



Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

Ostatnie informacje o odpisach na kontraktach w Szwecji (15,8 mln PLN, czyli 0,11 PLN/akcję) oraz w Polsce (19,8 mln PLN, czyli 0,13 PLN/akcję) są dla nas negatywnym zaskoczeniem. Rozczarowaniem jest także brak odzyskania kontraktu na modernizację i rozbudowę Budryka dla JSW (umowa była rozwiązana w okresie trudnej sytuacji płynnościowej JSW, natomiast w ostatnich dniach podpisała go spółka z grupy Famur). W 2Q'16 i 3Q'16 Mostostal pokazywał dość dobre oczyszczone rezultaty operacyjne (raportowane w 2Q'16 były obciążone przez kontrakt w RPA). Spodziewaliśmy się kontynuacji odbudowy wyników jeszcze w co najmniej 2-3 kwartałach, co skłaniało nas do wydania w październiku 2016 roku rekomendacji Kupuj z ceną docelową 1,40 PLN. W marcu 2017 kurs wyraźnie przekroczył ten poziom. Zestaw ostatnich informacji ze spółki skłania nas do zmiany naszego zalecenie na Redukuj i obniżenia ceny docelowej do 1,00 PLN.

Szacowaliśmy, że na bazie posiadanego portfela zleceń spółka miała mieć możliwość pokazać od 3Q'16 przez co najmniej kilka kolejnych kwartałów z rzędu dobre raportowane rezultaty. Odpisy na kontraktach w Szwecji (wynikające z opóźnień w realizacji kontraktu dla Valmet AB na modyfikację kotła w fabryce celulozy) i w Polsce (kontrakt w branży chemicznej - spółka nie podała, o jakiego klienta konkretnie chodzi i z czego wynika problem) obciążą wyniki 2016 roku w sumie na blisko 36 mln PLN. Po 1-3Q'16 spółka miała niespełna 2 mln PLN zysku netto. Strata netto za 2016 rok może więc wynieść według nas (po uwzględnieniu tarczy podatkowej) ok. -25 mln PLN.

Ze wcześniejszych wypowiedzi przedstawicieli spółki wynikało, że w 2017 roku realne jest utrzymanie płaskiej sprzedaży. W naszych prognozach ostrożnie zakładamy jednak w całym 2017 roku spadek r/r (zwracamy uwagę, że od kilku kwartałów spadała wartość kontraktów możliwych do pozyskania). Głównym ryzykiem dla naszych prognoz są dalsze perturbacje na realizowanych kontraktach. W przypadku kontraktu dla Valmet rezerwą nie objęto wszystkich roszczeń zamawiającego.

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, jednak do dziś nie zrealizowano żadnej transakcji a trzy z pięciu działek nie są już przedmiotem pierwotnej umowy (pozostał jedynie problematyczny Bytom i mała działka w Sosnowcu). W związku jeszcze bardziej konserwatywnie niż w poprzedniej rekomendacji podchodzimy do wyceny tych aktywów, 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 (w dłuższej perspektywie przejęcie przez Mostostal praktycznie całkowitej kontroli nad Biprohutem może dać pole do zoptymalizowania zarządzania majątkiem tej spółki).

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	862,7	759,6	800,0	785,5	799,1	810,9
EBITDA [mln PLN]	47,1	22,8	-11,0	24,5	28,5	32,4
EBIT [mln PLN]	32,9	8,8	-25,0	10,7	14,5	18,0
Zysk netto [mln PLN]	18,7	1,9	-24,9	4,8	7,9	11,0
P/BV	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E	9,4	92,8	-	36,7	22,2	16,1
EV/EBITDA	3,6	7,5	-	7,9	6,6	5,6
EV/EBIT	5,1	19,6	-	18,0	13,0	10,1

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 1,00 PLN

21 KWIECIEŃ 2017, 08:37 CEST

Wycena DCF [PLN]	0,75
Wycena porównawcza [PLN]	0,86
Inne aktywa* [PLN]	0,22
Wycena końcowa [PLN]	1,00
Potencjał do wzrostu / spadku	-15%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	1,18
Kapitalizacja [mln PLN]	176,0
Ilość akcji [mln szt.]	149,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1,43
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,11
Stopa zwrotu za 3 mc	-9,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-15,1%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	31,2%
ING PTE	12,3%
Pozostali	56,5%

* nieruchomości inwestycyjne wystawione na sprzedaż

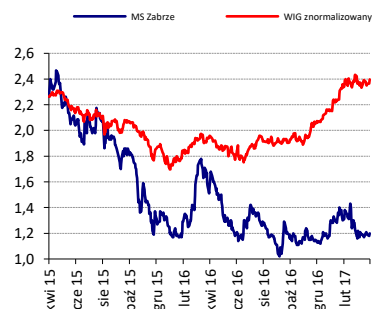
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
PORTFEL ZLECEŃ.....	8
WYNIKI KWARTALNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	9
DANE FINANSOWE	12

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 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 0,86 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 0,75 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 75% dyskonta dla działki w Bytomiu). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 1,00 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	0,75
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	0,86
Inne aktywa* [PLN]		0,22
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		1,00

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, Katowice Miedziana 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). Z umowy sprzedaży działki Katowice Miedziana wycofano się na początku 2017 roku (RB 6/2017) – spółka chce negocjować korzystniejsze warunki potencjalnej transakcji.

