usług to:

- wykonawstwo i montaż konstrukcji stalowych, lekkich, średnich i ciężkich,
- wykonawstwo i montaż zbiorników, rurociągów i urządzeń przemysłowych,
- roboty budowlane, instalacyjne, izolacyjne i antykorozyjne,
- projektowanie i kosztorysowanie organizacji i technologii robót,
- rozruch urządzeń i instalacji,
- usługi sprzętowo-transportowe,
- remonty i modernizacje sprzętu, maszyn, urządzeń i całych instalacji przemysłowych,
- usługi w zakresie robót spawalniczych, badań ultradźwiękowych, radiologicznych, wytrzymałościowych.

Ze względu na położenie, historię czy referencje jest w długim i średnim terminie kluczowym zleceniodawcą jest PKN Orlen. Drugim kluczowym klientem jest PERN. W mniejszym zakresie istotny był w ostatnich latach Lotos, jednak będzie miał on duży udział w przychodach 2017 roku (prace przy instalacjach w ramach EFRA). Przychody spółki są także (w zależności od dostępnych mocy przerobowych) uzupełniane przez zlecenia z branży energetycznej (dostawy i montaż konstrukcji stalowych) czy infrastrukturalnej (mosty drogowe i kolejowe).

Przychody od głównych klientów w latach ubiegłych [mln PLN]*

udziały	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PKN Orlen	54	35	20	29	15	61	23	24
Mostostal Warszawa	-	36	18	-	-	-	14	48
IDS Bud	-	-	-	-	-	44	41	-
PERN	22	55	-	48	24	-	-	-
Strabag	-	-	16	43	13	-	-	-
Gdańska Stocznia Remontowa	-	-	-	-	14	12	-	-
Lotos	24	-	-	-	-	-	-	-
IKS Solino	-	-	-	-	-	-	-	20
inni	62	15	44	24	9	3	17	18

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *tylko klienci generujący >10% obrotów w danym roku

W 2016 głównym klientem była grupa Mostostalu Warszawa (Mostostal Power Development i Mostostal Kielce), która odpowiadała za 44% przychodów (praca przy budowie nowych bloków w Elektrowni Opole).

Obecny zarząd i strategia

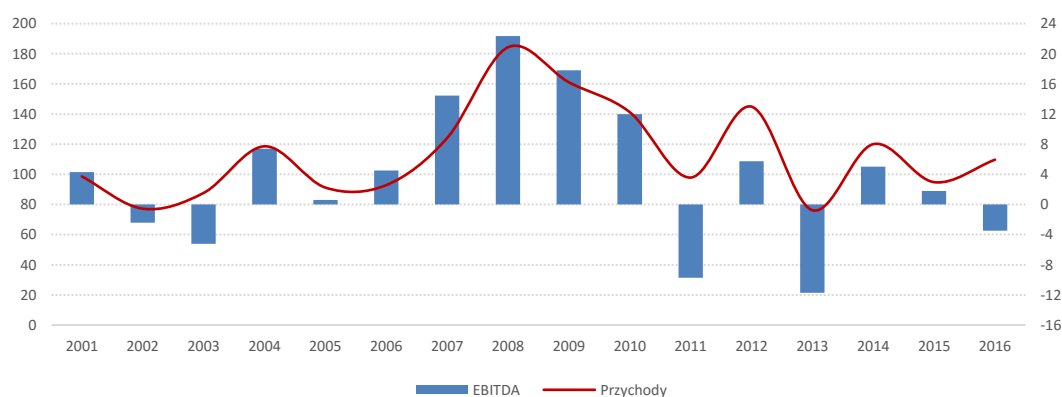
Na przestrzeni 2015 i 2016 roku doszło do poważnych zmian we władzach spółki. Jesienią 2015 roku z funkcji prezesa odwołano Wiktora Guzka, który pełnił tę funkcję o 1993 roku. Wraz z nim odeszły także dwie inne osoby, które od wielu lat zasiadały w zarządzie. Powody roszad, jak podała spółka, były osobiste, leżały po stronie odwołanych osób i uniemożliwiały ciągłość pracy.

Dopiero w lipcu 2016 na stanowisko nowego prezesa powołano Macieja Baryckiego, który od początku kariery zawodowej związany jest z rynkiem usług budowlanych w segmencie Oil&Gas (m.in. w latach 2013-

2014 był dyrektorem Segmentu Petrochemia oraz prokurentem w Polimex-Mostostal a od września 2014 roku do czerwca 2016 roku pełnił funkcję prezesa Naftoremont-Naftobudowa)

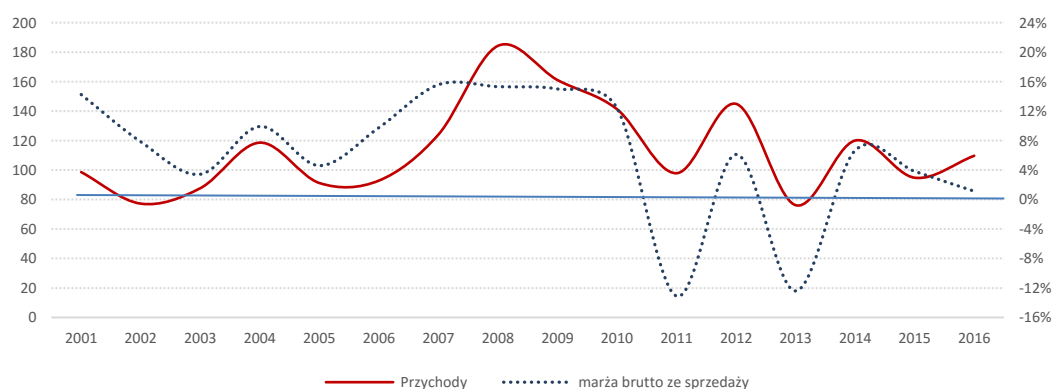
W udzielonym portalowi wnp.pl wywiadzie nowy prezes zapowiedziała, że Mostostal Płock będzie starał się o kontrakty w zachodnich rafineriach (takie realizował historycznie np. Polimex, z którego przyszedł obecny prezes, natomiast MS Płock skupiał się na rynku krajowym). Firma chce być aktywna w sektorze budownictwa energetycznego oraz zamierza współpracować w tym obszarze w ramach grupy Mostostalu Warszawa (wcześniej takie plany przedstawiał też prezes spółki matki, który zapowiada także ekspansję grupy na rynki budowlane Europy Centralnej). Zwracamy uwagę, że płocka spółka może także powrócić do większej ekspozycji w segmencie infrastruktury drogowej i kolejowej (konstrukcje mostowe), w sytuacji, gdy wzrosną nakłady w tych segmentach rynku.

