



Dom Maklerski BDM S.A.

ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 11,8 PLN

17 LUTY 2017, 14:39 CEST

Obecna kapitalizacja ZUE to 220 mln PLN. Spółka na koniec 3Q'16 miała 85 mln PLN gotówki netto, 82 mln PLN rzeczowych aktywów trwałych i neutralny kapitał obrotowy netto. Spółce udało się w 4Q'16 zawrzeć porozumienia z PSE oraz Elektrobudową (do zamknięcia pozostała jeszcze sprawa z MPK Poznań, jednak wskazujemy na komunikowane na początku lutego'17 rozwiązanie części rezerwy). Portfel ZUE wynosi obecnie ok. 327 mln PLN netto. Wartość ofert uznanych za najkorzystniejsze lub z najniższą ceną to w sumie 874 mln PLN. Daje to potencjalny backlog na poziomie 1,2 mld PLN netto. Według naszych szacunków dotychczas otwarte zostały oferty na ok. ¼ zabudżetowanej puli jaką ma do rozdysponowania PKP PLK w obecnej perspektywie unijnej w cenach inwestora (64 mld PLN; przetargi rozstrzygane są średnio za ok. 70% planowanych budżetów). Dotychczasowy udział ZUE w rynku nowych średnich i dużych przetargów szacujemy na 9% (mniej niż Torpol ale porównywalnie z Budimexem, Strabagiem czy Trakcją). Z zapowiedzi wynika, że 2017 rok może być co najmniej równie mocny w otwieraniu ofert przez PKP PLK i prawdopodobnie najmocniejszy jeśli chodzi o podpisywanie umów. Uważamy, że obecna wycena rynkowa ZUE nie oddaje w pełni perspektyw poprawy wyników spółki w najbliższych latach. Decydujemy się rozpocząć wydawanie rekomendacji od zalecenia Kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 11,8 PLN.

Kurs ZUE na przestrzeni ostatnich miesięcy stopniowo już rósł na fali postępów w ogłaszaniu i rozstrzygnięciu kolejnych przetargów. Zachowywał się jednak relatywnie słabiej na tle konkurencyjnych Trakcji i Torpolu czy nawet Budimexu. Równocześnie wartość złożonych od początku 2016 roku ofert w średnich i dużych przetargach PKP PLK, które ZUE wygrało lub jest bliskie pozyskania w nich kontraktów to ok. 0,9 mld PLN, co jest wartością zbliżoną do Trakcji, Budimexu czy Strabagu (dotychczas zdecydowanym liderem rynku jest Torpol).

Od 2H'16 zintensyfikowane zostało wyraźnie procedowanie nowych przetargów przez PKP PLK. W przychodach pojawia się ona jednak dopiero wstępnie w 2H'17 (tylko część umów została już finalnie podpisana, a wiele kontraktów ma formułę projektuj i buduj) a wyraźniej dopiero w 2018 i 2019 roku (KPK zakłada, że okres 2018-2020 powinien być rekordowy dla branży, w naszych modelach przyjmujemy roczne przesunięcie tego okresu). Jednocześnie PKP PLK znajduje się pod presją wydatkowania środków ze względu na już zanotowane opóźnienia w realizacji perspektywy budżetowej i zapowiada dość korzystne w punkcie widzenia płynności wykonawców działania, jak płatności zaliczek czy wcześniejsze zakupy materiałów. Zwracamy także uwagę także na mniej „medialną” infrastrukturę miejską, w której budowie ZUE posiada wysokie kompetencje. Szacunki rynkowe mówią, że łączne nakłady inwestycyjne miast w ramach bieżącej perspektyw unijnej na infrastrukturę tramwajową mogą wynieść do 8,5 mld PLN.