Pozostały w ramach umowy z Pinnacle pakiet (Bytom, Sosnowiec) wyceniany jest na ok. 27,5 mln PLN (+10% dopłaty, co mogłoby dać ok. 30 mln PLN – RB 6/2017). Pytanie czy do sprzedaży w ogóle dojdzie. Sprzedaż działki w Sosnowcu możliwa jest w 2017 roku, jednak jest to relatywnie mała działka. 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 75% 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	75%	6,0
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		33,0
razem [PLN/akcję]				0,22

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

**przyjęliśmy 100% dyskonto ze względu na niejasną sytuację związaną z koncesją górniczą i brak perspektyw upłynięcia nieruchomości w przewidywalnym horyzoncie czasu

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 wyniosły około 800 mln PLN. Zarząd zakłada, że w kolejnym roku sprzedaż może być płaska – konserwatywnie przyjmujemy jednak, że sprzedaż spadnie poniżej wspomnianej wcześniej granicy. W kolejnych latach zakładamy odbicie przychodów na bazie poprawy koniunktury w budownictwie. 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 2,2% w 2019-20). W bardzo dobrych latach 2006-09 Mostostal generował nawet 4-6% marży operacyjnej (po oczyszczeniu z salda pozostałej działalności operacyjnej). Głównym ryzykiem dla naszych prognoz są dalsze perturbacje na realizowanych kontraktach. W przypadku kontraktu dla Valmet rezerwą nie objęto wszystkich roszczeń zamawiającego.
- 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 wypływ 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 2016 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 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 21.04.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 111 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 0,75 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

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	785,5	799,1	810,9	821,7	807,9	787,5	755,9	766,3	773,6	781,0
EBIT [mln PLN]	10,7	14,5	18,0	17,9	14,3	13,1	12,8	14,3	14,5	14,6
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]	2,0	2,8	3,4	3,4	2,7	2,5	2,4	2,7	2,7	2,8
NOPLAT [mln PLN]	8,7	11,7	14,6	14,5	11,6	10,6	10,4	11,6	11,7	11,9
Amortyzacja [mln PLN]	13,8	14,1	14,3	14,6	14,6	14,6	14,4	14,3	14,2	14,2
CAPEX [mln PLN]	-15,0	-15,3	-15,4	-15,3	-15,3	-14,9	-14,6	-14,4	-14,2	-14,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-12,0	-2,5	-1,2	-1,1	1,4	2,1	3,3	-1,1	-0,7	-0,8
Dezinwestycje [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-4,6	8,0	12,3	12,7	12,4	12,4	13,5	10,4	10,9	11,1
DFCF [mln PLN]	-4,3	6,9	9,8	9,3	8,3	7,7	7,7	5,4	5,2	4,9
Suma DFCF [mln PLN]	60,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	140,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	61,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	122,2									
Dług netto 2016P [mln PLN]	7,9									
Udziały mniejszości [mln PLN]	2,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	111,5									
Ilość akcji [mln szt.]	149,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	0,75									
Przychody zmiana r/r	-1,8%	1,7%	1,5%	1,3%	-1,7%	-2,5%	-4,0%	1,4%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-142,8%	35,1%	24,7%	-0,6%	-20,0%	-8,3%	-2,6%	11,7%	1,2%	1,2%
FCF zmiana r/r	-57,9%	-273,5%	54,0%	3,1%	-2,1%	0,2%	8,5%	-22,9%	5,0%	1,4%
Marża EBITDA	3,1%	3,6%	4,0%	4,0%	3,6%	3,5%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża EBIT	1,4%	1,8%	2,2%	2,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%
Marża NOPLAT	1,1%	1,5%	1,8%	1,8%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Przychody	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	109,3%	108,9%	107,7%	105,0%	104,3%	102,1%	100,8%	100,7%	100,2%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	1,5%	0,3%	0,2%	0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-82,6%	18,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%