Przychody (skala lewa) i EBITDA (skala prawa) [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody MS Płock [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży



Źródło: DM BDM S.A., spółka

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

PKN Orlen, ze względu na położenie, historię czy referencje jest w długim i średnim terminie kluczowym zleceniodawcą Mostostalu Płock. Drugim kluczowym klientem jest PERN (i jego generalni wykonawcy). W mniejszym zakresie istotny był w ostatnich latach Lotos, jednak będzie miał on duży udział w przychodach 2017 roku (prace przy instalacjach w ramach EFRA + udział w remoncie postojowym). Przychody spółki są także (w zależności od dostępnych mocy przerobowych) uzupełniane przez zlecenia z branży energetycznej (dostawy i montaż konstrukcji stalowych – w ostatnich dwóch latach dla Opola) czy infrastrukturalnej (mosty drogowe i kolejowe).

Kontrakty podpisane w latach 2015-16 [mln PLN]

Data umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto	Data zakończenia
lis 16	Mostostal Power Develop.	Wykonanie, dostawa, montaż konstrukcji stalowych estakad olejowych (El. Opole - bloki 5 i 6)	4,7	2016-12
paź 16	PKN Orlen	Prace w branży mechanicznej i pochodnych w ramach zadań z szybkiej ścieżki inwestycyjnej w PKN Orlen	9,0	b.d.
wrz 16	Lotos Asfalt	Projekt, dostaw, realizacji konstrukcji i innych prac związanych z wykonaniem zbiorników produktów pośrednich DCU	24,5	2017-11
sie 16	Kinetics Technology	Prace konstrukcyjne oraz rozruch w zakresie zespołu 0160 (HVDU) w Lotosie	20,9	2017-12
cze 16	Lotos	Roboty remontowe instalacji technologicznych podczas postoju remontowego Wiosna 2017	7,4	2017-04
cze 16	PKN Orlen	Wykonanie modernizacji instalacji DRW III	36,0	b.d.
maj 16	Gdańska Stocznia Remontowa	Wykonanie prefabrykacji i montażu systemów rurarskich na jednostce Martin Linge	11,2	b.d.
maj 16	PKN Orlen	Prace w branży mechaniczno-montażowej podczas postoju instalacji Olefin	2,2	b.d.
kwi 16	Mostostal Power Develop.	Wykonanie, dostawa konstrukcji stalowych obiektu 5UED Skośna Galeria Nawęglania (El. Opole - bloki 5 i 6)	5,1	b.d.
gru 15	PKN Orlen	Roboty remontowe podczas postoju instalacji Olefin II	2,3	b.d.
paź 15	Kopalnie Soli Solino	Budowa infrastruktury do 6+1 otworów eksploatacyjnych w Kopalni Soli Mogiłno	20,0	b.d.
sie 15	Mostostal Power Develop.	Prefabrykacja i dostawę konstrukcji stalowej oraz blachy bunkrów BU1, BU2, BU3, i BU4 (El. Opole - bloki 5 i 6)	12,0	b.d.
sie 15	Mostostal Kielce	Montaż konstrukcji stalowej Kotła i Kotlewni dla Bloków 5 i 6,	20,0	b.d.
cze 15	PKN Orlen	Roboty remontowe	2,1	b.d.
cze 15	PKN Orlen	Roboty remontowe	4,4	b.d.
maj 15	IDS-BUD	Aneks - roboty dodatkowe w ramach Inwestycji Terminal Naftowy w Gdańsku - Etap I	7,8	b.d.
maj 15	Mostostal Power Develop.	Prefabrykacji i dostawa konstrukcji stalowej drugorzędnej pakiet nr 2, pakiet nr 8 (El. Opole - bloki 5 i 6)	24,7	b.d.

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Znaczące kontrakty realizowane w latach 2009-2016

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	161,1	141,3	97,9	144,9	76,2	120,0	94,8	109,7
DRW III Orlen	-	-	-	-	-	-	-	13,8
DCU Lotos	-	-	-	-	-	-	-	4,7
Martin Linge - systemy rurarskie	-	-	-	-	-	-	-	7,6
Kopalnia Soli Mogiłno - otwory eksploatacyjne	-	-	-	-	-	-	-	19,6
Terminal Naftowy w Gdańsku Etap I - wykonanie 4 zbiorników	-	-	-	-	-	43,6	41,3	-
Elektrownia Opole - konstrukcje stalowe i inne prace	-	-	-	-	-	-	18,5	44,9
IOS w Płocku - prace mechan.-montaż, antykoroz., izolac.	-	-	-	-	6,2	32,0	12,3	-
Platforma FPF 1 - prefabrykacje i montaż	-	-	-	-	14,3	12,1	7,0	-
Modernizacja kolektorów ekspedycyjnych ON	-	-	-	-	-	5,8	-	-
BS Miszewko - wykonanie 2 zbiorników	-	-	-	48,2	24,3	-	-	-
Most drogowy w Toruniu - konstrukcje stalowe	-	-	16,0	43,3	13,0	-	-	-
Odbudowa zbiorników reformatu	-	-	-	5,9	10,6	-	-	-
Rafineria Możejki - remont postojowy	-	-	7,2	13,7	-	-	-	-
Olefiny II - remont postojowy	-	-	-	8,5	-	-	-	5,3
Droga S69 - konstrukcje stalowe dla estakady	-	-	-	6,9	-	-	-	-
LW Bogdanka - zbiorniki stalowe dla ZPMW	-	-	15,0	-	-	-	-	-
Baza Paliw w Kuluszkach - zbiornik	-	-	7,9	-	-	-	-	-
Baza Paliw w Adamowie - zbiorniki	23,5	57,2	6,3	-	-	-	-	-
Budowa instalacji PX/PTA – Anwil/PKN	64,8	57,4	-	-	-	-	-	-
Lotos - zbiorniki	16,9	-	-	-	-	-	-	-
Inne	56,0	26,7	45,6	18,4	7,7	26,6	15,7	13,9

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura klientów* w przychodach w latach 2009-2016

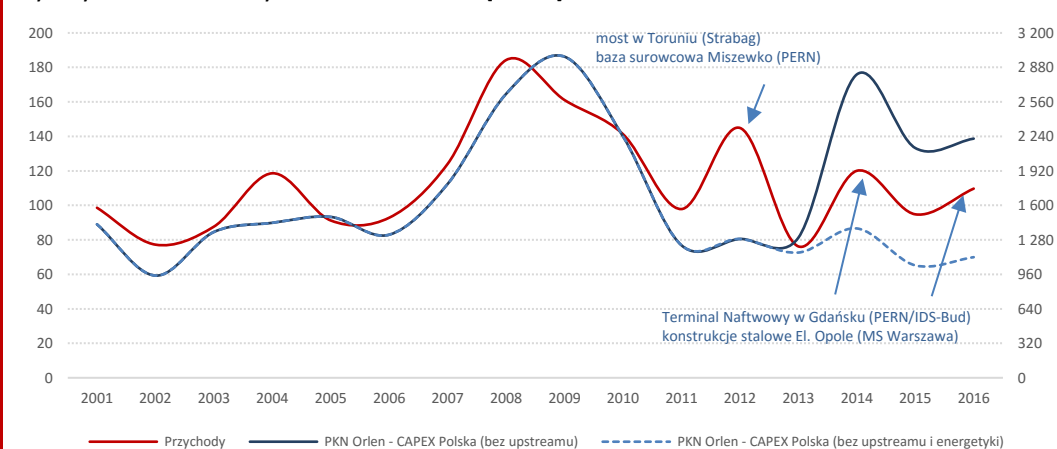
udziały	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PKN Orlen	34%	25%	20%	20%	20%	51%	24%	22%
Mostostal Warszawa**	-	25%	19%	-	-	-	15%	44%
IDS Bud***	-	-	-	-	-	36%	44%	-
PERN	13%	39%	-	33%	32%	-	-	-
Strabag	-	-	16%	30%	18%	-	-	-
Gdańska Stocznia Remontowa	-	-	-	-	19%	10%	-	-
Lotos	15%	-	-	-	-	-	-	-
Kopalnia Soli Solino	-	-	-	-	-	-	-	18%
inni	38%	11%	45%	17%	12%	3%	18%	17%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *klienenci generujący >10% obrotów w danym roku, **jako grupa