Wyniki 2016 roku były pod presją niskiego backlogu, przychody wg naszych prognoz będą najniższe od 2009 roku, komunikowane rozwiązanie rezerwy na 9 mln PLN powinno prawdopodobnie pozwolić osiągnąć break-even na poziomie netto (po 1-3Q'16 ZUE miało -5,7 mln PLN straty). W 2017 roku zakładamy wzrost sprzedaży do >400 mln PLN i dość płaskie wyniki raportowane na niższych poziomach. Następnie przyjmujemy stopniowy wzrost przychodów do blisko 1,0 mld PLN w szczycie 2020-21, kiedy spodziewamy się też ok. 40 mln PLN zysku netto (8% marży brutto ze sprzedaży, 30 mln PLN kosztów zarządu i neutralne saldo finansowe). Po 2021 przyjmujemy znaczącą erozję wyników na każdym poziomie (w długim terminie zakładamy ok. 600 mln PLN sprzedaży i 7,5% marży brutto ze sprzedaży, w przypadku przychodów liczymy, że spółka będzie musiała wykorzystać dywersyfikację zarówno segmentową, tramwaje, sieci energetyczne, jak i odważniej wyjść zagranicę -spółka realizowała już np. kontrakt na Słowacji).

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	644,1	542,1	327,6	408,5	650,9	892,7
EBITDA [mln PLN]	22,7	31,8	11,0	12,4	27,3	54,8
EBIT [mln PLN]	14,0	22,6	1,5	2,4	17,0	44,1
Zysk netto [mln PLN]	10,7	17,2	1,7	2,2	13,8	35,6
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9
P/E	21,5	13,3	138,5	105,4	16,6	6,4
EV/EBITDA	7,7	2,5	13,1	12,1	6,0	3,0
EV/EBIT	12,5	3,6	98,0	62,8	9,6	3,8

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.

Wycena DCF [PLN]	11,8
Wycena porównawcza [PLN]	11,8
Wycena końcowa [PLN]	11,8
Potencjał do wzrostu / spadku	+20%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,94
Kapitalizacja [mln PLN]	228,9
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9,99
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7,84
Stopa zwrotu za 3 mc	19,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	17,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	26,2%
Struktura akcjonariatu:	
Nowak Wiesław	62,5%
Bankowy OFE	6,5%
MetLife OFE	6,1%
ZUE	1,1%
Pozostali	23,7%

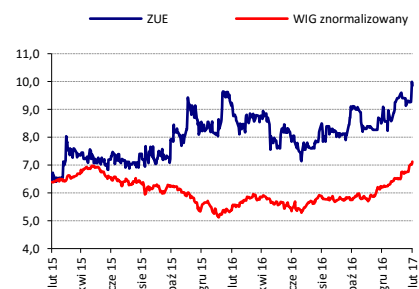
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	7
DZIAŁALNOŚĆ GRUPY	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	9
WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki ZUE opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 11,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019, dała wartość 1 akcji na poziomie 11,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 11,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	11,8
Wycena metodą porównawczą	30%	11,8
Wycena 1 akcji ZUE [PLN]		11,8

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia w modelu:

- Przyjmujemy, że 2016 rok dla branży budownictwa kolejowego był lokalnym dołkiem pod względem przerobów, jednocześnie był to okres przelomowy pod względem powrotu do procedowania przetargów finansowanych ze środków unijnych. Obecnie prowadzone postępowania powinny znaleźć odzwierciedlenie w przychodach spółek mniej więcej od 2H'17.
- Zaktualizowany w 2016 Krajowy Program Kolejowy wygładził nieco szczyt nakładów na infrastrukturę kolejową w okresie 2018-21 w stosunku do poprzedniej wersji, która zakładała wyraźny peak w okresie 2019-20. W naszym modelu zakładamy, że największe nakłady przypadną na lata 2019-21. KPK zakłada wydatki w latach 2016-23 na poziomie 64 mld PLN netto. Szacuje się także, że ok. 8,5 mld PLN może być przeznaczona na budowę i modernizację linii tramwajowych. Daje to potencjalną wartość rynku infrastruktury szynowej na poziomie 72,5 mld PLN. W naszym modelu konserwatywnie przyjmujemy wykonanie tego planu w ok. 65-70% (dotychczasowe przetargi kolejowe rozstrzygane są po ok. 70% ceny budżetowej). Udział ZUE w rynku przyjmujemy na poziomie ok. 9-10%. Poduszkę bezpieczeństwa stanowią w naszym modelu ewentualne kontrakty z zakresu sieci przesyłowych, ok. 7% przychodów grupy w naszych założeniach generuje handel (przy 5-6% marży brutto ze sprzedaży).
- Spodziewamy się, że w 2016 roku spółka osiągnie na poziomie skonsolidowanym 328 mld PLN przychodów, 11 mln PLN EBITDA i 2 mln PLN zysku netto (w wynikach uwzględniamy rozwiązanie rezerwy na kontrakt Franowo na 9 mln PLN komunikowane przez spółkę w lutym'17). W 2017 roku zakładamy wzrost sprzedaży do >400 mln PLN i dość płaskie wyniki raportowane na niższych poziomach. Następnie przyjmujemy stopniowy wzrost przychodów do blisko 1,0 mld PLN w szczycie 2020-21, kiedy spodziewamy się też ok. 40 mln PLN zysku netto (8% marży brutto ze sprzedaży, 30 mln PLN kosztów zarządu i neutralne saldo finansowe). Po 2021 przyjmujemy znaczącą erozję wyników na każdym poziomie. W długim terminie zakładamy ok. 600 mln PLN sprzedaży i 7,5-7,6% marży brutto ze sprzedaży. W przypadku przychodów liczymy, że spółka będzie musiała wykorzystać dywersyfikację zarówno segmentową (tramwaje, sieci energetyczne) jak i odważniej wyjść zagranicę (spółka realizowała już np. kontrakt na Słowacji).
- Na koniec 2015 roku spółka miała 148 mln PLN gotówki netto, głównie ze względu na przyspieszone płatności ze strony PKP PLK, która musiała rozdysponować środki unijne z poprzedniej perspektywy budżetowej. Po 3Q'16 gotówka netto spadła do 85 mln PLN (przy neutralnym kapitale obrotowym). Na koniec 2016 roku zakładamy, że gotówka netto będzie podobna jak po 3Q'16. W kolejnych latach zakładamy stopniowy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy wraz ze wzrostem przychodów (szczególnie w latach 2018-19) i spływ środków wraz ze zmniejszeniem skali działalności po 2021-22 roku. Jednocześnie zwracamy uwagę, że PKP PLK znajduje się pod presją wydatkowania środków ze względu na już zanotowane opóźnienia w realizacji perspektywy budżetowej i zapowiada dość korzystne w punktu widzenia płynności wykonawców działania, jak płatności zaliczek czy wcześniejsze zakupy materiałów.
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów. W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026. W perspektywie najbliższych lat przyjmujemy, że nakłady będą przekraczać amortyzację, jednocześnie zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich latach systematycznie zwiększała poziom środków trwałych.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Stopę podatku przyjęto na poziomie 19%.
- Wycena została sporządzona na dzień 17.02.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 272 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 11,8 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	408,5	650,9	892,7	981,3	971,5	826,9	580,9	586,6	592,4	598,3
EBIT [mln PLN]	2,4	17,0	44,1	50,5	49,8	28,0	13,9	16,9	18,6	19,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,5	3,2	8,4	9,6	9,5	5,3	2,6	3,2	3,5	3,6
NOPLAT [mln PLN]	1,9	13,8	35,7	40,9	40,3	22,7	11,3	13,7	15,1	15,3
Amortyzacja [mln PLN]	10,0	10,3	10,7	11,1	11,2	11,0	10,9	10,8	10,8	10,7
CAPEX [mln PLN]	-11,8	-13,4	-13,5	-14,8	-11,3	-11,0	-11,0	-11,1	-10,9	-10,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,2	-27,4	-33,4	-13,3	1,5	20,8	31,0	14,5	-0,3	-0,3
FCF [mln PLN]	-7,1	-16,6	-0,5	23,9	41,7	43,4	42,1	27,9	14,6	15,0
DFCF [mln PLN]	-6,6	-14,2	-0,4	17,2	27,6	26,5	23,6	14,4	6,9	6,5
Suma DFCF [mln PLN]	101,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	189,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	82,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	183,8									
Dług netto 2016P [mln PLN]	-85,8									
Akcje własne [mln PLN]*	2,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	272,2									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	11,8									