Źródło: Dom Maklerski 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	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	94,0%	94,8%	95,8%	96,5%	97,5%	98,0%	98,6%	99,2%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	6,0%	5,2%	4,2%	3,5%	2,5%	2,0%	1,4%	0,8%	0,0%	0,0%
WACC	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	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	0,71	0,75	0,80	0,86	0,95	1,06	1,22	1,47	1,93
	0,8	0,67	0,71	0,75	0,80	0,87	0,96	1,09	1,28	1,60
	0,9	0,63	0,66	0,70	0,75	0,80	0,88	0,98	1,13	1,37
	1,0	0,60	0,63	0,66	0,70	0,75	0,81	0,90	1,01	1,19
	1,1	0,57	0,59	0,62	0,65	0,70	0,75	0,82	0,92	1,05
	1,2	0,54	0,56	0,59	0,62	0,65	0,70	0,76	0,83	0,94
	1,3	0,51	0,53	0,55	0,58	0,61	0,65	0,70	0,77	0,85

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%	0,76	0,80	0,86	0,93	1,03	1,17	1,38	1,73	2,42
	4%	0,67	0,71	0,75	0,80	0,87	0,96	1,09	1,28	1,60
	5%	0,60	0,63	0,66	0,70	0,75	0,81	0,90	1,01	1,19
	6%	0,54	0,56	0,59	0,62	0,65	0,70	0,76	0,83	0,94
	7%	0,49	0,51	0,52	0,55	0,58	0,61	0,65	0,71	0,78
	8%	0,44	0,46	0,47	0,49	0,51	0,54	0,57	0,61	0,66
	9%	0,41	0,42	0,43	0,44	0,46	0,48	0,50	0,53	0,57

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%	1,23	1,16	1,09	1,03	0,98	0,93	0,88	0,84	0,80
	4%	1,07	1,00	0,93	0,87	0,82	0,77	0,73	0,69	0,65
	5%	0,95	0,87	0,80	0,75	0,70	0,65	0,61	0,58	0,54
	6%	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,56	0,52	0,49	0,46
	7%	0,76	0,69	0,63	0,58	0,53	0,49	0,46	0,42	0,40
	8%	0,69	0,62	0,56	0,51	0,47	0,43	0,40	0,37	0,34
	9%	0,63	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38	0,35	0,33	0,30

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek budowlanych działających na rynku polskim. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę).

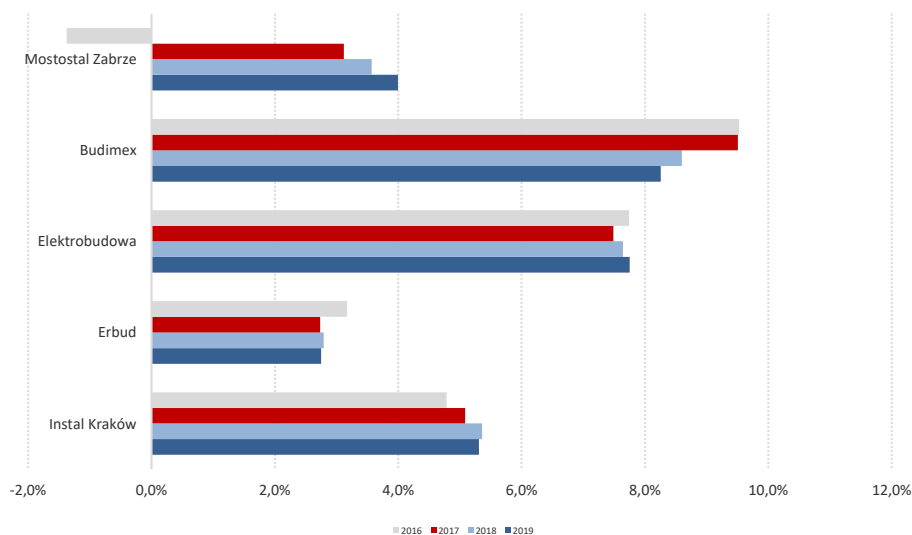
Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 128 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 0,86 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty rynku). Zwracamy uwagę, że poniższa wycena porównawcza nie uwzględnia wartości aktywów, które bierzemy osobno pod uwagę przy końcowej wycenie (nieruchomości inwestycyjne wystawione na sprzedaż).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2017P	2019P	2017P	2017P	2019P
Budimex	14,5	14,8	14,6	6,6	6,2	6,7
Elektrobudowa	12,2	11,8	11,4	7,2	6,7	6,3
Erbud	13,7	13,7	13,1	5,8	5,5	5,1
Instal Kraków	10,0	9,1	9,1	5,3	4,0	3,5
Mediana	13,0	12,8	12,2	6,2	5,9	5,7
Mostostal Zabrze	36,7	22,2	16,1	7,9	6,6	5,6
Premia/dyskonto dla MS Zabrze	183,4%	73,8%	31,2%	26,6%	12,3%	-1,6%
Wycena wg wskaźnika	0,42	0,68	0,90	0,91	1,04	1,20
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		0,66			1,05	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	0,86					