***Terminal Naftowy w Gdańsku dla PERN

Inwestycje w PKN Orlen

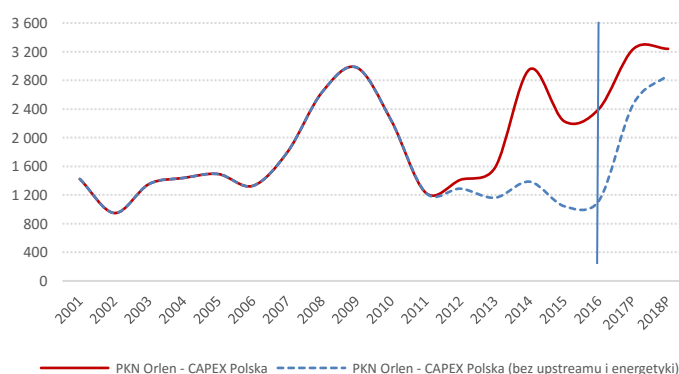
Przychody MS Płock i szacunkowy CAPEX PKN Orlen w Polsce [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki, 2013-16 dane z raportów rocznych PKN Orlen, lata wcześniejsze szacunki własne na bazie sprawozdań finansowych i prezentacji

Na powyższym wykresie widać wyraźną korelację przychodów Mostostalu Płock z poziomem nakładów inwestycyjnych PKN Orlen w Polsce w obszarze rafinerii/petrochemii. Od 2011 roku wydatki w tym zakresie były relatywnie niskie w stosunku do okresu 2008-10. W ostatnich latach PKN skoncentrował się m.in. na inwestycjach w upstreamie i energetyce gazowej, rozpoczęto także duży program inwestycyjny w Unipetrolu (PEIII). Nowa strategia od 2017 roku zakłada powrót do wysokich inwestycji w Płocku (m.in. Metateza czy Visbreaking) oraz Włocławku (rozbudowa mocy w Anwilu). Zarząd PKN przedstawił dotychczas szczegółowe założenia dla lat 2017-18, kolejne inwestycje rozwojowe są w przygotowaniu.

Szacunkowy CAPEX PKN Orlen w Polsce [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki, 2017-2018 na bazie strategii PKN Orlen z grudnia 2016 (przyjęto, że 1/3 zakładanych wydatków w upstreamie zlokalizowana będzie w Polsce oraz że wydatki na energetykę będą skoncentrowane w większości w 2017 roku (dokończenie EC Płock))

Założenie opublikowanej w grudniu '16 strategii PKN Orlen zakładają średni roczny CAPEX w latach 2017-18 na poziomie 5,4 mld PLN z czego 60% ma być wydane w Polsce. Jest to nieco mniej niż średnia w latach 2013-16 (67%), jednak należy pamiętać o dwóch założeniach: i) wyraźnie rośnie nominalny CAPEX grupy (z 3,4 mld PLN rocznie w 2013-16 do 5,4 mld PLN rocznie w 2017-18), ii) w latach 2014-2016 relatywnie mały udział w wydatkach w Polsce miały (kluczowe dla MS Płock) obszary rafinerii i pet-chemu (stawiano głównie na energetykę gazową i upstream) – teraz ich znaczenie wzrośnie nawet 2-krotnie

Inwestycje w PERN

PERN zarządza siecią ponad 2,6 tys. km rurociągów naftowych i paliwowych w Polsce oraz bazami magazynowymi o łącznej pojemności ok. 3,5 mln metrów sześć. Z początkiem kwietnia 2016 roku PERN uruchomił Terminal Naftowy w Gdańsku (budowa od 2013 roku, koszt 412 mln PLN), o łącznej pojemności magazynowej 375 tys. metrów sześć. przeznaczonych na różne gatunki ropy naftowej. Do grupy kapitałowej PERN należy sześć podmiotów zależnych: Operator Logistyczny Paliw Płynnych (OLPP), Międzynarodowe Przedsiębiorstwo Rurociągowie "Sarmatia" oraz Centrum Diagnostyki Rurociągów i Aparatury, a także Siarkopol, Petromor i Naftoport. Z początkiem 2018 roku planowana jest finalizacja połączenia PERN i OLPP, który powstał w 1997 roku po wydzieleniu baz paliwowych z ówczesnej Centrali Produktów Naftowych (CPN). Obecnie OLPP to największy w Polsce podmiot specjalizujący się w magazynowaniu i przeładunku paliw płynnych, który posiada ok. 60% udziału w rynku. Spółka ma 19 czynnych baz paliw, których łączna pojemność wynosi ok. 1,8 mln metrów sześć.

We wrześniu 2016 roku PERN ogłosił strategię dla swojej grupy, która przewiduje przeznaczenie na **inwestycje 500 mln PLN do 2020 roku**, a celem finansowym jest wzrost EBIDTA z poziomu 511 mln PLN do 680 mln PLN. W 2016 PERN zrealizował inwestycje o wartości ok. 90 mln PLN. W 2017 spółka zamierza zwiększyć CAPEX do ok. 150 mln PLN. Na początku roku PERN zorganizował spotkanie w potencjalnymi wykonawcami inwestycji i zakupów. **Wśród planowanych inwestycji są m.in. budowa II etapu Terminala Naftowego w Gdańsku (przeładunek i składowanie produktów chemicznych lub ropy naftowej), rozbudowa parku zbiornikowego w bazie w Gdańsku (2 nowe zbiorniki na składowanie surowca o pojemności 100 tys. m3 każdy), modernizacja przejść rurociągów przez Wisłę, Bug i Narew czy intensyfikacja przepustowości rewersyjnego Odcinka Północnego magistrali naftowej łączącej Płock i Gdańsk.**

W styczniu 2017 roku PERN poinformował, że od sierpnia 2016 roku kupił 4,9% akcji PKN Orlen za ok. 1,5 mld PLN. Z komunikatu Ministerstwa Energii wynika, że jest pochodną zapisów strategii PERN na lata 2016-2020, która założyła zaangażowanie kapitałowe spółki w konsolidację krajowych aktywów sektora paliwowo-energetycznego. W komunikacie podano, że pozwoli to osiągnąć pełniejsze synergie ze wzajemnej współpracy biznesowej obu spółek (PERN uzyska rozszerzony dostęp do informacji o planach kluczowych przedsięwzięć biznesowych PKN Orlen, oraz wpływ na ich realizację), usprawni realizację strategii państwa w zakresie bezpieczeństwa energetycznego. Nabycie akcji PKN Orlen ma zapewnić też PERN wpływy z tytułu dywidendy

