



Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 1,40 PLN

05 PAŹDZIERNIK 2016, 09:10 CEST

Mostostal Zabrze ma za sobą okres czterech z rzędu kwartałów spadku r/r raportowanej EBITDA. Dodatkowo cieniem na podejściu inwestorów do spółki kładły się problemy głównego akcjonariusza związane z Kopexem czy wyraźne opóźnienia w monetyzowaniu znaczącego majątku pozaoperacyjnego spółki. Kurs akcji na przestrzeni ostatnich sześciu miesięcy spadł o 1/3 i przejściowo był na najniższym poziomie od 2012 roku. Skala przeceny skłania nas do tego, by zwrócić uwagę na czynniki, które naszym zdaniem mogą poprawić sentyment inwestycyjny do akcji spółki: i) wyniki w kolejnych kwartałach powinny ulec wyraźnej poprawie, co sygnalizują już oczyszczone rezultaty za 2Q'16, ii) wstępne porozumienie w sprawie restrukturyzacji Kopexu oddala widmo niekontrolowanej upadłości tego podmiotu (MS Zabrze jest podwykonawcą Kopexu na jednym z kontraktów), iii) przejęcie praktycznie pełnej kontroli nad Biprohutem daje pole do optymalizacji aktywów tego podmiotu. Uważamy, że z inwestycją w akcje spółki wiąże się podwyższone ryzyko, ale biorąc pod uwagę obecny poziom kursu rynkowego i skalę negatywnego sentymentu, decydujemy się zmienić nasze zalecenie z Trzymaj na Kupuj. Jednocześnie biorąc pod uwagę znaczące korekty prognoz wyników oraz dużo bardziej konserwatywne podejście do wyceny majątku pozaoperacyjnego spółki, obniżyliśmy naszą wycenę jednej akcji Mostostalu Zabrze z 2,32 PLN do 1,40 PLN.

Obecna kapitalizacja spółki to ok 175 mln PLN. Spółka nie jest zadłużona, gotówka netto na koniec 2Q'16 przekraczała 10 mln PLN (co mniej więcej odpowiada kwocie potrzebnej do uregulowania warunków porozumienia dotyczącego kontraktów w RPA). EV/EBITDA'17 wg naszych prognoz to 5,3x (bez uwzględniania potencjalnych wpływów za sprzedaży nieruchomości).

Już oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyniki 2Q'16 były w naszej ocenie całkiem dobre. Szacujemy, że na bazie obecnego portfela zleceń spółka ma możliwość pokazać w co najmniej czterech kolejnych z rzędu kwartałach poprawę raportowanych rezultatów. Mniej pewnie wygląda dopiero backlog na 2H'17, czasu na zdobycie kolejnych zleceń jest jednak dość dużo. We wrześniu doszło do zawarcia wstępnego porozumienia restrukturyzacyjnego Kopexu, która ma zaowocować końcową umową do końca listopada - liczymy także na uregulowanie kwestii kontraktu w Jaworznie, w którym Mostostal jest podwykonawcą Kopexu.

W naszych poprzednich raportach analitycznych zwracaliśmy uwagę na znaczącą wartość nieruchomości Mostostalu. Część z nich jest nadal przedmiotem przedwstępnej umowy sprzedaży zawartej w 2014 roku z Pinnacle. Pierwotnie było to 61 mln PLN, obecnie 39 mln PLN (działką za 12 mln PLN zainteresowany ma być inny podmiot, natomiast działkę o wartości 10 mln PLN, w małej części sprzedano a w większej jest wynajmowana). Problemy formalne (koncesja dla kopalni) sprawia największą działkę w Bytomiu. W związku z tym dużo bardziej konserwatywnie obecnie podchodzimy do wyceny tych aktywów (dyskonto dla Bytomia), a nieruchomości inwestycyjne wykazywane przez spółkę w aktywach trwałych (52 mln PLN, jest to głównie kompleks biurowy Biprohutu), uwzględniamy jedynie w kontekście powtarzalnych (ale relatywnie bardzo niskich) wpływów z najmu (liczymy, że przejęcie przez Mostostal praktycznie całkowitej kontroli nad Biprohutem, powinno umożliwić zoptymalizowanie zarządzania majątkiem tej spółki).

W kontekście czynników ryzyka zwracamy uwagę na liczne sprawy sporne czy problematyczne kontrakty (m.in. Stadion Śląski, DTŚ, Stadion Narodowy), które mogą zadziać na plus jak i na minus na wyniki/pozycję gotówkową – nie ujmujemy ich w wycenie (większość spraw może ciągnąć się przez kilka lat).

Wycena DCF [PLN]	1,12
Wycena porównawcza [PLN]	1,20
Inne aktywa* [PLN]	0,26
Wycena końcowa [PLN]	1,40
Potencjał do wzrostu / spadku	20%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	1,17
Kapitalizacja [mln PLN]	174,5
Ilość akcji [mln szt.]	149,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1,71
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,02
Stopa zwrotu za 3 mc	1,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-31,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-12,7%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	30,8%
ING PTE	15,1%
Pozostali	54,1%

* nieruchomości inwestycyjne wystawiane na sprzedaż

Krzysztof Pado

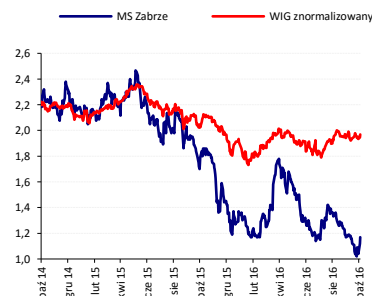
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	862,7	759,6	816,3	791,9	805,4	817,1
EBITDA [mln PLN]	47,1	22,8	24,6	30,7	32,2	33,1
EBIT [mln PLN]	32,9	8,8	10,6	17,0	18,4	19,1
Zysk netto [mln PLN]	18,7	1,9	3,7	10,0	11,3	12,1
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/E	9,3	92,0	46,7	17,5	15,5	14,5
EV/EBITDA	3,5	7,5	6,9	5,3	4,9	4,5
EV/EBIT	5,0	19,4	16,0	9,6	8,5	7,8



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	5
WYCENA PORÓWNAWCZA	8
PORTFEL ZLECEŃ.....	9
WYNIKI KWARTALNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	11
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Mostostal Zabrze opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała (dla 2016 roku przyjęliśmy wagę 0% ze względu na zdarzenia jednorazowe) wartość 1 akcji na poziomie 1,20 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 1,12 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Dodatkowo w wycenie uwzględniono wartość wystawionych na sprzedaż nieruchomości (po przyjęciu 50% dyskonta dla działki w Bytomiu). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 1,40 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	1,12
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	1,20
Inne aktywa* [PLN]		0,26
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		1,40

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *nieruchomości wystawione na sprzedaż - wycena w tabeli poniżej

Nieruchomości inwestycyjne wystawione na sprzedaż / transakcja z Pinnacle

W październiku 2014 (RB 74/2014) Mostostal zawarł umowy przedwstępne z Pinnacle na sprzedaż pakietu nieruchomości o wartości 61,0 mln PLN (440 tys mkw; 0,41 PLN/akcję). W skład pakietu wchodziło pierwotnie pięć nieruchomości: w Bytom (największy grunt, przy węźle autostrady A1, wyceniony na 24,1 mln PLN netto przy przenoszeniu z PRInż do MS Zabrze), Sosnowiec, Gliwice, Katowice Miedziana i Katowice Lwowska.

Sygnalizowane przez zarząd terminy sprzedaży powyższych działek były wielokrotnie przesuwane. Do dziś nie zawarto żadnej ostatecznej umowy sprzedaży z Pinnacle. Ze sprzedaży działek Katowice Lwowska i Gliwice wycofano się. Katowice Lwowska w małej części została sprzedana do innego podmiotu (RB 43/2016), natomiast pozostała część jest wynajmowana (działka nie spełniała warunków niezbędnych do zrealizowania planów inwestora). W przypadku działki w Gliwicach pojawiła się korzystniejsza oferta ze strony innego podmiotu (RB 60/2016, do finalizacji transakcji nadal jednak nie doszło).

Pozostały w ramach umowy z Pinnacle pakiet (Gliwice, Sosnowiec, Katowice Miedziana) wyceniany jest na 38,8 mln PLN (RB 60/2016). Obecnie sprzedaż Sosnowca i Katowic można zakładać w 2017 roku. Natomiast w przypadku Bytomia w 2015 roku pojawiły się problemy z otrzymaniem koncesji na wydobycie węgla przez spółkę Eko Plus, która w przyszłości mogłaby wpłynąć na pojawienie się szkód górniczych w obrębie działki. Istnieje kilka opcji rozwoju sytuacji: m.in. odstąpienia przez Pinnacle od umowy, dodatkowe uzbrojenie działki, zrealizowanie na działce innego projektu czy ograniczenie koncesji (lokalnym władzom może zależeć na zrealizowaniu projektu na działce ze względu na dobrą lokalizację).

Poniżej w tabeli prezentujemy zestawienie wystawionych na sprzedaż działek. Po przyjęciu 50% dyskonta dla działki w Bytomiu uwzględniamy je w końcowej wycenie spółki. Spółka posiada także szereg innych, mniejszych nieruchomości wystawionych na sprzedaż, o jednostkowych wartościach rzędu kilkaset tys – małe kilka mln PLN, jednak ze względu na duże rozdrobnienie nie bierzemy ich pod uwagę w wycenie.