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

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PORTFEL ZLECEŃ

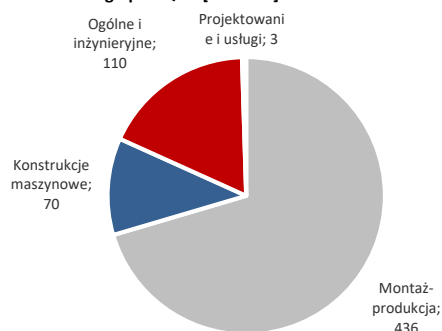
Kontrakty podpisane od początku 2015 roku o wartości >10 mln PLN netto

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Wykonawca	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]	Termin zakończenia
2017-04-28	Hitachi Zosen Inova	MSZ	Prace montażowe 2 kotłów parowych w spalarni odpadów Ferrybridge	59	2018-03
2017-01-27	Uniwersytet Opolski	GPBP	Modernizacja obiektu dydaktycznego Uniwersytetu Opolskiego	24	2019-03
2017-01-17	Transgourmet Polska	GPBP	Budowa obiektu Selgros w Mysiadle	29	2017-08
2016-12-13	Alstom	MSZ KKP	Dostawa konstrukcji stalowych wózków kolejowych	20	2018-03
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/Stal-Systems**	MSZ	Dostawa konstrukcji stalowej budynku kotłowni, LUVU oraz SCR dla Jaworzno III	46	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 5UBA	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 przekładek sieci	16	-
2015-04-02	Saller Polbau	GPBP	Wykonanie budynku Galerii Głogovia	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 Opole	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	Gorażdze	GPBP	Modernizacja silosów cementu nr 3 i nr 9	13	2016-04

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

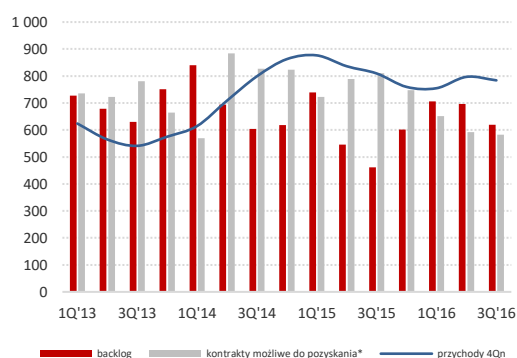
Po 3Q'16 portfel spółki wynosi 619 mln PLN (+34% r/r, po 3Q'15 portfel zaczął rosnąć i po 4Q'15 był już prawie porównywalny z obecnym), z czego 70% przypadało na segment montażowo-produkcyjny a 18% na segment budownictwa ogólnego.

Struktura backlogu po 3Q'16 [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Backlog [mln PLN]



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

Kontrakt w Jaworznie – prace podwykonawcze dla Stal-Systems

Na początku stycznia 2017 roku Mostostal Zabrze podpisał z Kopexem i Stal-Systems porozumienie dotyczące dalszej formuły realizacji kontraktu przy budowie nowego bloku w Jaworznie, gdzie MS Zabrze był podwykonawcą Kopexu (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”). Porozumienie zakłada, że Mostostal Zabrze będzie realizować zlecony mu zakres prac na rzecz Stal-Systems jako jego podwykonawca. Jednocześnie zmniejszeniu uległ zakres ilościowy i ceny jednostkowe, co zmniejszyło się wartość zlecenia do ok 46 mln PLN.

Kontrakt w Szwecji (Valmet)

W marcu spółka poinformowała o problemach z kontraktem dla Valmet AB na modyfikacja kotła w fabryce celulozy Sodra Cell Varo w Szwecji (podpisany w grudniu 2015, o wartości ok. 20 mln PLN). Kontrakt ten obciąża wyniki na łącznie 15,8 mln PLN: i) na kwotę 8,9 mln PLN z tytułu dodatkowych kosztów związanych z wydłużeniem czasu realizacji (zdaniem spółki wpływ miały przyczyny niezależne od niej), ii) na kwotę 6,9 mln PLN z tytułu dokonania odpisów aktualizujących wartość należności.

Zdaniem spółki wpływ na przebieg prac miały opóźnienia projektowe klienta, nie przekazywania na czas przez Valmet frontów robót, a także częste zmiany harmonogramu prac wynikających ze złej koordynacji przez Valmet prac jego podwykonawców. Spółka realizowała roboty ponosząc dodatkowe koszty, a zgodnie z ustaleniami z zamawiającym rozliczenie robót przełożono na zakończenie kontraktu. Ostatecznie zamawiający zmienił swoje stanowisko i zgłosił roszczenia względem MS Zabrze. Zarząd spółki podjął decyzję o rozpoczęciu działań mających na celu skierowanie sprawy na drogę arbitrażową.