Inwestycje w Lotosie

Pod koniec 2016 roku strategię na lata 2017-22 ogłosił Lotos. W latach 2017 – 2018 spółka koncentruje się na stabilizacji przepływów pieniężnych, redukcji zadłużenia i kontynuacji rozpoczętych projektów inwestycyjnych (głównie EFRA oraz dokończenie inwestycji w upstreamie). Natomiast w latach 2019 – 2022 Lotos planuje dalszy rozwój w oparciu o nowy portfel projektów inwestycyjnych. Decyzje, które projekty będą realizowane będą zapadać około 2018 roku. Z projektów, które wymienione są z nazwy przeważają inwestycje w samej rafinerii (głównie wydłużenie łańcucha produktowego), jednak tak jak w poprzednich latach spółka chce inwestować znaczne środki w wydobycie ropy i gazu (tym bardziej, że spadać będzie wydobycie na już eksploatowanych złożach norweskich), więc w średnim terminie nie spodziewalibyśmy się znacznej zmiany struktury CAPEX-u spółki w stosunku do lat ubiegłych.

Lotos planuje CAPEX na lata 2017-22 na poziomie 9,4 mld PLN, czyli **średnio 1,6 mld PLN rocznie**. W latach 2011-16 Lotos wydawał średniorocznie na inwestycje (łącznie z akwizycjami w upstreamie) ok. **1,1 mld PLN rocznie**, z czego CAPEX w downstreamie (rafineria + stacje paliw) szacujemy na 0,4-0,9 mld PLN w zależności od danego roku w tym okresie (najwięcej w 2016 roku w związku z realizacją projektu EFRA).

CAPEX na lata 2017-22 został podzielony na trzy grupy: upstream 3,0 mld PLN, rafineria i handel 3,1 mld PLN (w tym 0,6 mld PLN stacje paliw) oraz dodatkową pulę do rozdysponowania 3,3 mld PLN (potencjalne projekty z rafinerii mają wartość 4,5-5,0 mld PLN).

Biorąc pod uwagę samą rafinerię strategia implikuje ok. **0,2 mld PLN rocznie nakładów modernizacyjnych i odtworzeniowych rocznie**. Dokończenie projektu **EFRA do 2018 roku to 1,3 mld PLN (większość nakładów powinna przypaść na 2017 rok)**. Do rozdysponowania pomiędzy wszystkie segmenty w okresie 2019-22 jest 3,3 mld PLN, czyli 0,8 mld PLN rocznie. **Spodziewamy się, że w obszarze downstreamu spółka albo zrealizuje kompleks olefinowy albo dwa mniejsze wybrane projekty.**

Planowany CAPEX Lotosu na lata 2017-22

kwota [mld PLN]	cel
3,0	rozwój upstreamu
0,8	eksploatacja obecnie produkujących polskich złóż B8 i B3, norweskich Heimdal i Sleipner
1,9	zagospodarowanie B4/B6, Utgard, Frigg Gamma Delta oraz Yme (lub innego projektu),
0,3	poszukiwanie węglowodorów
3,1	rafineria i handel
1,3	dokończenie EFRA
1,2	nakłady modernizacyjne i odtworzeniowe dla aktualnej infrastruktury technologicznej;
0,6	optymalizację sieci stacji paliw
alokacja do obszarów działalności do końca 2018 roku (realizacja części z wymienionych niżej projektów):	
-dalszy rozwój upstreamu	
3,3	-budowa kompleksu olefinowego (ok. 2,5-3,0 mld PLN)
	-zwiększenie produkcji benzyn motorowych (ok. 1,0 mld PLN)
	-produkcja olejów bazowych 2 i 3 grupy (ok. 1,0 mld PLN)
	-budowa elektrociepłowni (ok. 0,5 mld PLN)

Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI ORAZ PROGNOZY WYNIKÓW

Wyniki spółki w ostatnich latach [mln PLN]

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	92,8	124,1	184,3	161,1	141,3	97,9	144,9	76,2	120,0	94,8	109,7
zmiana r/r	1,8%	33,6%	48,5%	-12,6%	-12,3%	-30,7%	48,1%	-47,4%	57,5%	-21,0%	15,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	19,3	28,2	24,2	17,5	-12,8	8,9	-9,4	8,0	3,6	1,2
marża	9,8%	15,6%	15,3%	15,0%	12,4%	-13,1%	6,1%	-12,4%	6,7%	3,8%	1,1%
SG&A	5,3	5,5	6,9	8,6	7,3	4,6	4,9	4,6	4,9	3,9	5,8
Zysk na sprzedaży	3,7	13,9	21,3	15,6	10,3	-17,4	3,9	-14,0	3,1	-0,3	-4,6
Saldo PPO/PKO	-0,3	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8	5,1	-0,4	0,2	-0,1	0,6	-0,2
EBITDA	4,5	14,5	22,3	17,8	12,0	-9,7	5,8	-11,7	5,0	1,8	-3,5
marża	4,9%	11,7%	12,1%	11,1%	8,5%	-9,9%	4,0%	-15,4%	4,2%	1,9%	-3,2%
EBIT	3,4	13,3	20,7	14,7	9,5	-12,2	3,5	-13,8	3,1	0,3	-4,8
Saldo finansowe	0,5	0,9	1,4	4,7	-1,3	2,3	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,2
Zysk brutto	3,9	14,2	22,2	19,5	8,2	-9,9	3,1	-13,8	3,2	0,6	-5,0
Zysk netto	2,7	13,6	14,0	20,5	2,6	-8,4	2,6	-13,7	3,0	0,5	-5,0
marża	2,9%	11,0%	7,6%	12,7%	1,9%	-8,6%	1,8%	-18,0%	2,5%	0,5%	-4,5%
CFO	-6,2	16,2	11,4	-2,0	31,2	-7,4	2,7	9,1	-6,6	2,8	-10,9
dług (gotówka) netto	-7,1	-18,9	-10,8	5,3	-12,5	1,4	-2,5	-9,8	-3,6	-3,3	8,4
Koszty wg rodzaju	89,1	110,2	163,0	145,5	131,0	115,2	141,0	90,2	116,9	95,1	114,3
amortyzacja	1,1	1,2	1,6	3,1	2,5	2,5	2,3	2,1	2,0	1,5	1,3
wynagrodzenia + świadczenia	31,0	42,5	46,1	50,5	46,9	36,1	34,1	29,2	34,3	31,5	30,6
materiały i energia	26,3	32,9	46,4	31,2	29,4	34,5	49,1	18,3	32,7	20,4	30,1
usługi obce	25,7	30,3	62,3	54,0	50,0	33,6	49,9	36,5	42,6	36,9	46,7
podatki i opłaty	1,3	1,4	1,4	1,4	1,6	1,3	1,2	1,2	1,0	0,9	0,9
pozostałe	2,8	4,4	4,8	4,0	3,4	8,2	2,3	0,8	3,4	4,4	4,3
korekty	-0,1	-2,6	0,1	1,0	-2,9	-1,4	1,7	1,6	0,4	-0,8	0,1
koszt sprzedanych towarów	1,0	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,6	0,3	0,2
Zatrudnienie	635	625	641	692	676	589	530	482	446	440	416
- w tym fizyczni	471	467	480	523	500	427	381	338	310	304	287
Koszt zatrudnienia PLN/m-c	4,07	5,66	5,99	6,09	5,78	5,11	5,36	5,05	6,40	5,97	6,14
Zakres prac podwykonawców	b.d.	16,5	33,5	31,7	30,7	14,4	32,0	22,9	20,2	19,1	26,8