Głównie nieruchomości wystawione na sprzedaż

nieruchomość	powierzchnia [tys mkw]	wartość * [mln PLN]	dyskonto	wartość po dyskoncie [mln PLN]
Bytom Strzelców Bytomskich	247,4	24,1	50%**	12,1
Katowice Miedziana	46,4	11,3	0%	11,3
Sosnowiec Baczyńskiego	23,2	3,4	0%	3,4
Gliwice Pszczyńska***	73,1	12,3	0%	12,3
razem [mln PLN]		51,1		39,1
razem [PLN/akcję]				0,26

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *wartości na bazie komunikatów bieżących spółki

**przyjęliśmy 50% dyskonto ze względu na niejasną sytuację związaną z koncesją górniczą

***zakładana sprzedaż do innego podmiotu niż Pinnacle

Nieruchomości inwestycyjne

Na bilansie skonsolidowanym spółki znajdują się jeszcze pozostałe nieruchomości inwestycyjne o wartości 51,7 mln PLN, są to głównie aktywa w postaci kompleksu biurowego Biprohu w centrum Gliwic. Wartość gruntów ustalona jest na 27,0 mln PLN, a wartość budynków na 24,7 mln PLN. Mostostal posiada obecnie niespełna 97%

udziałów w głosach na walnym zgromadzeniu spółki i 99% w kapitale zakładowym (w 2Q'16 odkupiono 23% należące wcześniej do Elektrobudowy za 4,6 mln PLN). Biura w Gliwicach są w dużej części wynajmowane przez podmioty zewnętrzne. W 1H'16 Mostostal Zabrze wykazał około 0,4 mln PLN zysku na inwestycji w nieruchomości ujętego w pozostałej działalności operacyjnej (przychody 1,0 mln PLN – koszty 0,6 mln PLN).

Nieruchomości nie uwzględniamy osobno w wycenie. Przychody netto z najmu na dotychczasowych poziomach są ujęte w prognozach wyników finansowych (a więc uwzględnione w modelu DCF). Uważamy, że takie podejście jest bardzo konserwatywne - we wcześniejszych wycenach uwzględnialiśmy osobno wartość nieruchomości inwestycyjnych (nie uwzględniając przychodów z najmu). Zwracamy uwagę, że w 2Q'16 Mostostal przejął praktycznie całkowitą kontrolę nad Biprohutem, co powinno umożliwić mu zoptymalizowanie zarządzania majątkiem tej spółki.

Rozliczenie ugody z BZ WBK dotyczącej biurowca Altus w Katowicach (spółka Reliz)

W lipcu 2014 Mostostal zawarł z BZ WBK (następcą prawnym Kredyt Banku) ugodę dotyczącą wierzytelności zgłoszonych do masy upadłości spółki Reliz (spółka ta była właścicielem biurowca Altus w Katowicach, który około 15 lat temu budował Mostostal). Ostatecznie (pierwotnie miało to nastąpić już w 4Q'14) zabrzańska spółka otrzymała w 2Q'16 kwotę 17 mln PLN w zamian za zrzeczenie się swoich roszczeń (księgowo już w 2015 roku rozpoznano z tego tytułu pozostałe przychody operacyjne). Kwota jest przez nas ujęta w przepływach dotyczących kapitału obrotowego w 2016 roku.

Rozliczenie porozumienia z DBT Technologies dotyczącego kontraktów energetycznych w RPA

W 2014 roku spółka wypowiedziała dwie umowy zawarte w 2012 roku z DBT Technologies na wykonanie montażu filtrów workowych spalin w elektrowniach opalanych węglem kamiennym w Kusile i Medupi (RPA). W 4Q'15 Mostostal zaksięgował odpis na należności dotyczący tych kontraktów, który obciążył wynik netto w kwocie ok. 13 mln PLN. Spółka podjęła działania zmierzające do odzyskania tych środków i zawarcia porozumienia z DBT. Jednak rozmowy, m.in. ze względu na roszczenia sporne, nie przynosiły przez dłuższy czas rezultatu.

W ostatecznym rozrachunku Mostostal Zabrze zrezygnował z dochodzenia swoich roszczeń, odszedł od ścieżki arbitrażu (która zdaniem spółki mogła pochłonąć duże środki, a nawet w przypadku korzystnej decyzji możliwość odzyskania należności mogła być problematyczna). Zawarcie ostatecznego porozumienia z DBT oznaczało konieczność poniesienia ok. 11 mln PLN dodatkowych kosztów, które księgowo zostały ujęte w wynikach 2Q'16. Gotówkowo porozumienie będzie rozliczone w 2H'16. Kwota jest przez nas ujęta w przepływach dotyczących kapitału obrotowego w 2016 roku.

Mostostal Zabrze a Kopex – powiązania

- Głównym akcjonariuszem Mostostalu Zabrze jest Krzysztof Jędrzejewski (46,6 mln akcji, 31,2%). Równocześnie, na dziś, jest on głównym akcjonariuszem Kopexu (26,3 mln akcji, 35,4%, w tym 6,5% bezpośrednio a 28,9% poprzez spółkę Partner).
- Wiceprezesem Mostostalu Zabrze jest Dariusz Pietyszek, który obecnie jest także prezesem Kopexu.
- K. Jędrzejewski, z giełdowych podmiotów, posiada także pakiety akcji w Rafamecie (producent obrabiarek dla kolejnictwa, główny akcjonariusz to ARP) oraz w spółce Hydrapress (mały podmiot notowany na NewConnect, zajmujący się produkcją tłoczonych elementów metalowych dla automotive).
- We wrześniu doszło do podpisania wstępnego porozumienia restrukturyzacyjnego Kopexu - pomiędzy TDJ, bankami. Przygotowanie kompletnej dokumentacji restrukturyzacyjnej i zawarcie umowy ma nastąpić do końca listopada bieżącego roku. Jednym z elementów planu ma być sprzedaż pakietu akcji Kopexu przez K. Jędrzejewskiego do TDJ (który obecnie posiada 32,9% akcji spółki).
- W kontekście Mostostalu ważna pozostaje kwestia ustalenia dalszej formuły realizacji kontraktu przy budowie nowego bloku w Jaworznie, gdzie MS Zabrze jest podwykonawcą Kopexu (który z kolei pracuje dla Rafako). Przedmiotem umowy Kopexu (w konsorcjum ze Stal System) z Rafako jest "Dostawa i montaż konstrukcji stalowej budynku maszynowni, kotłowni, bunkrowni, LUVU, SCR, montaż bunkrów węglowych, podniesienie i ułożenie zdmuchiwiaczy parowych" o pierwotnej wartości 180 mln PLN. Aneks w wrześniu 2016 zwiększył wartość prac do 210 mln PLN (z czego 106 mln PLN przypada na Kopex a reszta na partnera w konsorcjum, którym jest spółka Stal System). W lutym 2016 roku Mostostal Zabrze zawarł z Kopexem umowę na wykonanie prac podwykonawczych o wartości 52 mln PLN na „Dostawę konstrukcji stalowej budynku kotłowni, LUVU oraz SCR”.
- Spodziewamy się, że finalna umowa restrukturyzacyjna będzie musiała uregulować kwestię dalszej realizacji kontraktu przez Kopex. W naszej opinii można zakładać kilka potencjalnych możliwości, od dokończenie kontraktu przez Kopex na obecnych warunkach, poprzez przejęcie kontraktu przez konsorcjanta (Stal Warsztat) lub głównego podwykonawcę (MS Zabrze), po wybranie przez Rafako nowego podmiotu do realizacji umowy. Trudno nam wyrokować jakie będzie finalne rozstrzygnięcie. TDJ jest zainteresowany głównie aktywami produkcyjnymi Kopexu, o czym świadczy m.in. ujęcie w umowie restrukturyzacyjnej Kopexu spółki PBSz jako aktywa przeznaczzonego na sprzedaż. Z drugiej strony TDJ/Famuroni nie jest obca realizacja prac przy budowie nowych bloków energetycznych (za pomocą spółki Famak realizowane są kontrakty na układy nawęglania dla Koźienic i Opola).