Dodatkowo uznanie w pełni roszczeń zgłoszonych przez zamawiającego (po uwzględnieniu dokonanych odpisów aktualizujących wartość wstrzymanych należności) spowodowałoby dodatkowe pogorszenie wyniku o ok. 5,3 mln PLN. Zdaniem spółki żądania zamawiającego nie mają merytorycznego ani prawnego uzasadnienia i kwoty tej nie objęto rezerwą.

Kontrakt w branży petrochemicznej

W kwietniu zarząd poinformował, że dokonaniu rewizji wyceny jednego z krajowych kontraktów, który realizowany jest dla branży petrochemicznej, co wpłynie na obniżenie zysku brutto za 2016 rok o 19,9 mln PLN.

Kontrakt (nie podano kontrahenta, zakresu prac ani przyczyny rewizji wyceny) został zawarty w lutym 2016 roku i jest w końcowej fazie realizacji. W momencie zawierania wartość umowy nie przekraczała 10% kapitałów własnych spółki.

WYNIKI KWARTALNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	2016P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P
Przychody ze sprzedaży	172,1	174,8	214,3	198,4	759,6	167,2	217,1	201,3	214,5	800,0	177,9	213,5	194,7	199,4	785,5
Zysk brutto ze sprzedaży	14,1	11,1	15,2	17,2	57,6	12,1	17,2	15,8	-12,1	33,0	13,5	15,2	14,5	14,2	57,4
Zysk na sprzedaży	3,5	-0,7	4,4	5,2	12,4	0,4	5,8	4,4	-24,4	-13,7	1,9	3,9	3,1	1,8	10,7
EBITDA	8,6	16,9	8,3	-11,0	22,8	6,6	1,0	9,5	-28,1	-11,0	5,8	7,4	6,5	4,8	24,5
EBIT	5,1	13,5	4,9	-14,6	8,8	3,1	-2,4	6,1	-31,8	-25,0	2,4	3,9	3,1	1,3	10,7
Zysk (strata) brutto	3,4	13,2	3,3	-16,0	3,9	1,6	-2,3	5,1	-32,8	-28,4	1,2	2,8	1,9	0,2	6,1
Zysk (strata) netto	1,8	10,2	3,6	-13,8	1,9	0,9	-3,5	4,3	-26,6	-24,9	0,8	2,1	1,6	0,2	4,8
Marża brutto ze sprzedaży	8,2%	6,4%	7,1%	8,7%	7,6%	7,2%	7,9%	7,9%	-5,6%	4,1%	7,6%	7,1%	7,5%	7,1%	7,3%
Marża EBITDA	5,0%	9,7%	3,9%	-5,6%	3,0%	4,0%	0,4%	4,7%	-13,1%	-1,4%	3,3%	3,4%	3,4%	2,4%	3,1%
Marża EBIT	3,0%	7,7%	2,3%	-7,4%	1,2%	1,8%	-1,1%	3,1%	-14,8%	-3,1%	1,3%	1,8%	1,6%	0,7%	1,4%
Marża zysku netto	1,1%	5,9%	1,7%	-7,0%	0,2%	0,6%	-1,6%	2,1%	-12,4%	-3,1%	0,5%	1,0%	0,8%	0,1%	0,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka

Spółka raport za 2016 rok opublikuje dopiero 28 kwietnia. Jak opisaliśmy powyżej wyniki będą obciążone przez odpisy na dwóch kontraktach na w sumie 35,7 mln PLN brutto. Wcześniej spółka nie sygnalizowała problemów na opisanych kontraktach, pojawienie się odpisów jest dla nas negatywnym zaskoczeniem. Według naszej prognozy wyniki mogą być najgorsze od 2005 roku.

Po 1-3Q'16 spółka posiadała blisko 14 mln PLN gotówki netto, więc płynność spółki nie wyglądała źle. Jednocześnie w 2H'16 należało spodziewać się wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy (dłuższe terminy płatności w nowych kontraktach plus zapłata ugody w RPA). Zakładamy, że na koniec 2016 i w 2017 roku spółka będzie miała dług netto (w naszym modelu jest to 16 mln PLN na koniec 2017 roku).

Po 3Q'16 backlog spółki wynosił 619 mln PLN (+157 mln PLN r/r, -77 mln PLN q/q). W 4Q'16, poza rozszerzeniem umowy z Alstom Transport (segment Konstrukcji Maszynowych), spółka nie informowała o znaczących kontraktach. W styczniu pojawiły się komunikaty o kontraktach na modernizację budynku Uniwersytetu Opolskiego za 24 mln PLN oraz budowę obiektu Selgrosa za 29 mln PLN. W kwietniu spółka podpisała kontrakt na prace montażowe dwóch kotłów parowych w spalarni odpadów w Wielkiej Brytanii.