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Komentarz do wyników w ostatnich okresach:

2008: bardzo duża liczba kontraktów z PKN Orlen (m.in. PX/PTA) oraz Lotosu (zbiorniki)

2009: wygrany proces o dodatkowe wynagrodzenie na kontrakcie od Bilfinger Berger

2010: wynik netto obciążony przez straty współzależnego Centromostu

2011: opóźnienie w przetargach, rozdrobniony portfel, rozliczenie ze stratą kontraktów, wynik EBIT/netto wsparty przez sprzedaż majątku Centromostu

2012: wysokie przychody

2013: słaby rynek, rozliczenie ze stratą kontraktów

2014: mocny wzrost przychodów r/r

2015: spadek marży brutto pochodną niższych przychodów r/r, dodatnie saldo PPO/PKO – rozwiązanie rezerwy na należności, sprzedaż majątku

1Q'16: koszty przestoju spowodowane wypadkiem na budowie El. Opole (ok. 1,5 mln PLN)

2Q'16: rozliczenie kontraktów na słabych marżach;

3Q'16: brak szczególnych zdarzeń;

4Q'16: rozliczenie kontraktów na słabych marżach.

Wyniki spółki w ostatnich kwartałach [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16
Przychody	15,3	38,0	32,0	34,8	23,0	22,3	27,8	21,6	23,8	26,6	25,4	33,8
zmiana r/r	-32,1%	108,6%	55,2%	134,3%	50,6%	-41,3%	-13,0%	-37,7%	3,4%	19,4%	-8,6%	56,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	1,2	3,6	1,2	1,9	0,8	1,2	0,8	0,9	0,8	-0,7	1,4	-0,3
marża	7,9%	9,6%	3,7%	5,6%	3,3%	5,4%	2,8%	4,1%	3,2%	-2,5%	5,5%	-0,8%
SG&A	1,1	1,1	1,0	1,7	0,6	1,0	1,0	1,2	1,7	1,3	1,5	1,3
Zysk na sprzedaży	0,1	2,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,3	-0,3	-0,9	-2,0	-0,1	-1,6
Saldo PPO/PKO	0,1	-0,6	0,0	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1
EBITDA	0,7	2,4	0,7	1,1	0,6	0,4	0,4	0,3	-0,6	-1,7	0,0	-1,2
marża	4,7%	6,4%	2,3%	3,3%	2,6%	2,0%	1,5%	1,5%	-2,4%	-6,4%	0,1%	-3,6%
EBIT	0,2	1,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,9	-2,1	-0,3	-1,5
Saldo finansowe	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Zysk brutto	0,4	1,9	0,3	0,6	0,3	0,1	0,3	0,0	-0,9	-2,1	-0,4	-1,5
Zysk netto	0,3	1,5	0,7	0,5	0,2	0,1	0,2	0,0	-1,5	-2,1	0,1	-1,5
marża	2,0%	4,0%	2,2%	1,4%	0,7%	0,5%	0,7%	0,0%	-6,1%	-7,8%	0,4%	-4,6%
CFO	-4,2	-10,7	11,3	-3,0	16,0	-4,5	-9,1	0,4	-3,3	-2,5	-0,5	-4,9
dług (gotówka) netto	-5,2	4,0	-6,5	-3,6	-19,6	-12,2	-3,0	-3,3	0,0	2,9	3,7	8,4

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Lata 2015-16 były dla spółki słabe. Przychody w 2015 roku spadły do 95 mln PLN. W 2016 roku wzrosły do blisko 110 mln PLN, ale przy słabej marży brutto ze sprzedaży (tylko 1,1%), zaowocowało to stratą netto na poziomie 5,0 mln PLN. Każdy z kwartałów 2016 roku kończył się stratą na poziomie operacyjnym).

Do słabych wyników przyczyniło się kilka czynników. Ograniczona liczba zleceń z podstawowego obszaru działalności przesunęła ciężar backlogu w kierunku energetyki i wspierania się zleceniami z grupy głównego akcjonariusza. Wypadek na budowie w Opolu w 1Q'16 dołożył bezpośrednie koszty (przestój w pracach i związane z tym koszty stałe) oszacowane na 1,5 mln PLN. W kolejnych miesiącach spółka była zmuszona w takiej sytuacji także nadganiać utracony czas, co także nie wpływało dobrze na poziom marży. Dodatkowo zmiany w zarządzie, przełożyły się na wyraźny wzrost kosztów SG&A (członkom starego zarządu przysługiwały odpłaty - 6-miesięczne wynagrodzenia oraz rekompensaty za zakaz konkurencji - wynagrodzenie zasadnicze przez 12 miesięcy, ze sprawozdania za 2015 rok wynika, że średnie wynagrodzenie łącznie trzech osób z odwołanego wtedy zarządu wynosiło ok. 90 tys PLN/m-c.).

Na koniec 2016 roku zadłużenie netto Mostostalu Płock wynosiło 8,4 mln PLN, co oznacza dużo słabszą sytuację niż na koniec 2015 roku, kiedy spółka miała 3,3 mln PLN gotówki netto. Związane to było z wyraźnym wzrostem rotacji należności i rozliczeń z tytułu kontraktów. Na koniec 2016 roku zaangażowany kapitał obrotowy netto (zapasy + należności + saldo rozliczeń kontraktów – zobowiązania niefinansowe) wynosił blisko 31 mln PLN. Kredyty obrotowe oraz w rachunku bieżącym wykorzystane były na 8,0 mln PLN. Dostępne limity kredytowe wynoszą: i) kredyt w rachunku bieżącym w Pekao - 5,0 mln PLN, ii) kredyt obrotowy odnawialny w Pekao – 5,0 mln PLN, iii) kredyt wielocelowy w PKO BP -5,5 mln PLN (w tym 2,5 mln PLN na kredyt obrotowy nieodnawialny). Wartość gwarancji wystawionych przez banki i ubezpieczycieli na koniec 2016 roku wynosiła blisko 40 mln PLN. Spółka wystawiła także weksle gwarancyjne na ponad 7 mln PLN.