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:

- Biorąc pod uwagę backlog spółki szacujemy, że w 2016 roku przychody wzrosną powyżej 800 mln PLN. Zarząd zakłada, że w kolejnym roku sprzedaż może być płaska – konserwatywnie przyjmujemy jednak, że sprzedaż spadnie poniżej wspomnianej wcześniej granicy. Perspektywy na 1H'17 wyglądają naszym zdaniem dobrze, bardziej mgliście rysuje się na razie perspektywy 2H'17 – pozyskanie przez spółkę nowych kontraktach w najbliższych 2-3 kwartałach może pozytywnie wpłynąć na nasze oczekiwania. W średnim horyzoncie czasowym oczekujemy jednak, że sprzedaż Mostostalu będzie rosła w oparciu o dotychczasowe główne obszary działalności spółki (zlecenia dla przemysłu, energetyki plus sprzedaż eksportowa). Po roku 2020 zakładamy wyhamowanie rynku budowlanego w związku z wygasaniem budżetu UE na lata 2014-20 (spółka ma ograniczoną ekspozycję na kontrakty infrastrukturalne, jednak podaż takich zleceń na rynku ma wpływ na konkurencję w innych obszarach rynku).
- W modelu bardzo konserwatywnie przyjmujemy, że marża operacyjna spółki w dobrej koniunkturze niewiele przekroczy 2% (maksymalnie mamy 2,3% w 2019 roku). W bardzo dobrych latach 2006-09 Mostostal generował nawet 4-6% marży operacyjnej (po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej). W ostatnich latach zarząd „odchudził” strukturę grupy, co powinno przekładać się na trzymanie w ryzach kosztów SG&A. W długim terminie i w okresie rezydualnym przyjmujemy marżę EBIT na poziomie 1-1,5% dla segmentu montażowo-produkcyjnego, 4-5% dla konstrukcji maszynowych, 2% dla budownictwa ogólnego i 5% dla pozostałej działalności (głównie projektowanie).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- W 2016 roku w zmianie kapitału obrotowego uwzględniony jest wpływ środków z ugody dotyczącej budynku Altus w Katowicach (+17 mln PLN) oraz wpływ z tytułu porozumienia dotyczącego kontraktów w RPA (-11 mln PLN). W 2016 i 2017 uwzględniamy sygnalizowany przez zarząd wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy (wydłużenie rotacji należności).
- CAPEX w 2016 roku uwzględnia zakupu mniejszościowego pakietu w Biprohucie od Elektrobudowy. W kolejnych latach nie zakładamy zmian w strukturze grupy kapitałowej.
- Dług (gotówkę) netto przyjęto na poziomie z końca 2015 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 05.10.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 166 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 1,12 PLN. Zwracamy uwagę, że poniższa wycena metodą DCF nie uwzględnia wartości aktywów, które bierzemy osobno pod uwagę przy końcowej wycenie (nieruchomości inwestycyjne wystawione na sprzedaż).

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	816,3	791,9	805,4	817,1	827,7	813,7	793,0	760,8	771,3	778,6
EBIT skoryg* [mln PLN]	17,1	17,0	18,4	19,1	17,6	16,1	15,4	14,9	16,4	16,6
Stopa podatkowa skoryg*	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]	3,3	3,2	3,5	3,6	3,3	3,1	2,9	2,8	3,1	3,2
NOPLAT [mln PLN]	13,9	13,8	14,9	15,5	14,3	13,1	12,4	12,1	13,3	13,5
Amortyzacja [mln PLN]	14,0	13,7	13,8	14,0	14,1	14,1	14,1	14,0	13,9	13,8
CAPEX [mln PLN]**	-13,7	-14,2	-14,4	-14,5	-14,5	-14,5	-14,4	-14,2	-14,1	-14,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]***	-5,3	-2,2	-1,5	-1,3	-1,2	1,5	2,2	3,5	-1,1	-0,8
Dezinwestycje [mln PLN]****	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	15,0	11,1	12,9	13,7	12,7	14,2	14,4	15,3	11,9	12,5
DFCF [mln PLN]	14,7	10,0	10,6	10,4	8,9	9,1	8,5	8,3	5,9	5,7
Suma DFCF [mln PLN]	92,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	160,1		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	73,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	165,2									
Dług netto 2015 [mln PLN]	-3,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]	2,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	166,3									
Ilość akcji [mln szt.]	149,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	1,12									

*w 2016 roku wynik EBIT oczyszczony o księgowy zysk na przejęciu Biprohutu (+4,3 mln PLN) i stratę na ugodzie z DBT (-10,8 mln PLN), skorygowano także efektywną stopę podatku, **łącznie z zakupem udziałów w Biprohucie za 4,6 mln PLN, ***w 2016 roku uwzględniono wpływ środków z ugody z BZ WBK (+17,0 mln PLN) i wpływ z ugody z DBT (-10,8 mln PLN), ****w 2016 roku sprzedaż nieruchomości i innych aktywów w 1H'16

Przychody zmiana r/r	7,5%	-3,0%	1,7%	1,4%	1,3%	-1,7%	-2,5%	-4,1%	1,4%	0,9%
EBIT zmiana r/r	94,8%	-0,8%	8,3%	4,0%	-8,0%	-8,4%	-4,8%	-2,8%	10,1%	1,2%
FCF zmiana r/r	71,9%	-25,7%	15,4%	6,7%	-7,3%	12,0%	0,9%	6,7%	-22,0%	4,7%
Marża EBITDA	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	3,8%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%
Marża EBIT	2,1%	2,1%	2,3%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%
Marża NOPLAT	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	98,0%	103,4%	104,3%	103,8%	102,9%	102,5%	102,2%	101,7%	101,6%	101,2%
Zmiana KO / Przychody	0,6%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,5%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9,3%	-8,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	93,6%	94,3%	95,1%	96,0%	96,8%	97,6%	98,1%	98,7%	99,2%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	6,4%	5,7%	4,9%	4,0%	3,2%	2,4%	1,9%	1,3%	0,8%	0,0%
WACC	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	1,07	1,11	1,17	1,25	1,34	1,47	1,67	1,97	2,50
	0,8	1,02	1,06	1,11	1,17	1,26	1,36	1,52	1,74	2,12
	0,9	0,98	1,01	1,06	1,11	1,18	1,27	1,39	1,57	1,85
	1,0	0,94	0,97	1,01	1,06	1,12	1,19	1,29	1,43	1,64
	1,1	0,90	0,93	0,97	1,01	1,06	1,12	1,20	1,32	1,48
	1,2	0,87	0,90	0,93	0,96	1,00	1,06	1,13	1,22	1,35
	1,3	0,84	0,86	0,89	0,92	0,96	1,01	1,06	1,14	1,25

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%	1,12	1,17	1,24	1,33	1,44	1,61	1,85	2,26	3,08
	4%	1,02	1,06	1,11	1,17	1,26	1,36	1,52	1,74	2,12
	5%	0,94	0,97	1,01	1,06	1,12	1,19	1,29	1,43	1,64
	6%	0,87	0,90	0,93	0,96	1,00	1,06	1,13	1,22	1,35
	7%	0,81	0,83	0,86	0,88	0,92	0,96	1,01	1,07	1,16
	8%	0,76	0,78	0,80	0,82	0,84	0,87	0,91	0,96	1,02
	9%	0,72	0,73	0,75	0,76	0,78	0,81	0,84	0,87	0,91

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%	1,67	1,59	1,51	1,44	1,38	1,32	1,27	1,22	1,18
	4%	1,49	1,40	1,32	1,26	1,20	1,14	1,09	1,05	1,00
	5%	1,34	1,26	1,18	1,12	1,06	1,00	0,96	0,92	0,88
	6%	1,22	1,14	1,07	1,00	0,95	0,90	0,86	0,82	0,78
	7%	1,13	1,05	0,98	0,92	0,86	0,82	0,78	0,74	0,71
	8%	1,05	0,97	0,90	0,84	0,79	0,75	0,71	0,68	0,65
	9%	0,98	0,90	0,84	0,78	0,74	0,70	0,66	0,63	0,60

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

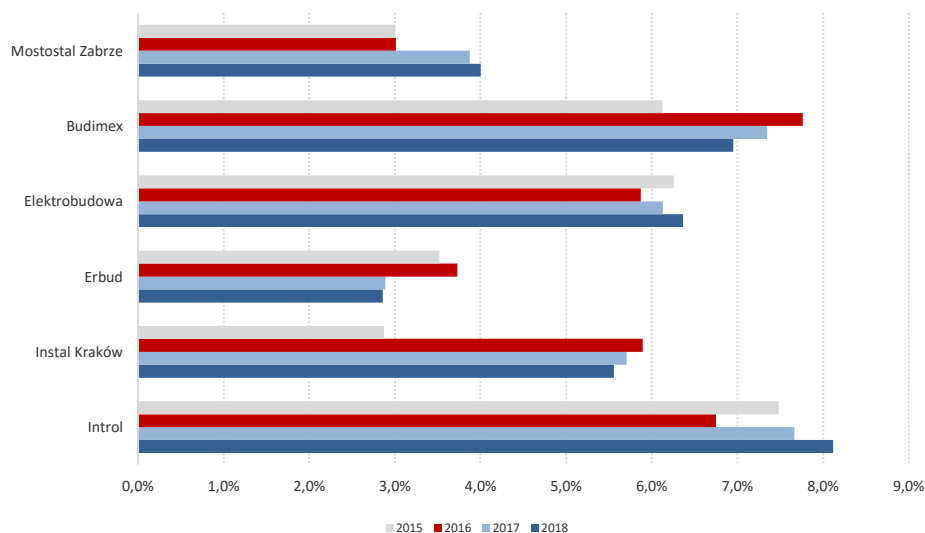
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla 2016 roku przyjęliśmy wagę 0% (wyniki Mostostalu Zabrze są zaburzone przez zdarzenia jednorazowe), dla pozostałych lat po 50%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 179 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 1,20 PLN.** Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty rynku). Zwracamy uwagę, że poniższa wycena porównawcza nie uwzględnia wartości aktywów, które bierzemy osobno pod uwagę przy końcowej wycenie (nieruchomości inwestycyjne wystawione na sprzedaż).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Budimex	15,5	15,0	15,0	6,2	5,8	7,6
Elektrobudowa	11,1	12,5	11,8	7,1	6,8	6,3
Erbud	13,4	16,1	15,4	4,0	6,2	5,9
Instal Kraków	10,5	9,1	9,2	4,4	4,1	3,7
Introl	18,5	14,8	12,9	10,3	8,6	7,6
Mediana	13,4	14,8	12,9	6,2	6,2	6,3
Mostostal Zabrze	46,7	17,5	15,5	6,9	5,3	4,9
Premia/dyskonto dla MS Zabrze	248,9%	18,2%	20,1%	11,0%	-14,7%	-23,4%
Wycena wg wskaźnika	0,34	0,99	0,97	1,06	1,36	1,49
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		0,98			1,42	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	1,20					