W 2017 roku spółka spodziewała się, że realne jest utrzymanie płaskiej sprzedaży. 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). Głównym ryzykiem dla naszych prognoz są dalsze perturbacje na realizowanych kontraktach. W przypadku kontraktu dla Valmet rezerwą nie objęto wszystkich roszczeń zamawiającego.

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

	2016P poprzednio	2016P aktualnie	zmiana	2017P poprzednio	2017P aktualnie	zmiana	2018P poprzednio	2018P aktualnie	zmiana
Przychody	816,3	800,0	-2,0%	791,9	785,5	-0,8%	805,4	799,1	-0,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	33,0	-47,5%	63,2	57,4	-9,1%	65,1	61,7	-5,3%
EBITDA	24,6	-11,0	-	30,7	24,5	-20,3%	32,2	28,5	-11,4%
EBITDA skoryg. **	30,7	0,2	-	30,7	24,5	-20,3%	32,2	28,5	-11,4%
EBIT	10,6	-25,0	-	17,0	10,7	-37,0%	18,4	14,5	-21,3%
Zysk (strata) netto	3,7	-24,9	-	10,0	4,8	-52,1%	11,3	7,9	-29,7%
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	4,1%		8,0%	7,3%		8,1%	7,7%	
Marża EBITDA	3,0%	-1,4%		3,9%	3,1%		4,0%	3,6%	
Marża EBIT	1,3%	-3,1%		2,1%	1,4%		2,3%	1,8%	
Marża zysku netto	0,5%	-3,1%		1,3%	0,6%		1,4%	1,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, * raport analityczny z 5.10.2016, **oczyszczona o całe saldo PPO/PKO

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

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	575,1	862,7	759,6	800,0	785,5	799,1	810,9	821,7	807,9	787,5	755,9	766,3	773,6	781,0
zmiana r/r	-11,3%	50,0%	-11,9%	5,3%	-1,8%	1,7%	1,5%	1,3%	-1,7%	-2,5%	-4,0%	1,4%	1,0%	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	45,7	73,8	57,6	33,0	57,4	61,7	65,7	66,1	62,1	60,3	59,0	60,8	61,2	61,6
rentowność	8,0%	8,6%	7,6%	4,1%	7,3%	7,7%	8,1%	8,0%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
EBITDA	28,7	47,1	22,8	-11,0	24,5	28,5	32,4	32,5	29,0	27,7	27,2	28,6	28,6	28,8
rentowność	5,0%	5,5%	3,0%	-1,4%	3,1%	3,6%	4,0%	4,0%	3,6%	3,5%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%
EBIT	15,0	32,9	8,8	-25,0	10,7	14,5	18,0	17,9	14,3	13,1	12,8	14,3	14,5	14,6
rentowność	2,6%	3,8%	1,2%	-3,1%	1,4%	1,8%	2,2%	2,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk brutto	9,3	27,2	3,9	-28,4	6,1	10,0	13,8	13,9	10,5	9,5	9,4	11,0	11,3	11,6
rentowność	1,6%	3,2%	0,5%	-3,6%	0,8%	1,3%	1,7%	1,7%	1,3%	1,2%	1,2%	1,4%	1,5%	1,5%
Zysk netto	7,3	18,7	1,9	-24,9	4,8	7,9	11,0	11,0	8,4	7,6	7,5	8,8	9,0	9,3
rentowność	1,3%	2,2%	0,2%	-3,1%	0,6%	1,0%	1,4%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%
Montaż-produkcja	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	331,6	577,1	436,8	476,2	457,1	466,3	475,6	485,1	475,4	461,1	438,1	444,5	447,7	451,0
EBIT	3,1	23,9	-2,9	-38,6	2,3	4,7	7,1	7,3	5,7	4,6	4,4	5,8	5,8	5,9
rentowność	0,9%	4,1%	-0,7%	-8,1%	0,5%	1,0%	1,5%	1,5%	1,2%	1,0%	1,0%	1,3%	1,3%	1,3%
Konstrukcje przemysłowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	105,7	89,4	90,2	117,3	123,1	125,6	128,1	129,4	129,4	129,4	130,7	132,0	134,6	137,3
EBIT	0,0	2,1	0,7	4,7	4,9	6,3	6,4	6,1	5,2	5,2	5,2	5,3	5,4	5,5
rentowność	-	2,4%	0,8%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	4,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Ogólne i inżynieryjne	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	126,0	182,0	216,2	193,2	193,2	195,1	195,1	195,1	191,2	185,5	176,2	178,8	180,1	181,4
EBIT	2,7	5,2	8,4	3,7	2,9	2,9	3,9	3,9	2,9	2,8	2,6	2,7	2,7	2,7
rentowność	2,1%	2,9%	3,9%	1,9%	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Inne	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	11,8	14,2	16,4	13,4	12,1	12,1	12,1	12,1	11,9	11,5	11,0	11,1	11,2	11,3
EBIT	-0,4	1,3	2,1	2,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
rentowność	-3,6%	9,2%	12,8%	20,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Wyłączenie	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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
EBIT	5,6	0,4	0,5	2,5	0,0	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]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	234,0	222,8	224,1	225,3	226,4	227,2	227,8	228,1	228,2	228,3	228,4	228,4
Wartości niematerialne i prawne	2,3	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
Rzeczowe aktywa trwałe	103,2	95,1	96,6	97,9	99,1	99,8	100,4	100,8	100,9	101,1	101,1	101,1
Pozostałe aktywa trwałe*	128,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6	125,6
Aktywa obrotowe	307,1	290,9	286,9	293,2	297,7	301,5	295,3	288,3	279,0	281,9	282,0	286,5
Zapasy	31,9	33,5	32,9	33,5	34,0	34,5	33,9	33,0	31,7	32,1	32,4	32,7
Należności krótkoterminowe	182,4	197,1	189,2	193,6	196,5	199,1	195,7	190,8	183,2	185,7	187,4	189,2
Inwestycje krótkoterminowe	42,7	27,0	14,5	15,0	15,4	15,4	14,1	14,1	15,9	15,1	12,7	14,7
- środki pieniężne	42,3	26,7	14,2	14,7	15,0	15,1	13,8	13,8	15,5	14,8	12,4	14,3
- inne krótkoterm. aktywa finansowe	0,3	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	50,1	33,3	50,2	51,1	51,8	52,5	51,6	50,3	48,3	49,0	49,4	49,9
Aktywa razem	541,1	513,7	511,0	518,5	524,1	528,6	523,1	516,4	507,2	510,2	510,4	514,9
Kapitał (fundusz) własny	253,7	228,7	233,5	241,5	248,5	254,0	256,9	258,2	259,9	263,1	265,6	268,1
Kapitał mniejszości	11,6	2,9	3,0	3,2	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	275,8	282,1	274,4	273,9	272,3	271,1	262,6	254,4	243,3	243,0	240,5	242,4
Rezerwy na zobowiązania	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1
Zobowiązania długoterminowe	19,3	16,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	10,3	7,3	4,3	0,0	0,0
- w tym zobowiązania oprocentowane	19,3	16,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	10,3	7,3	4,3	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	193,3	201,5	197,2	196,3	194,4	192,9	184,7	180,1	172,9	175,2	176,9	178,6
- w tym zobowiązania oprocentowane	19,6	18,6	17,6	13,6	9,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	541,1	513,7	511,0	518,5	524,1	528,6	523,1	516,4	507,2	510,2	510,4	514,9