Wyniki za 4Q'2016 oraz prognozy na lata 2017+ [mln PLN]

	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	21,6	33,8	56,3%	94,8	109,7	15,7%	119,6	9,0%	137,5	158,2	166,1	155,7	146,0	138,7
Wynik brutto na sprzedaży	0,9	-0,3	-	3,6	1,2	-65,9%	6,2	404,5%	9,1	13,4	14,0	12,6	11,3	10,4
Wynik na sprzedaży	-0,3	-1,6	-	-0,3	-4,6	-	1,4	-	3,9	7,8	8,3	7,1	6,0	5,2
EBITDA	0,3	-1,2	-	1,8	-3,5	-	2,5	-	5,0	8,8	9,4	8,1	7,0	6,2
EBIT	0,0	-1,5	-	0,3	-4,8	-	1,2	-	3,7	7,6	8,1	6,9	5,8	5,0
Zysk brutto	0,0	-1,5	-	0,6	-5,0	-	0,7	-	3,1	7,0	7,6	6,4	5,4	4,7
Zysk netto	0,0	-1,5	-	0,5	-5,0	-	0,5	-	2,5	5,7	6,2	5,2	4,4	3,8
Marża zysku brutto ze sprzedaży	4,1%	-0,8%		3,8%	1,1%		5,2%		6,6%	8,5%	8,5%	8,1%	7,8%	7,5%
Marża EBITDA	1,5%	-3,6%		1,9%	-3,2%		2,1%		3,6%	5,6%	5,6%	5,2%	4,8%	4,5%
Marża EBIT	0,0%	-4,5%		0,3%	-4,4%		1,0%		2,7%	4,8%	4,9%	4,4%	3,9%	3,6%
Marża zysku netto	0,0%	-4,6%		0,5%	-4,5%		0,4%		1,8%	3,6%	3,7%	3,4%	3,0%	2,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy kwartalne na lata 2017-2018 [mln PLN]

	1Q16	2Q'16	3Q16	4Q'16	2016	1Q17P	2Q'17P	3Q17P	4Q'17P	2017P	1Q18P	2Q'18P	3Q18P	4Q'18P	2018P
Przychody ze sprzedaży	23,8	26,6	25,4	33,8	109,7	25,6	27,9	30,5	35,5	119,6	29,5	32,1	35,1	40,8	137,5
Zysk brutto ze sprzedaży	0,8	-0,7	1,4	-0,3	1,2	1,0	1,8	2,0	1,4	6,2	1,4	2,6	2,9	2,2	9,1
Zysk na sprzedaży	-0,9	-2,0	-0,1	-1,6	-4,6	-0,1	0,6	0,8	0,1	1,4	0,3	1,3	1,6	0,7	3,9
Saldo PPO/PKO*	0,0	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBITDA	-0,6	-1,7	0,0	-1,2	-3,5	0,2	0,9	1,1	0,3	2,5	0,5	1,6	1,8	1,0	5,0
EBIT	-0,9	-2,1	-0,3	-1,5	-4,8	-0,1	0,6	0,7	0,0	1,2	0,2	1,3	1,5	0,7	3,7
Zysk (strata) brutto	-0,9	-2,1	-0,4	-1,5	-5,0	-0,3	0,4	0,6	-0,1	0,7	0,1	1,1	1,4	0,5	3,1
Zysk (strata) netto	-1,5	-2,1	0,1	-1,5	-5,0	-0,2	0,3	0,5	-0,1	0,5	0,1	0,9	1,1	0,4	2,5
Marża brutto ze sprzedaży	3,2%	-2,5%	5,5%	-0,8%	1,1%	4,0%	6,5%	6,5%	4,0%	5,2%	4,9%	8,2%	8,2%	5,3%	6,6%
Marża EBITDA	-2,4%	-6,4%	0,1%	-3,6%	-3,2%	0,8%	3,2%	3,5%	1,0%	2,1%	1,8%	5,0%	5,3%	2,4%	3,6%
Marża EBIT	-3,8%	-7,7%	-1,2%	-4,5%	-4,4%	-0,5%	2,0%	2,4%	0,1%	1,0%	0,7%	4,0%	4,3%	1,7%	2,7%
Marża zysku netto	-6,1%	-7,8%	0,4%	-4,6%	-4,5%	-0,8%	1,3%	1,6%	-0,3%	0,4%	0,2%	2,9%	3,2%	1,1%	1,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Jak zaznaczył prezes spółki w liście do akcjonariuszy, załączonym do sprawozdania finansowego za 2016 rok, rok 2016 był dużym wyzwaniem oraz okresem restrukturyzacji (której efekty mają być odczuwalne w 2017 roku). Jednocześnie przełom 2016/17 roku przyniósł pozytywne informacje w postaci opublikowaniu „obietujących” dla Mostostalu strategii u głównych klientów czy podjęciu decyzji inwestorów o kontynuacji procesów przetargowych. Zdaniem prezesa spółka ma stabilną sytuację finansową (zakładamy, że wzrost zadłużenia na koniec 2016 roku jest przejściowy, jednocześnie spółka ma jeszcze niewykorzystane limity kredytowe) i szanse na uczestniczenie w realizacji nowych, dużych kontraktów (do których prekwalifikacje rozpoczęły się jeszcze w 2016 roku) dla m.in. PKN, PERN, KGHM czy Grupy Azoty.

Na bazie przedstawionych na przestrzeni ostatnich miesięcy przez głównych klientów spółki strategii rozwoju, spodziewamy się, że najbliższe lata mogą pozwolić odbudować spółce portfel zleceń w podstawowej działalności. Szczególnie zwracamy tu uwagę na prognozowany wzrost wydatków inwestycyjnych w PKN Orlen w obszarze rafinerii i petrochemii w Polsce. Inwestycje takie jak planowana rozbudowa Terminalu Naftowego w Gdańsku, budowa instalacji PDH w Policach, potencjalna rozbudowa rafinerii Lotosu w kierunku rozszerzenia łańcucha produktowego także dają szeroki zakres potencjalnych prac podwykonawczych, które będą w zainteresowaniu Mostostalu Płock. Szansy na wzrost przychodów w dłuższych terminie upatrujemy także w zapowiadanych przez nowego prezesa wyjściu na rynki zagraniczne (zachodnie rafinerie). M. Barycki w latach 2013-2014 był dyrektorem Segmentu Petrochemia w Polimex-Mostostal a w latach 2014-2016

prezesem Naftoremont-Naftobudowa. Polimex i jego spółki zależne były aktywne w pozyskiwaniu zleceń na rynkach zagranicznych (rejon ARA), czego brakowało w Mostostalu Płock.

Zakładamy stopniowy wzrost przychodów do poziomu ok. 160 mln PLN w latach 2019-21 (w najlepszych latach 2008-09 Mostostal wypracował ok. 160-180 mln PLN przychodów, realizowano wtedy np. dużą inwestycję PX/PTA w Orlenie/Anwilu). Dostrzegamy szansę na podniesienie naszych prognoz już w okresie 2H'17-2018 (np. możliwość pozyskania zleceń przy budowie Metatezy w PKN Orlen czy rozbudowie terminalu naftowego dla PERN), jednak zakładamy w modelu poduszkę bezpieczeństwa na ewentualne opóźnienia w realizacjach planów inwestycyjnych. W końcowych latach szczegółowej prognozy zakładamy stopniowy spadek sprzedaży do <140 mln PLN.