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

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PORTFEL ZLECEŃ

Kontrakty podpisane od początku 2014 roku o wartości >10 mln PLN netto

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Wykonawca	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]	Termin zakończenia
2016-06-07	Polimex	GPBP	El. Opole: Wykonanie budynków elektrycznych dla bloków nr 5 i 6	12	2017-01
2016-04-22*	Kinetics Technology	MSZ	Roboty budowlane i montaże w ramach projektu Lotos EFRA	137	2018-01
2016-04-21	Amec Foster	MSZ	Wykonanie robót budowlanych oraz dostawy i montaż instalacji w ramach projektu budowy bazy systemu AEGIS Ashore w Redzikowie	90	2017-09
2016-04-11	Nitroerg	MSZ	GW instalacji do produkcji Nitroretu oraz instalacji do zażęzania kwasu ponitracynowego	70	2018-04
2016-03-25	Amec Foster	MSZ	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych dla EC Zabrze	23	b.d.
2016-03-14	Azoty Kędzierzyn	MSZ RP	Modernizacja Instalacji Mocznika	12	2016-12
2016-02-17	Kopex	MSZ	Dostawa konstrukcji stalowej budynku kotłowni, LUVO oraz SCR dla Jaworzno III	52	2017-04
2016-01-20	KGHM	MSZ	Odtwarzanie Fabryki Kwasu Siarkowego	14	2016-09
2016-01-07	Gemini Park Tychy	GPBP	Wykonanie stanu surowego zamkniętego wraz z robotami drogowymi CH Gemini Park Tychy	52	2017-06
2015-12-22	ArcelorMittal Poland	MSZ RP	Demontaż i montaż płyt chłodniczych oraz zestawów dyszowych w ramach prac modernizacyjnych Wielkiego Pieca Nr 5 w Krakowie	14	2016-06
2015-12-15	Valmet AB	MSZ	Modyfikacja kotła w fabryce celulozy Sodra Cell Varo w Szwecji	20	2016-06
2015-12-14	Technip Benelux	MSZ RP	Montaż konstrukcji stalowej pieca oraz instalacji w Republice Czeskiej	12	2016-05
2015-12-09	Aero Gearbox	MSZ	Budowa hali produkcyjnej podzespołów metalowych w Ropczycach	47	2016-10
2015-12-07	Polimex	GPBP	Maszynownia bloków 5 i 6 – Etap III roboty żelbetowe oraz roboty montażowe	15	2016-06
2015-11-13	Stadion w Zabrzu	GPBP	Projekt i realizacja budowy pomieszczeń Klubu Biznesowego i łóż VIP	11	2016-04
2015-11-05	Technip Benelux	MSZ RP	Dostawa konstrukcji stalowych pieca	11	2016-02
2015-10-02	Selgros	GPBP	Budowa Centrum Handlowego Selgros w Warszawie	24	2016-06
2015-07-22	Engineering Dobersek	MSZ	Dostawy konstrukcji stalowych dla huty miedzi	11	2015-12
2015-07-22	Liebherr-Werk	MSZ KP	Produkcja i dostawa konstrukcji maszynowych do dźwigów	64	-
2015-05-22	Polimex	GPBP	El. Opole: konstrukcje żelbetowe maszynowni bloków 5 i 6, wykonanie tunelu kablowego przy maszynowniach oraz Centralnego Budynku Elektrycznego SUBA	52	2016-06
2015-04-20	Stadion w Zabrzu	GPBP	Wykonanie prac budowlanych	12	2015-08
2015-04-20	KGHM	MSZ	Zabudowa obiektów oraz instalacji elektrycznych	55	2016-05
2015-04-07	KGHM	MSZ	Wykonanie instalacji technologicznych, uziemiających, odgromowych rurociągów przesyłowych oraz orurowania Magazynu Paliw	13	-
2015-04-03	KGHM	MSZ	Wykonanie estakad (fundamenty i konstrukcje) oraz wykonanie przekładki sieci	16	-
2015-04-02	Saller Polbau	GPBP	Wykonanie budynku Galerii Głogowia	31	2016-01
2015-03-12	Polimex	GPBP	Wykonanie Pompowni Wody Chłodzącej i wody p.poż w ramach budowy bloków nr 5 i 6 Elektrowni Opolo	12	2016-11
2015-02-18	Aker	MSZ RP	Dostawa konstrukcji stalowej wieży wiertniczej dla projektu BT-4000	10	2015-08
2015-02-10	Babcock&Wilcox	MSZ RP	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych dla instalacji kotłów na biopaliwo w elektrociepłowni w Skaerbaek	26	2016-03
2015-01-29	KGHM	MSZ	Wykonanie sieci gazowego tlenu i azotu	18	2015-07
2015-01-28	Góraźdże	GPBP	Modernizacja silosów cementu nr 3 i nr 9	13	2016-04
2014-12-23	Politechnika Śląska	GPBP	Budowa Centrum Informatycznego Politech. Śl. i lokalu Przychodni Zdrowia	12	2016-03
2014-12-02	Aker	MSZ RP	Umowa na dostawę konstrukcji stalowej wieży wiertniczej dla proj. DRU 2	11	2015-03
2014-11-04	Polimex	GPBP	Wykonanie płyt dennych skrzyń fundamentowych maszynowni bloków 5 i 6 w Elektrowni Opolo	24	2015-03
2014-08-28	Donges SteelTec	MSZ	Wykonawstwo konstrukcji stalowej mostu Talbrücke Heidingsfeld	11	2016-12
2014-07-17	UŚ	GPBP	Budowa budynku Wydziału Radia i Telewizji UŚ	22	2016-01
2014-07-10	Alstom	MSZ RP	Dostawa i montaż 2 sztuk absorberów dla EC Rybnik	12	2015-03
2014-05-06	Selgros	GPBP	Budowa Centrum Handlowego SELGROS w Lublinie	17	2014-09
2014-04-25	Fisia Babcock	MSZ	Montaż konstrukcji kotła, części ciśnieniowej kotła, urządzeń towarzyszących oraz orurowania zewnętrznego dla spalarni śmieci w Tampere	15	2015-05
2014-04-24	Strabag	MSZ RP	Konstrukcja stalowa wraz z izolacjami dla instalacji katalitycznego odazotowania spalin (SCR) dla kotłów OP-650k w Rybniku	27	2015-01
2014-04-01	Posco	MSZ	Montaż z elementów 2 kotłów w ramach inwestycji: "Budowa Zakładu Termicznego Przekształcania Odpadów" w Krakowie	14	2015-03
2014-02-18	Fisia Babcock	MSZ	Montaż konstrukcji kotła, części ciśnieniowej kotła oraz urządzeń towarzyszących dla spalarni śmieci w miejscowości Linköping	15	2015-03
2014-02-17	Kopex Ex-Coal	Biprohut	Wykonanie projektu części powierzchniowej nowej kopalni węgla kamiennego w obszarze "Oświęcim Polanka 1".	17	2018-09
2014-02-07	Góraźdże Cement	GPBP	Modernizacja silosów cementu nr 2 i nr 8 w Cementowni Góraźdże	11	2014-12
2014-01-29	Babcock & Wilcox	MSZ RP	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych dla spalarni śmieci w Kopenhadze	30	2015-12
2014-01-16	Aker	MSZ RP	Umowy na dostawę konstrukcji stalowej wieży wiertniczej dla projektu Cobalt	18	2014-08

Źródło: BDM S.A., spółka, *wraz z późniejszymi umowami

Po 2Q'16 portfel spółki wynosi 696 mln PLN (+27% r/r), z czego 74% przypada na segment montażowo-produkcyjny a 17% na segment budownictwa ogólnego. Wyraźna odbudowa portfela następowała stopniowo od początku roku. Podpisano umowy na m.in. roboty budowlane i montaż przy projekcie EFRA Lotosu (łącznie 137 mln PLN), podwykonawstwo przy budowie bazy w systemie AEGIS Ashore w Redzikowie (90 mln PLN), budowę instalacji w Nitroergu (70 mln PLN), budowę CH Gemini w Tychach (52 mln PLN, czy podwykonawstwo dla Kopexu przy budowie elektrowni w Jaworznie (52 mln PLN).