*w tym nieruchomości inwestycyjne oraz aktywa przeznaczone do sprzedaży

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	759,6	800,0	785,5	799,1	810,9	821,7	807,9	787,5	755,9	766,3	773,6	781,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	702,0	767,1	728,1	737,4	745,2	755,7	745,8	727,3	696,9	705,6	712,4	719,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	57,6	33,0	57,4	61,7	65,7	66,1	62,1	60,3	59,0	60,8	61,2	61,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	45,2	46,7	46,7	47,2	47,6	48,1	47,7	47,1	46,2	46,5	46,7	46,9
Zysk (strata) na sprzedaży	12,4	-13,7	10,7	14,5	18,0	17,9	14,3	13,1	12,8	14,3	14,5	14,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,6	-11,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	22,8	-11,0	24,5	28,5	32,4	32,5	29,0	27,7	27,2	28,6	28,6	28,8
EBIT	8,8	-25,0	10,7	14,5	18,0	17,9	14,3	13,1	12,8	14,3	14,5	14,6
Saldo działalności finansowej	-4,9	-3,4	-4,6	-4,5	-4,3	-4,1	-3,8	-3,6	-3,4	-3,3	-3,1	-3,0
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	3,9	-28,4	6,1	10,0	13,8	13,9	10,5	9,5	9,4	11,0	11,3	11,6
Zysk (strata) netto mniejszości	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk (strata) netto*	1,9	-24,9	4,8	7,9	11,0	11,0	8,4	7,6	7,5	8,8	9,0	9,3

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	12,3	-2,9	8,1	21,2	25,6	25,8	25,2	24,7	25,3	22,4	22,7	22,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,0	-7,1	-14,9	-15,2	-15,4	-15,3	-15,2	-14,8	-14,5	-14,3	-14,1	-14,1
Przepływy z działalności finansowej	-9,6	-5,8	-5,6	-5,4	-9,8	-10,5	-11,3	-9,9	-9,1	-8,9	-11,0	-6,8
Przepływy pieniężne netto	0,7	-15,9	-12,5	0,5	0,4	0,0	-1,3	0,0	1,7	-0,7	-2,4	1,9
Środki pieniężne na początek okresu*	41,9	42,6	26,7	14,2	14,7	15,0	15,1	13,8	13,8	15,5	14,8	12,4
Środki pieniężne na koniec okresu*	42,6	26,7	14,2	14,7	15,0	15,1	13,8	13,8	15,5	14,8	12,4	14,3