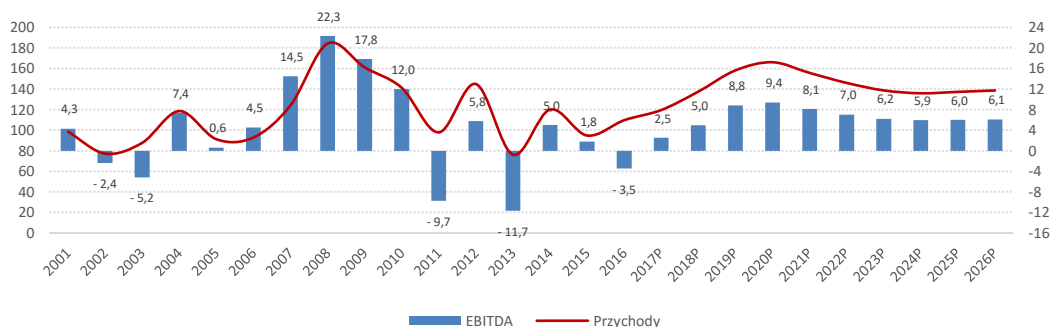
Spółka działa na relatywnie wysokiej dźwigni operacyjnej. Realizacja większych jednostkowych kontraktów w bliskiej lokalizacji (np. w PKN Orlen) przekłada się historycznie na wyraźny skok rentowności brutto ze sprzedaży. Historycznie w najlepszych latach spółka wypracowywała >15% marż na tym poziomie. Średnia ważona za okres 2004-16 to 7,3%. W modelu przyjmujemy stopniową odbudowę marży z 2,7% do 8,5% w szczycie 2019-20. Po stronie kosztowej (oprócz wynagrodzeń i podwykonawców) ważny element stanowią zakupy materiałów (materiały hutnicze i techniczne) – ryzyko zmiany cen jest ograniczane przez zakupy materiałów przy podpisywaniu umów, na części kontraktów prace prowadzone są także na materiałach powierzonych.

Zakładamy, że w 2016 roku koszty SG&A były jednorazowo zawyżone przez zmiany w zarządzie (koszty odpraw i zakazu konkurencji). W 2017-18 roku przyjmujemy je na poziomie ok. 5 mln PLN (vs blisko 6 mln PLN w 2016 roku).

Historycznie zakres EBITDA z lat 2004-16 wahał się w przedziale od -12 mln PLN do +22 mln PLN. W najlepszych w naszym modelu latach 2019-20 zakładamy poziom ok. 9 mln PLN. W długim terminie EBITDA w naszych prognozach wynosi ok. 6 mln PLN (nieco ponad 4% marży).

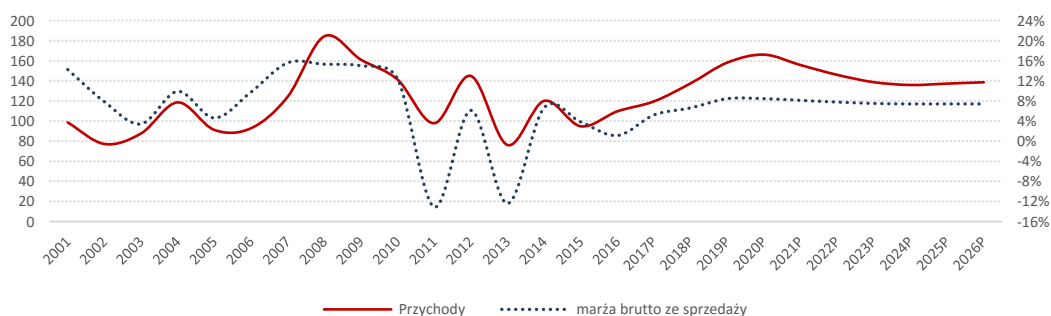
Zwracamy uwagę, że historycznie w przypadku wypracowania zysku netto spółka dzieliła się nim w znacznym stopniu z akcjonariuszami w formie dywidendy (w 2015 roku wypłacono 1,39 PLN/akcję, w 2013: 1,18 PLN/akcję, w 2011: 1,30 PLN/akcję, w wcześniejszych latach po 4-5 PLN/akcję). Zakładamy powrót do wypłaty dywidendy od 2019 roku, na poziomie 50% zysku netto z roku ubiegłego i następnie stopniowy wzrost do wypłaty 100% zysku w ostatnich latach naszej szczegółowej prognozy.

Prognozowane przychody (skala lewa) i EBITDA (skala prawa) [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A.

Prognozowane przychody MS Płock [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży



Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	15,2	16,7	16,5	16,3	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,5
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	10,2	9,8	9,5	9,3	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Pozostałe aktywa trwałe	4,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Aktywa obrotowe	46,6	60,7	66,3	74,0	84,7	89,9	86,3	82,5	78,1	75,3	74,1	72,6
Zapasy	3,7	2,8	3,0	3,5	4,0	4,2	3,9	3,7	3,5	3,4	3,5	3,5
Należności krótkoterminowe	26,6	36,5	38,0	40,6	42,8	43,7	42,4	41,1	40,1	40,1	40,1	40,1
Inwestycje krótkoterminowe	5,5	0,1	2,0	3,2	7,2	9,7	9,7	9,3	7,5	5,4	3,9	2,1
-środki pieniężne i ekwiwalenty	5,5	0,1	2,0	3,2	7,2	9,7	9,7	9,3	7,5	5,4	3,9	2,1
Pozostałe aktywa obrotowe	10,8	21,3	23,2	26,7	30,7	32,3	30,2	28,4	26,9	26,4	26,7	26,9
Aktywa razem	61,7	77,4	82,8	90,3	101,1	106,3	102,7	98,9	94,5	91,8	90,5	89,0
Kapitał (fundusz) własny	36,9	31,9	32,5	35,0	40,1	43,4	44,0	44,4	43,9	43,7	43,8	43,9
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	24,8	45,5	50,3	55,3	61,0	62,9	58,7	54,5	50,6	48,1	46,7	45,1
Rezerwy na zobowiązania	3,9	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- w tym dług oprocentowany	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	18,0	35,0	39,4	43,7	48,6	50,4	46,6	42,7	39,2	36,8	35,4	33,7
- w tym dług oprocentowany	2,0	8,3	10,3	10,2	10,1	10,0	8,7	7,2	5,5	3,7	2,0	0,0
Pasywa razem	61,7	77,4	82,8	90,3	101,1	106,3	102,7	98,9	94,5	91,8	90,5	89,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	94,8	109,7	119,6	137,5	158,2	166,1	155,7	146,0	138,7	135,9	137,3	138,6
Koszty produktów, tow. i materiałów	91,2	108,5	113,4	128,4	144,8	152,0	143,1	134,6	128,3	125,8	127,1	128,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	3,6	1,2	6,2	9,1	13,4	14,0	12,6	11,3	10,4	10,1	10,2	10,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	3,9	5,8	4,9	5,2	5,6	5,7	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,3
Zysk (strata) na sprzedaży	-0,3	-4,6	1,4	3,9	7,8	8,3	7,1	6,0	5,2	4,9	4,9	5,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	1,8	-3,5	2,5	5,0	8,8	9,4	8,1	7,0	6,2	5,9	6,0	6,1
EBIT	0,3	-4,8	1,2	3,7	7,6	8,1	6,9	5,8	5,0	4,7	4,7	4,8
Saldo działalności finansowej	0,3	-0,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
Zysk (strata) brutto	0,6	-5,0	0,7	3,1	7,0	7,6	6,4	5,4	4,7	4,4	4,6	4,7
Zysk (strata) netto mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	0,5	-5,0	0,5	2,5	5,7	6,2	5,2	4,4	3,8	3,6	3,7	3,8