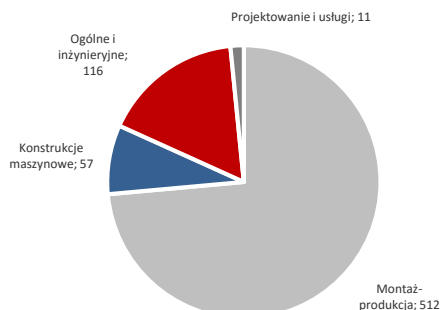
Kontrakt dla Kopexu

Ostatnie z wymienionych kontraktów budzi w naszym odczuciu obecnie największe znaki zapytania, ze względu na powiązania przez głównego akcjonariusza i olbrzymie problemy płynnościowe Kopexu. Światło w tunelu stanowi przyjęcie we wrześniu wstępnego porozumienia restrukturyzacyjnego Kopexu - pomiędzy TDJ, bankami a także K. Jędrzejewskim. Przygotowanie kompletnej dokumentacji restrukturyzacyjnej i zawarcie umowy ma nastąpić do końca listopada. W kontekście Mostostalu ważna pozostaje do ustalenie kwestia dalszej realizacji kontraktu przy budowie nowego bloku w Jaworznie, gdzie MS Zabrze jest podwykonawcą Kopexu (który z kolei pracuje dla Rafako).

Przedmiotem umowy Kopexu z Rafako jest "Dostawa i montaż konstrukcji stalowej budynku maszynowni, kotłowni, bunkrowni, LUVU, SCR, montaż bunkrów węglowych, podniesienie i ułożenie zdmuchiwaczy parowych" o pierwotnej wartości 180 mln PLN. Aneks w wrześniu 2016 zwiększył wartość prac do 210 mln PLN (z czego 106 mln PLN przypada na Kopex a reszta na partnera w konsorcjum, którym jest spółka Stal System). W lutym 2016 roku Mostostal Zabrze zawarł z Kopexem umowę na wykonanie prac podwykonawczych o wartości 52 mln PLN na „Dostawę konstrukcji stalowej budynku kotłowni, LUVU oraz SCR”.

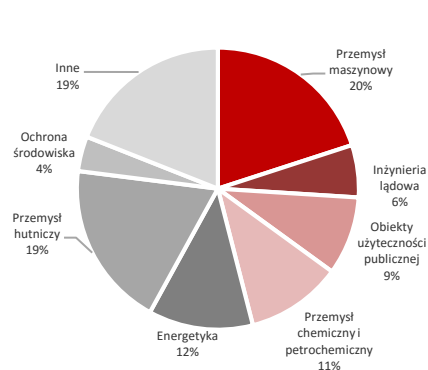
Spodziewamy się, że finalna umowa restrukturyzacyjna będzie musiała uregulować kwestię dalszej realizacji kontraktu przez Kopex. Trudno nam wyrokować jakie będzie finalne rozstrzygnięcie. Można zakładać kilka potencjalnych możliwości, od dokończenia kontraktu przez Kopex na obecnych warunkach, poprzez przejęcie kontraktu przez konsorcjanta (Stal Warsztat) lub głównego podwykonawcę (MS Zabrze), po wybranie przez Rafako nowego podmiotu do realizacji umowy.

Struktura backlogu po 2Q'16 [mln PLN]



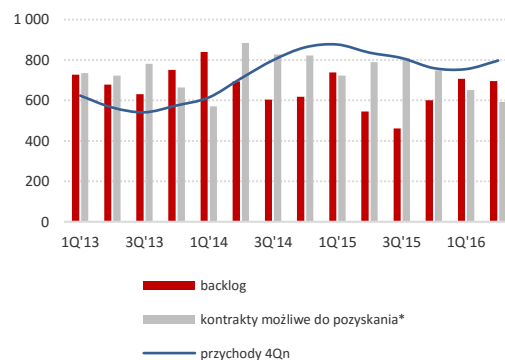
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura branżowa przychodów w 1-2Q'16 [mln PLN]



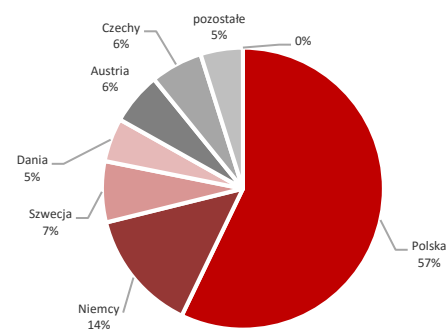
Źródło: BDM S.A., spółka

Backlog [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, *szacunki spółki wazone prawdopodobieństwem

Struktura geograficzna przychodów w 1-2Q'16 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

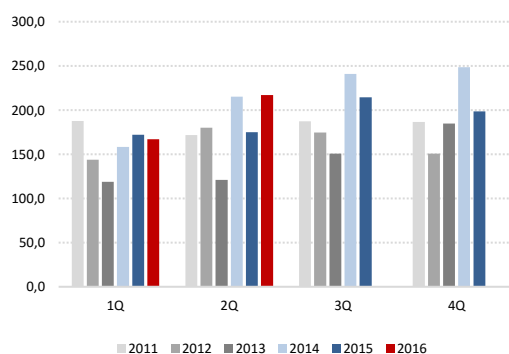
WYNIKI KWARTALNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki historyczne wg segmentów [mln PLN]

Wyniki spółki	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	2013	2014	2015
Przychody	118,8	120,9	150,7	184,7	158,2	215,1	241,0	248,4	172,1	174,8	214,3	198,4	167,2	217,0	575,1	862,7	759,6
Zysk brutto ze sprzedaży	10,4	7,8	12,5	15,1	15,1	19,2	21,2	18,3	14,1	11,1	15,2	17,2	12,1	17,2	45,7	73,8	57,6
rentowność	8,7%	6,4%	8,3%	8,2%	9,5%	8,9%	8,8%	7,4%	8,2%	6,4%	7,1%	8,7%	7,2%	7,9%	8,0%	8,6%	7,6%
EBIT	1,9	2,4	6,3	4,5	7,7	9,2	10,5	5,6	5,1	13,5	4,9	-14,6	3,1	-2,4	15,0	32,9	8,8
rentowność	1,6%	2,0%	4,2%	2,4%	4,8%	4,3%	4,4%	2,2%	3,0%	7,7%	2,3%	-7,4%	1,8%	-1,1%	2,6%	3,8%	1,2%
EBIT skoryg	-0,8	-3,1	1,1	3,6	4,1	8,0	10,4	7,3	3,5	-0,7	4,4	5,2	0,4	5,8	0,7	29,9	12,4
rentowność	-0,7%	-2,6%	0,7%	1,9%	2,6%	3,7%	4,3%	3,0%	2,0%	-0,4%	2,0%	2,6%	0,2%	2,7%	0,1%	3,5%	1,6%
EBITDA	5,2	5,8	9,6	8,1	11,0	12,8	14,2	9,2	8,6	16,9	8,3	-11,0	6,6	1,0	28,7	47,1	22,8
rentowność	4,4%	4,8%	6,4%	4,4%	6,9%	5,9%	5,9%	3,7%	5,0%	9,7%	3,9%	-5,6%	4,0%	0,4%	5,0%	5,5%	3,0%
Montaż-produkcja*	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	2013	2014	2015
Przychody	65,2	64,0	87,1	115,2	100,6	145,0	167,5	164,0	107,2	103,7	113,6	112,4	85,0	128,1	331,6	577,1	436,8
EBIT	1,3	-1,9	0,4	3,3	6,8	6,5	6,7	4,0	3,2	9,9	3,5	-19,5	0,1	-9,1	3,1	23,9	-2,9
rentowność	2,0%	-2,9%	0,4%	2,9%	6,7%	4,5%	4,0%	2,4%	3,0%	9,5%	3,1%	-17%	0,2%	-7,1%	0,9%	4,1%	-0,7%
Konstrukcje przemysłowe*	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	2013	2014	2015
Przychody	29,8	28,0	24,3	23,5	24,1	21,4	20,3	23,6	22,0	21,6	21,2	25,4	29,4	33,9	105,7	89,4	90,2
EBIT	1,0	1,4	0,9	0,7	0,9	0,6	0,1	0,5	0,0	-1,7	0,3	2,1	1,3	2,3	4,0	2,1	0,7
rentowność	3,4%	5,2%	3,6%	2,8%	3,7%	3,0%	0,6%	2,1%	0,2%	-8,1%	1,6%	8,1%	4,5%	6,7%	3,8%	2,4%	0,8%
Ogólne i inżynieryjne	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	2013	2014	2015
Przychody	18,3	27,0	36,7	44,0	30,9	45,1	48,9	57,0	39,3	45,4	75,2	56,3	47,7	52,1	126,0	182,0	216,2
EBIT	-1,7	2,1	-0,2	2,4	0,4	1,3	2,4	1,2	1,1	2,7	1,5	3,1	0,6	1,0	2,7	5,2	8,4
rentowność	-9,0%	7,9%	-0,6%	5,5%	1,3%	2,8%	4,8%	2,1%	2,8%	6,0%	2,0%	5,5%	1,2%	1,9%	2,1%	2,9%	3,9%
Inne	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	2013	2014	2015
Przychody	5,5	1,8	2,3	2,2	2,6	3,5	4,3	3,8	3,5	4,2	4,4	4,3	5,1	2,9	11,8	14,2	16,4
EBIT	0,7	0,6	0,7	-2,4	0,7	0,6	0,7	-0,6	0,7	1,5	0,0	-0,1	0,4	0,1	-0,4	1,3	2,1
rentowność	13,1%	33,5%	29,2%	-113,1%	25,4%	17,4%	15,4%	-16,5%	19,3%	35,1%	0,8%	-2,2%	7,4%	3,8%	-3,6%	9,2%	12,8%
Wyłączenia	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	2013	2014	2015
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,5	0,0	4,6	0,5	-1,1	0,1	0,7	0,6	0,1	1,2	-0,5	-0,2	0,6	3,3	5,6	0,4	0,5