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

Przychody zmiana r/r	24,7%	59,3%	37,2%	9,9%	-1,0%	-14,9%	-29,8%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	62,7%	615,0%	159,7%	14,4%	-1,4%	-43,8%	-50,3%	21,4%	10,0%	1,9%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	74,7%	4,2%	-3,0%	-33,7%	-47,7%	2,8%
Marża EBITDA	3,0%	4,2%	6,1%	6,3%	6,3%	4,7%	4,3%	4,7%	5,0%	5,0%
Marża EBIT	0,6%	2,6%	4,9%	5,1%	5,1%	3,4%	2,4%	2,9%	3,1%	3,2%
Marża NOPLAT	0,5%	2,1%	4,0%	4,2%	4,1%	2,7%	1,9%	2,3%	2,5%	2,6%
CAPEX / Przychody	2,9%	2,1%	1,5%	1,5%	1,2%	1,3%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	118,3%	129,4%	126,5%	133,7%	100,9%	100,3%	101,1%	102,7%	101,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	4,2%	3,7%	1,4%	-0,2%	-2,5%	-5,3%	-2,5%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,9%	11,3%	13,8%	15,0%	15,2%	14,4%	12,6%	-252,7%	5,2%	5,2%

Źródło: BDM S.A., *wg wartości rynkowej

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	93,6%	94,9%	96,0%	96,4%	96,4%	95,9%	95,1%	97,4%	98,7%	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%	5,1%	4,0%	3,6%	3,6%	4,1%	4,9%	2,6%	1,3%	0,0%
WACC	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	11,7	12,0	12,4	13,0	13,7	14,7	16,1	18,3	22,3
	0,8	11,3	11,6	11,9	12,4	13,0	13,8	14,9	16,6	19,4
	0,9	10,9	11,1	11,5	11,9	12,4	13,0	13,9	15,2	17,3
	1,0	10,5	10,8	11,0	11,4	11,8	12,4	13,1	14,1	15,7
	1,1	10,2	10,4	10,7	11,0	11,3	11,8	12,4	13,2	14,4
	1,2	9,9	10,1	10,3	10,6	10,9	11,3	11,8	12,5	13,4
	1,3	9,6	9,8	10,0	10,2	10,5	10,8	11,3	11,8	12,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	12,1	12,5	13,0	13,7	14,5	15,7	17,5	20,5	26,6
	4%	11,3	11,6	11,9	12,4	13,0	13,8	14,9	16,6	19,4
	5%	10,5	10,8	11,0	11,4	11,8	12,4	13,1	14,1	15,7
	6%	9,9	10,1	10,3	10,6	10,9	11,3	11,8	12,5	13,4
	7%	9,4	9,5	9,7	9,9	10,1	10,4	10,8	11,3	11,9
	8%	8,9	9,0	9,2	9,3	9,5	9,7	10,0	10,3	10,8
	9%	8,5	8,6	8,7	8,8	9,0	9,1	9,3	9,6	9,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	16,4	15,7	15,1	14,5	14,0	13,6	13,1	12,7	12,4
	4%	14,9	14,2	13,6	13,0	12,5	12,0	11,6	11,2	10,9
	5%	13,7	13,0	12,4	11,8	11,3	10,9	10,5	10,1	9,8
	6%	12,7	12,0	11,4	10,9	10,4	10,0	9,6	9,3	9,0
	7%	11,9	11,2	10,6	10,1	9,7	9,3	8,9	8,6	8,3
	8%	11,2	10,6	10,0	9,5	9,1	8,7	8,3	8,0	7,8
	9%	10,6	10,0	9,4	9,0	8,5	8,2	7,9	7,6	7,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta na wskaźnikach wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2017-19), dla których przyjęto równe wagi.