*wg rachunku przepływów

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	5,3%	-1,8%	1,7%	1,5%	1,3%	-1,7%	-2,5%	-4,0%	1,4%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-	-	16,6%	13,6%	0,4%	-10,9%	-4,3%	-1,8%	4,9%	0,2%	0,6%
EBIT zmiana r/r	-	-	35,1%	24,7%	-0,6%	-20,0%	-8,3%	-2,6%	11,7%	1,2%	1,2%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	65,7%	37,9%	0,7%	-24,2%	-9,5%	-1,5%	17,8%	3,0%	2,4%
Marża brutto na sprzedaży	4,1%	7,3%	7,7%	8,1%	8,0%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża EBITDA	-1,4%	3,1%	3,6%	4,0%	4,0%	3,6%	3,5%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża EBIT	-3,1%	1,4%	1,8%	2,2%	2,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%
Marża brutto	-3,6%	0,8%	1,3%	1,7%	1,7%	1,3%	1,2%	1,2%	1,4%	1,5%	1,5%
Marża netto	-3,1%	0,6%	1,0%	1,4%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%
COGS / przychody	95,9%	92,7%	92,3%	91,9%	92,0%	92,3%	92,3%	92,2%	92,1%	92,1%	92,1%
SG&A / przychody	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%
SG&A / COGS	6,1%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%
ROE	-10,9%	2,1%	3,3%	4,4%	4,3%	3,3%	2,9%	2,9%	3,3%	3,4%	3,5%
ROA	-4,9%	0,9%	1,5%	2,1%	2,1%	1,6%	1,5%	1,5%	1,7%	1,8%	1,8%
Dług	34,9	30,9	26,9	22,2	18,2	13,3	10,3	7,3	4,3	0,0	0,0
D / (D+E)	6,8%	6,0%	5,2%	4,2%	3,5%	2,5%	2,0%	1,4%	0,8%	0,0%	0,0%
D / E	7,3%	6,4%	5,5%	4,4%	3,6%	2,6%	2,0%	1,5%	0,8%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	13,6%	-43,0%	-31,0%	-23,7%	-22,7%	-26,8%	-27,6%	-26,8%	-23,0%	-21,6%	-20,7%
Dług / kapitał własny	15,2%	13,2%	11,1%	9,0%	7,2%	5,2%	4,0%	2,8%	1,6%	0,0%	0,0%
Dług netto*	7,9	16,3	11,8	6,9	2,8	-0,8	-3,8	-8,6	-10,8	-12,7	-14,7
Dług netto / kapitał własny	3,4%	7,0%	4,9%	2,8%	1,1%	-0,3%	-1,5%	-3,3%	-4,1%	-4,8%	-5,5%
Dług netto / EBITDA	-0,7	0,7	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Dług netto / EBIT	-0,3	1,5	0,8	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
EV	183,8	192,3	187,8	182,8	178,8	175,2	172,1	167,4	165,1	163,2	161,3
Dług / EV	19,0%	16,0%	14,3%	12,2%	10,2%	7,6%	6,0%	4,3%	2,6%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	96,8%	109,3%	108,9%	107,7%	105,0%	104,3%	102,1%	100,8%	100,7%	100,2%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	-1,3%	1,5%	0,3%	0,2%	0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-25,7%	-82,6%	18,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Wskaźniki rynkowe	2016P	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**	-	36,7	22,2	16,1	16,0	21,1	23,3	23,6	20,0	19,5	19,0
P/BV**	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE**	-	9,5	8,0	7,0	6,9	7,7	7,9	8,0	7,6	7,6	7,5
EV/EBITDA**	-	7,9	6,6	5,6	5,5	6,0	6,2	6,1	5,8	5,7	5,6
EV/EBIT**	-	18,0	13,0	10,1	10,0	12,2	13,1	13,1	11,6	11,3	11,0
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	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
EPS	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
CEPS	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *dług netto skorygowany o krótkoterminowe aktywa finansowe (lokaty, TFI), ** Obliczenia przy cenie 1,18 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
Redukuj	1,00	Kupuj	1,40	21.04.2017	Xx:xx CEST	1,18	59 700
Kupuj	1,40	Trzymaj	2,32	05.10.2016	9:10 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 2Q'17:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	100%
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 portfelową 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 portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 21.04.2017 roku, 08:37 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 25.04.2017 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 rekomendację 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 częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz 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 21.04.2017 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki.
- BDM 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.