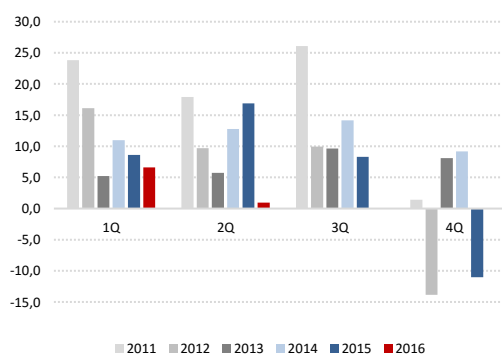
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *zmiana prezentacji segmentów od 1Q'14

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



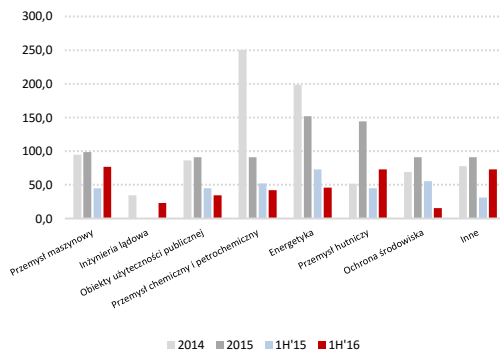
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]

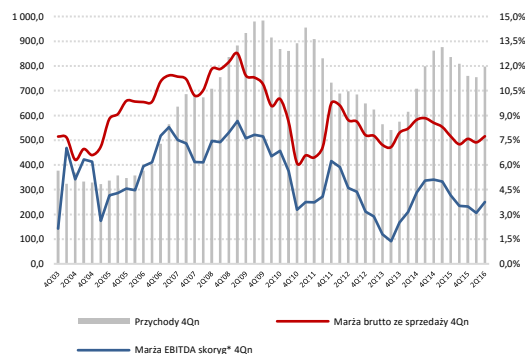


Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura branżowa przychodów [mln PLN]



Przychody, marża brutto i EBITDA (4Q narastająco) [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka, *EBITDA skorygowana o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Wyniki skonsolidowane za 2Q'16 [mln PLN]

	2Q'15	2Q'16	zmiana r/r	2Q'16P BDM	odchyl.	1H'15	1H'16	zmiana r/r
Przychody	174,8	217,1	24,2%	216,7	0,2%	346,9	384,2	10,8%
Wynik brutto na sprzedaży	11,1	17,2	54,6%	15,0	14,2%	25,2	29,3	16,3%
Zysk na sprzedaży	-0,7	5,8	-	3,2	79,2%	2,8	6,2	122,0%
PPO/PKO	14,2	-8,2	-	-6,5	-	15,8	-5,6	-
EBITDA	16,9	1,0	-94,3%	0,3	193,6%	25,5	7,6	-70,3%
EBIT	13,5	-2,4	-	-3,3	-	18,6	0,6	-96,6%
Zysk brutto	13,2	-2,3	-	-4,3	-	16,6	-0,7	-
Zysk netto	10,2	-3,5	-	-3,5	-	12,1	-2,6	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	6,4%	7,9%		6,9%		7,3%	7,6%	
Marża EBITDA	9,7%	0,4%		0,2%		7,4%	2,0%	
Marża EBIT	7,7%	-1,1%		-1,5%		5,4%	0,2%	
Marża zysku netto	5,9%	-1,6%		-1,6%		3,5%	-0,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Raportowane wyniki za 2Q'16 obciążone były m.in. przez koszty kontraktu RPA (-10,8 mln PLN), w drugą stronę wsparte przez zysk na nabyciu Biprohu (+4,2 mln PLN). Z czystej działalności operacyjnej spółka pokazała bardzo dobrą sprzedaż i marżę brutto ze sprzedaży (7,9% vs 6,4% przed rokiem). Ogólnie wyniki oczyszczone (bez salda pozostałej działalności operacyjnej) są lepsze niż prognozowaliśmy (5,8 mln PLN vs 3,2 mln PLN na zysku na sprzedaży). Zwracamy uwagę na, kolejny po 1Q'16, dobry wynik w segmencie Konstrukcji maszynowych (zarówno sprzedaż jak i marża). Spółka realizuje w tym segmencie zlecenia eksportowe w zakresie stalowych elementów konstrukcyjnych dźwigów, maszyn czy pojazdów dla m.in. Liebherra czy Alstomu.

Cash flow operacyjny w 2Q'16 wyniósł +8,5 mln PLN, przy czym należy skorygować ten rezultat o 17 mln PLN wpływu z tytułu ugody z BZ WBK ws. biurowca Altus w Katowicach (środki wpłynęły w czerwcu). Gotówka netto na koniec kwartału wynosiła 10,1 mln PLN.

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	158,2	215,1	241,0	248,4	862,7	172,1	174,8	214,3	198,4	759,6	167,2	217,1	224,8	207,3	816,3
Zysk brutto ze sprzedaży	15,1	19,2	21,2	18,3	73,8	14,1	11,1	15,2	17,2	57,6	12,1	17,2	17,3	16,3	62,8
Zysk na sprzedaży	4,1	8,0	10,4	7,3	29,9	3,5	-0,7	4,4	5,2	12,4	0,4	5,8	6,2	4,2	16,6
EBITDA	11,0	12,8	14,2	9,2	47,1	8,6	16,9	8,3	-11,0	22,8	6,6	1,0	9,7	7,3	24,6
EBIT	7,7	9,2	10,5	5,6	32,9	5,1	13,5	4,9	-14,6	8,8	3,1	-2,4	6,2	3,7	10,6
Zysk (strata) brutto	6,4	8,2	8,5	4,1	27,2	3,4	13,2	3,3	-16,0	3,9	1,6	-2,3	5,2	2,7	7,2
Zysk (strata) netto	4,1	5,5	6,8	2,3	18,7	1,8	10,2	3,6	-13,8	1,9	0,9	-3,5	4,2	2,2	3,7
Marża brutto ze sprzedaży	9,5%	8,9%	8,8%	7,4%	8,6%	8,2%	6,4%	7,1%	8,7%	7,6%	7,2%	7,9%	7,7%	7,9%	7,7%
Marża EBITDA	6,9%	5,9%	5,9%	3,7%	5,5%	5,0%	9,7%	3,9%	-5,6%	3,0%	4,0%	0,4%	4,3%	3,5%	3,0%
Marża EBIT	4,8%	4,3%	4,4%	2,2%	3,8%	3,0%	7,7%	2,3%	-7,4%	1,2%	1,8%	-1,1%	2,8%	1,8%	1,3%
Marża zysku netto	2,6%	2,6%	2,8%	0,9%	2,2%	1,1%	5,9%	1,7%	-7,0%	0,2%	0,6%	-1,6%	1,9%	1,1%	0,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza wyników skonsolidowanych na 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16P	zmiana r/r	1-3Q'15	1-3Q'16	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r
Przychody	214,3	224,8	4,9%	561,2	609,0	8,5%	759,6	816,3	7,5%
Wynik brutto na sprzedaży	15,2	17,3	13,6%	40,4	46,6	15,3%	57,6	62,8	9,2%
Zysk na sprzedaży	4,4	6,2	41,7%	7,2	12,4	73,0%	12,4	16,6	34,5%
PPO/PKO	0,5	0,0	-	16,3	-5,6	-	-3,6	-6,1	69,7%
EBITDA	8,3	9,7	16,1%	33,9	17,2	-49,1%	22,8	24,6	7,6%
EBIT	4,9	6,2	27,7%	23,4	6,8	-70,8%	8,8	10,6	20,2%
Zysk brutto	3,3	5,2	58,5%	19,9	4,5	-77,1%	3,9	7,2	84,8%
Zysk netto	3,6	4,2	14,2%	15,7	1,6	-90,1%	1,9	3,7	96,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,1%	7,7%		7,2%	7,6%		7,6%	7,7%	
Marża EBITDA	3,9%	4,3%		6,0%	2,8%		3,0%	3,0%	
Marża EBIT	2,3%	2,8%		4,2%	1,1%		1,2%	1,3%	
Marża zysku netto	1,7%	1,9%		2,8%	0,3%		0,2%	0,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Po wynikach 2Q'16 zarząd spółki podtrzymał plany wzrostu sprzedaży w 2016 roku (po 1H'16 dynamika wynosi blisko +11% r/r) do ponad 800 mln PLN. W 2H'16 celem jest także utrzymanie marży brutto ze sprzedaży na poziomie z 2Q'16 (7,9%).

W naszych prognozach zakładamy, że spółka osiągnie w 2016 roku przychody na poziomie 816 mln PLN (225 mln PLN w 3Q'16 i 207 mln PLN w 4Q'16). Konserwatywnie przyjmujemy nieco niższą niż w 2Q'16 marżę brutto ze sprzedaży - pozytywne rozliczenie zakończenia pojedynczych umów może wpłynąć na przekroczenie naszych założeń (zwracamy uwagę na wysoką bazę na poziomie pierwszej marży z 4Q'16). Nie zakładamy wpływu na wyniki zdarzeń jednorazowych w 2H'16. Zarząd spółki zapowiada do końca roku sprzedaż dwóch działek za ok. 15 mln PLN (chodzi tu o działkę w Gliwicach przy ul. Pszczyńskiej wycenianą na ponad 12 mln PLN oraz działkę w Zakopanem). Transakcje mogą wygenerować około 1-2 mln PLN zysku - nie uwzględniamy zysku z tych transakcji w naszych prognozach, w modelu wycena nieruchomości ujęta jest osobno.