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,8	-10,9	1,4	2,9	6,5	7,4	7,5	6,6	5,8	4,9	5,1	5,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,1	-0,2	-1,1	-1,0	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Przepływy z działalności finansowej	-1,3	5,7	1,5	-0,6	-1,3	-3,7	-6,3	-5,8	-6,4	-5,8	-5,5	-5,7
Przepływy pieniężne netto	1,4	-5,3	1,9	1,2	4,0	2,5	0,0	-0,4	-1,8	-2,1	-1,6	-1,8
Środki pieniężne na początek okresu	4,1	5,5	0,1	2,0	3,2	7,2	9,7	9,7	9,3	7,5	5,4	3,9
Środki pieniężne na koniec okresu	5,5	0,1	2,0	3,2	7,2	9,7	9,7	9,3	7,5	5,4	3,9	2,1

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	15,7%	9,0%	15,0%	15,0%	5,0%	-6,3%	-6,3%	-5,0%	-2,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-	-	98,5%	78,1%	6,1%	-13,1%	-13,7%	-11,4%	-4,8%	1,2%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-	-	208,6%	105,2%	7,0%	-15,2%	-16,2%	-13,8%	-5,9%	1,6%	1,6%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	374,3%	125,6%	8,3%	-15,3%	-16,2%	-13,4%	-5,0%	3,0%	3,1%
Marża brutto na sprzedaży	1,1%	5,2%	6,6%	8,5%	8,5%	8,1%	7,8%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%
Marża EBITDA	-3,2%	2,1%	3,6%	5,6%	5,6%	5,2%	4,8%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT	-4,4%	1,0%	2,7%	4,8%	4,9%	4,4%	3,9%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%
Marża brutto	-4,5%	0,5%	2,3%	4,4%	4,6%	4,1%	3,7%	3,4%	3,3%	3,3%	3,4%
Marża netto	-4,5%	0,4%	1,8%	3,6%	3,7%	3,4%	3,0%	2,7%	2,6%	2,7%	2,8%
COGS / przychody	98,9%	94,8%	93,4%	91,5%	91,5%	91,9%	92,2%	92,5%	92,6%	92,6%	92,6%
SG&A / przychody	5,3%	4,1%	3,8%	3,5%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
SG&A / COGS	5,4%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
ROE	-15,6%	1,6%	7,2%	14,2%	14,2%	11,9%	9,9%	8,6%	8,2%	8,5%	8,7%
ROA	-6,4%	0,6%	2,8%	5,6%	5,8%	5,1%	4,4%	4,0%	3,9%	4,1%	4,3%
Dług	8,6	10,6	10,5	10,3	10,0	8,7	7,2	5,5	3,7	2,0	0,0
D / (D+E)	11,0%	12,7%	11,6%	10,2%	9,4%	8,5%	7,3%	5,8%	4,1%	2,2%	0,0%
D / E	12,4%	14,6%	13,1%	11,4%	10,4%	9,3%	7,9%	6,2%	4,2%	2,2%	0,0%
Odsetki / EBIT	3,4%	-45,0%	-15,6%	-7,2%	-6,0%	-6,2%	-6,1%	-5,7%	-4,8%	-3,4%	-2,0%
Dług / kapitał własny	26,8%	32,5%	29,9%	25,8%	23,0%	19,9%	16,3%	12,5%	8,6%	4,5%	0,0%
Dług netto	8,4	8,6	7,2	3,1	0,3	-1,0	-2,1	-2,0	-1,7	-1,9	-2,1
Dług netto / kapitał własny	26,4%	26,4%	20,6%	7,8%	0,6%	-2,2%	-4,7%	-4,6%	-3,9%	-4,3%	-4,7%
Dług netto / EBITDA	-2,4	3,4	1,5	0,4	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBIT	-1,8	7,2	2,0	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
EV	34,6	34,8	33,4	29,3	26,5	25,2	24,1	24,2	24,5	24,3	24,1
Dług / EV	24,7%	30,3%	31,3%	35,3%	37,7%	34,7%	30,0%	22,7%	15,3%	8,2%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,4%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	28,7%	81,2%	84,1%	105,3%	104,8%	100,2%	100,0%	100,1%	100,4%	100,7%	100,9%
Amortyzacja / Przychody	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Przychody	4,9%	0,9%	1,1%	0,7%	0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	36,0%	10,3%	8,7%	5,4%	6,0%	7,3%	7,8%	8,0%	-3,9%	-4,7%	-4,7%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	-	49,2	10,4	4,6	4,2	5,0	6,0	6,9	7,3	7,1	6,8
P/BV*	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE*	-	14,3	6,9	3,8	3,5	4,0	4,6	5,2	5,4	5,3	5,2
EV/EBITDA*	-	13,9	6,7	3,3	2,8	3,1	3,4	3,9	4,1	4,1	4,0
EV/EBIT*	-	29,1	9,1	3,9	3,3	3,7	4,2	4,9	5,2	5,1	5,0
EV/S*	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	16,0	16,2	17,5	20,0	21,7	22,0	22,2	21,9	21,8	21,9	21,9
EPS	-2,5	0,3	1,3	2,8	3,1	2,6	2,2	1,9	1,8	1,9	1,9
CEPS	-1,8	0,9	1,9	3,5	3,7	3,2	2,8	2,5	2,4	2,5	2,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,32	1,42	2,31	1,96	2,19	1,89	1,80	1,85
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 13,10 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
 Dyrektor Wydziału
 Makler Papierów Wartościowych
 tel. (032) 20-81-412
 e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
 Zastępca Dyrektora Wydziału
 Doradca Inwestycyjny
 tel. (032) 20-81-432
 e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
 tel. (032) 20-81-435
 e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
 tel. (032) 20-81-438
 e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
 Makler Papierów Wartościowych
 tel. (032) 20-81-435
 e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	20,0	-	-	08.03.2017	11:45 CEST	13,10	58 615

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

Kupuj	8	53%
Akumuluj	6	40%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	7%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej 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 08.03.2017 roku, 11:45 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.03.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 6 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

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 08.03.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjną i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat 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.