Pewnym wyzwaniem dla spółki jest spodziewany wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy pod realizowany obecnie backlog (zakładamy, że największy przyrost kapitału obrotowego może pojawić się w 1H'17). Obecnie spółka posiada ponad 10 mln PLN gotówki netto, jednak w 2H'16 do sfinansowania jest m.in. porozumienie dotyczące kontraktów w RPA.

Zdaniem zarządu możliwa jest jednak wypłata dywidendy za 2016 rok (dywidenda miała pojawić się już w bieżącym roku). Spółka liczy, że na koniec roku wyniki netto jednostkowy będzie na plusie. Po 1H'16 strata wynosiła 7,0 mln PLN.

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

	2015P poprzednio	2015 wykonanie	zmiana	2016P poprzednio	2016P aktualnie	zmiana	2017P poprzednio	2017P aktualnie	zmiana
Przychody	789,9	759,6	-3,8%	843,4	816,3	-3,2%	899,6	791,9	-12,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	68,0	57,6	-15,3%	73,6	62,8	-14,6%	78,0	63,2	-19,0%
EBITDA	38,6	22,8	-40,8%	43,5	24,6	-43,5%	47,3	30,7	-35,1%
EBITDA skoryg. **	39,0	26,4	-32,3%	43,9	30,7	-30,2%	47,7	30,7	-35,6%
EBIT	24,0	8,8	-63,4%	28,7	10,6	-63,2%	32,3	17,0	-47,4%
Zysk (strata) netto	15,8	1,9	-88,0%	19,6	3,7	-81,0%	22,5	10,0	-55,6%
Marża brutto ze sprzedaży	8,6%	7,6%		8,7%	7,7%		8,7%	8,0%	
Marża EBITDA	4,9%	3,0%		5,2%	3,0%		5,3%	3,9%	
Marża EBIT	3,0%	1,2%		3,4%	1,3%		3,6%	2,1%	
Marża zysku netto	2,0%	0,2%		2,3%	0,5%		2,5%	1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, * raport analityczny z 28.04.2015, **oczyszczona o całe saldo PPO/PKO

Naszą ostatnią rekomendację dotyczącą spółki sporządzaliśmy w 2Q'15. Prognozy z powyższego raportu wymagały znaczącej korekty (na bieżąco aktualizowaliśmy je przy okazji prognoz kwartalnych), głównie ze względu na dużo dłużej trwające niż można było się wcześniej spodziewać spowolnienie w polskim budownictwie przy przejściu do kolejnej perspektywy budżetu unijnego. Zmiany na krajowej scenie politycznej przełożyły się także na zmiany w zarządach i strategiach spółek energetycznych, co ograniczyło podaż nowych zleceń z tej branży.

W 2017 roku spółka spodziewa się, że realne jest utrzymanie płaskiej sprzedaży (zarząd potwierdza obserwowane spowolnienie inwestycji na rynku budowlanym, zwracamy uwagę, że spółka ma jedną z większych wśród podmiotów budowlanych na GPW ekspozycji na rynki eksportowe). W 1Q'17 naszym zdaniem możliwy jest jeszcze nawet wzrost r/r (niska baza). W naszych prognozach ostrożnie zakładamy jednak w całym 2017 roku spadek r/r (zwracamy uwagę, że od czterech kwartałów spada wartość kontraktów możliwych do pozyskania).

W średnim horyzoncie czasowym oczekujemy jednak, że sprzedaż Mostostalu będzie rosła w oparciu o dotychczasowe główne obszary działalności spółki (zlecenia dla przemysłu, energetyki plus ekspozycja na eksport). Zwracamy uwagę na wyraźną poprawę w ostatnich kwartałach sytuacji w segmencie konstrukcji maszynowych, który ma jeszcze spory potencjał do rozwoju na bazie posiadanych kompetencji (długoletnia współpraca z Liebherr, wzrost znaczenia sprzedaży do Alstomu). Po roku 2020 zakładamy wyhamowanie rynku budowlanego w związku z wygasaniem budżetu UE na lata 2014-20 (spółka ma ograniczoną ekspozycję na kontrakty infrastrukturalne, jednak podaż takich zleceń na rynku ma wpływ na konkurencję w innych obszarach rynku).

W modelu przyjmujemy, że marża operacyjna spółki przy dobrej koniunkturze sięgnie ponad nieco 2%. W dobrych latach 2006-09 Mostostal generował nawet 4-6% marży operacyjnej (po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej). Zwracamy uwagę, że w ostatnich kwartałach grupa „odchudziła” strukturę, co powinno przekładać się na trzymanie w ryzach kosztów SG&A. W długim terminie i w okresie rezydualnym przyjmujemy marżę EBIT na poziomie 1-1,5% dla segmentu montażowo-produkcyjnego, 4-5% dla konstrukcji maszynowych, 2% dla budownictwa ogólnego i 5% dla pozostałej działalności (głównie projektowanie).

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	732,6	648,7	575,1	862,7	759,6	816,3	791,9	805,4	817,1	827,7	813,7	793,0	760,8	771,3	778,6
zmiana r/r	-17,8%	-11,4%	-11,3%	50,0%	-11,9%	7,5%	-3,0%	1,7%	1,4%	1,3%	-1,7%	-2,5%	-4,1%	1,4%	0,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,4	50,7	45,7	73,8	57,6	62,8	63,2	65,1	66,3	65,2	63,3	62,0	60,6	62,4	62,8
rentowność	9,7%	7,8%	8,0%	8,6%	7,6%	7,7%	8,0%	8,1%	8,1%	7,9%	7,8%	7,8%	8,0%	8,1%	8,1%
EBITDA	69,2	23,0	28,7	47,1	22,8	24,6	30,7	32,2	33,1	31,7	30,3	29,4	28,9	30,3	30,5
rentowność	9,4%	3,5%	5,0%	5,5%	3,0%	3,0%	3,9%	4,0%	4,1%	3,8%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%
EBIT	48,6	6,3	15,0	32,9	8,8	10,6	17,0	18,4	19,1	17,6	16,1	15,4	14,9	16,4	16,6
rentowność	6,6%	1,0%	2,6%	3,8%	1,2%	1,3%	2,1%	2,3%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%
Zysk brutto	52,1	-5,2	9,3	27,2	3,9	7,2	12,6	14,2	15,2	13,8	12,6	12,0	11,8	13,4	13,8
rentowność	7,1%	-0,8%	1,6%	3,2%	0,5%	0,9%	1,6%	1,8%	1,9%	1,7%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%
Zysk netto	27,9	-11,4	7,3	18,7	1,9	3,7	10,0	11,3	12,1	11,0	10,0	9,6	9,4	10,7	10,9
rentowność	3,8%	-1,8%	1,3%	2,2%	0,2%	0,5%	1,3%	1,4%	1,5%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%
Montaż-produkcja	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	577,4	514,1	331,6	577,1	436,8	471,8	452,9	462,0	471,2	480,6	471,0	456,9	434,1	440,4	443,6
EBIT	14,5	-5,8	3,1	23,9	-2,9	-3,6	6,3	7,4	8,0	6,7	5,7	5,0	4,8	6,2	6,2
rentowność	2,5%	-1,1%	0,9%	4,1%	-0,7%	-0,8%	1,4%	1,6%	1,7%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,4%	1,4%
Konstrukcje przemysłowe	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	0,0	0,0	105,7	89,4	90,2	112,7	118,4	120,8	123,2	124,4	124,4	124,4	125,6	126,9	129,4
EBIT	0,0	0,0	0,0	2,1	0,7	5,9	5,9	6,0	6,2	5,9	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8
rentowność	-	-	-	2,4%	0,8%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Ogólne i inżynieryjne	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	143,0	125,1	126,0	182,0	216,2	214,1	203,4	205,4	205,4	205,4	201,3	195,3	185,5	188,2	189,6
EBIT	30,3	9,0	2,7	5,2	8,4	3,7	3,9	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	3,7	3,8	3,8
rentowność	21,2%	7,2%	2,1%	2,9%	3,9%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inne	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	12,2	9,4	11,8	14,2	16,4	17,7	17,2	17,3	17,3	17,3	17,0	16,5	15,6	15,9	16,0
EBIT	2,5	4,1	-0,4	1,3	2,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
rentowność	20,2%	43,8%	-3,6%	9,2%	12,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Wyłączenie	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,4	-1,0	5,6	0,4	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	243,0	234,0	223,0	223,4	224,0	224,6	225,0	225,3	225,6	225,9	226,1	226,3
Wartości niematerialne i prawne	2,3	2,3	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
Rzeczowe aktywa trwałe	113,1	103,2	95,3	95,9	96,6	97,2	97,6	97,9	98,3	98,6	98,8	99,0
Pozostałe aktywa trwałe*	127,6	128,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6
Aktywa obrotowe	320,3	307,1	323,5	322,0	329,1	335,5	339,0	334,8	326,0	314,5	315,5	313,4
Zapasy	30,3	31,9	34,2	33,2	33,8	34,3	34,7	34,1	33,2	31,9	32,3	32,6
Należności krótkoterminowe	182,7	182,4	195,5	194,3	197,6	200,5	203,1	199,7	194,6	186,7	189,3	191,1
Inwestycje krótkoterminowe	43,0	42,7	39,9	42,3	44,6	46,8	46,6	47,4	45,8	45,7	43,0	38,3
- środki pieniężne	42,3	42,3	39,5	41,9	44,2	46,5	46,2	47,0	45,5	45,4	42,7	38,0
- inne krótkoterm. aktywa finansowe	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe aktywa obrotowe	64,4	50,1	53,9	52,2	53,1	53,9	54,6	53,7	52,3	50,2	50,9	51,4
Aktywa razem	563,3	541,1	546,5	545,5	553,1	560,1	564,0	560,1	551,6	540,4	541,6	539,6
Kapitał (fundusz) własny	261,8	253,7	257,4	266,4	274,4	282,8	287,7	292,2	291,8	291,6	292,9	293,2
Kapitał mniejszości	13,7	11,6	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	287,8	275,8	286,3	276,1	275,5	273,9	272,6	264,0	255,8	244,5	244,2	241,8
Rezerwy na zobowiązania	44,6	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1
Zobowiązania długoterminowe	17,3	19,3	16,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	10,3	7,3	4,3	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	17,3	19,3	16,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	10,3	7,3	4,3	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	203,0	193,3	205,2	198,7	197,8	195,8	194,2	186,1	181,3	174,0	176,4	178,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	17,1	19,6	18,6	17,6	13,6	9,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	563,3	541,1	546,5	545,5	553,1	560,1	564,0	560,1	551,6	540,4	541,6	539,6

*w tym nieruchomości inwestycyjne oraz aktywa przeznaczone do sprzedaży

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	862,7	759,6	816,3	791,9	805,4	817,1	827,7	813,7	793,0	760,8	771,3	778,6
Koszty produktów, tow. i materiałów	788,9	702,0	753,4	728,7	740,4	750,8	762,5	750,3	731,0	700,2	708,9	715,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	73,8	57,6	62,8	63,2	65,1	66,3	65,2	63,3	62,0	60,6	62,4	62,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	43,9	45,2	46,2	46,2	46,7	47,1	47,6	47,2	46,6	45,7	46,0	46,2
Zysk (strata) na sprzedaży	29,9	12,4	16,6	17,0	18,4	19,1	17,6	16,1	15,4	14,9	16,4	16,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,1	-3,6	-6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	47,1	22,8	24,6	30,7	32,2	33,1	31,7	30,3	29,4	28,9	30,3	30,5
EBIT	32,9	8,8	10,6	17,0	18,4	19,1	17,6	16,1	15,4	14,9	16,4	16,6
Saldo działalności finansowej	-5,8	-4,9	-3,3	-4,4	-4,2	-4,0	-3,8	-3,5	-3,3	-3,1	-3,0	-2,9
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	27,2	3,9	7,2	12,6	14,2	15,2	13,8	12,6	12,0	11,8	13,4	13,8
Zysk (strata) netto mniejszości	0,6	0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk (strata) netto*	18,7	1,9	3,7	10,0	11,3	12,1	11,0	10,0	9,6	9,4	10,7	10,9

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	45,1	12,3	10,1	22,8	25,1	26,0	24,9	26,1	26,1	26,8	23,7	24,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,4	-2,0	-7,3	-13,8	-14,1	-14,1	-14,1	-14,1	-14,0	-13,9	-13,8	-13,7
Przepływy z działalności finansowej	-22,7	-9,6	-5,8	-6,6	-8,7	-9,6	-11,0	-11,3	-13,6	-13,0	-12,6	-15,1
Przepływy pieniężne netto	20,0	0,7	-3,0	2,4	2,3	2,3	-0,3	0,8	-1,5	-0,1	-2,7	-4,7
Środki pieniężne na początek okresu*	21,9	41,9	42,6	39,5	41,9	44,2	46,5	46,2	47,0	45,5	45,4	42,7
Środki pieniężne na koniec okresu*	41,9	42,6	39,5	41,9	44,2	46,5	46,2	47,0	45,5	45,4	42,7	38,0

*wg rachunku przepływów

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-11,9%	7,5%	-3,0%	1,7%	1,4%	1,3%	-1,7%	-2,5%	-4,1%	1,4%	0,9%
EBITDA zmiana r/r	-51,5%	7,6%	24,9%	5,0%	2,8%	-4,2%	-4,6%	-2,7%	-1,8%	4,9%	0,5%
EBIT zmiana r/r	-73,3%	20,2%	60,8%	8,3%	4,0%	-8,0%	-8,4%	-4,8%	-2,8%	10,1%	1,2%
Zysk netto zmiana r/r	-89,8%	96,8%	167,4%	13,1%	6,9%	-8,8%	-9,1%	-4,4%	-2,1%	14,2%	2,5%
Marża brutto na sprzedaży	7,6%	7,7%	8,0%	8,1%	8,1%	7,9%	7,8%	7,8%	8,0%	8,1%	8,1%
Marża EBITDA	3,0%	3,0%	3,9%	4,0%	4,1%	3,8%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%
Marża EBIT	1,2%	1,3%	2,1%	2,3%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%
Marża brutto	0,5%	0,9%	1,6%	1,8%	1,9%	1,7%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%
Marża netto	0,2%	0,5%	1,3%	1,4%	1,5%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%
COGS / przychody	92,4%	92,3%	92,0%	91,9%	91,9%	92,1%	92,2%	92,2%	92,0%	91,9%	91,9%
SG&A / przychody	6,0%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	5,9%
SG&A / COGS	6,4%	6,1%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%
ROE	0,7%	1,5%	3,7%	4,1%	4,3%	3,8%	3,4%	3,3%	3,2%	3,6%	3,7%
ROA	0,4%	0,7%	1,8%	2,0%	2,2%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%	2,0%	2,0%
Dług	38,9	34,9	30,9	26,9	22,2	18,2	13,3	10,3	7,3	4,3	0,0
D / (D+E)	7,2%	6,4%	5,7%	4,9%	4,0%	3,2%	2,4%	1,9%	1,3%	0,8%	0,0%
D / E	7,7%	6,8%	6,0%	5,1%	4,1%	3,3%	2,4%	1,9%	1,4%	0,8%	0,0%
Odsetki / EBIT	-55,4%	-31,5%	-26,0%	-22,8%	-20,8%	-21,4%	-21,8%	-21,5%	-21,0%	-18,3%	-17,2%
Dług / kapitał własny	15,3%	13,5%	11,6%	9,8%	7,9%	6,3%	4,5%	3,5%	2,5%	1,5%	0,0%
Dług netto*	-3,8	-5,0	-11,4	-17,7	-24,6	-28,3	-34,1	-35,6	-38,5	-38,7	-38,3
Dług netto / kapitał własny	-1,5%	-2,0%	-4,3%	-6,5%	-8,7%	-9,8%	-11,7%	-12,2%	-13,2%	-13,2%	-13,1%
Dług netto / EBITDA	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
Dług netto / EBIT	-0,4	-0,5	-0,7	-1,0	-1,3	-1,6	-2,1	-2,3	-2,6	-2,4	-2,3
EV	170,7	169,4	163,1	156,8	149,9	146,1	140,4	138,9	136,0	135,8	136,2
Dług / EV	22,8%	20,6%	18,9%	17,1%	14,8%	12,5%	9,5%	7,4%	5,4%	3,2%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,1%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	59,5%	98,0%	103,4%	104,3%	103,8%	102,9%	102,5%	102,2%	101,7%	101,6%	101,2%
Amortyzacja / Przychody	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	0,6%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,5%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,5%	9,3%	-8,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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**	92,0	46,7	17,5	15,5	14,5	15,9	17,5	18,3	18,6	16,3	15,9
P/BV**	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE**	10,9	9,8	7,4	6,9	6,7	6,9	7,2	7,4	7,5	7,1	7,0
EV/EBITDA**	7,5	6,9	5,3	4,9	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,5	4,5
EV/EBIT**	19,4	16,0	9,6	8,5	7,8	8,3	8,7	9,0	9,1	8,3	8,2
EV/S**	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
EPS	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
CEPS	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCFPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,05	0,00	0,01	0,02	0,02	0,04	0,04	0,07	0,06	0,06	0,07
Payout ratio	43,7%	0,0%	25,0%	33,0%	33,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *dług netto skorygowany o krótkoterminowe aktywa finansowe (lokaty, TFI), ** Obliczenia przy cenie 1,17 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
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
Kupuj	1,40	Trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901
Trzymaj	2,32	Akumuluj	2,53	28.04.2015		2,39	56 969
Akumuluj	2,53	Akumuluj	2,23	17.09.2014		2,25	55 030
Akumuluj	2,23	-	-	27.05.2014		1,92	52 515

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	1	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
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

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

Poszczegółne 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.

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).

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 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 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 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 05.10.2016 roku, xx:xx CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.10.2016 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 pamiętać, 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 05.10.2016 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 inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, 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.