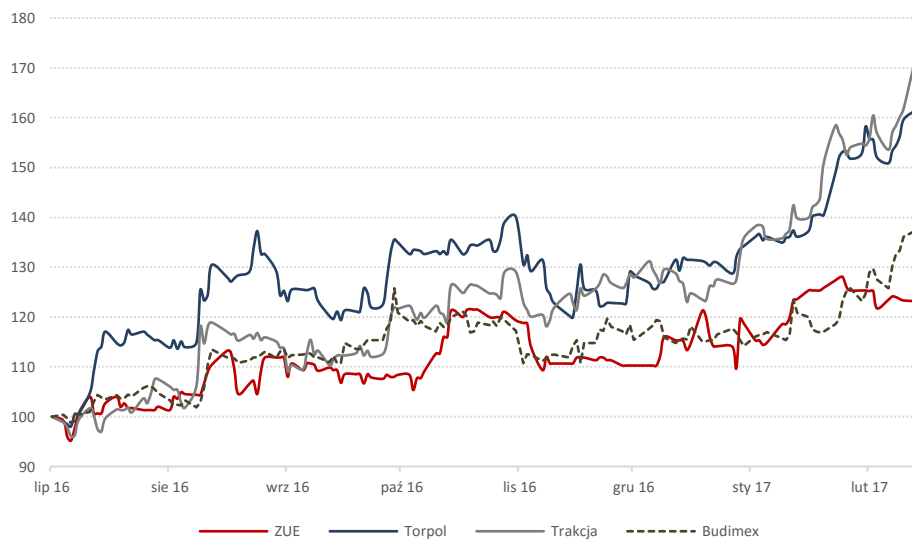
Porównując wyniki ZUE ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 272 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 11,8 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty rynku budowlanego).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Budimex	16,9	16,2	16,9	7,1	6,9	8,0
Torpol	29,8	13,9	9,6	9,9	7,1	4,6
Trakcja	16,7	12,8	10,4	9,2	7,8	6,6
Mediana	16,9	13,9	10,4	9,2	7,1	6,6
ZUE	105,4	16,6	6,4	12,1	6,0	3,0
Premia / dyskonto	523,1%	19,3%	-37,9%	31,6%	-15,6%	-53,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	1,6	8,3	16,0	8,4	11,3	18,4
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		10,1			13,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		11,8				

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

Porównanie kursów od początku lipca 2016 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., od lipca '16 PKP PLK zaczęła aktywniej procedować przetargi z nowej perspektywy unijnej

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Uzależnienie od głównych odbiorców.** Spółka działa przede wszystkim w obszarze zamówień publicznych. Głównymi zleceniodawcami są PKP PLK oraz miejskie spółki infrastrukturalne. Zmiany w strategiach inwestycyjnych tych podmiotów czy w harmonogramach przetargów mogą mieć bezpośredni wpływ na generowane przez ZUE wyniki.
- **Poziom nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę transportową w regionie CEE.** Wysokość nakładów inwestycyjnych wymienionych wyżej instytucji wprost implikuje wartość potencjalnych kontraktów w obszarach rynku budowlanego, na których działa spółka. Budżety instytucji publicznych realizujących projekty infrastrukturalne w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) oparte są obecnie przede wszystkim o środki pochodzące z budżetu UE. Zmiany w wysokości lub kierunkach rozdysponowania budżetu mogą mieć bezpośredni wpływ na poziom nakładów inwestycyjnych w obszarze infrastruktury transportowej w krajach CEE. Nieznane są obecnie termin oraz ostateczne skutki tzw. Brexitu dla budżetu unijnego.
- **Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.** Duże projekty budowlane finansowane ze środków publicznych realizowane są przez firmy wyłonione w przetargach, często długotrwałych (dodatkowo decyzje mogą być oprotestowane). W konsekwencji istnieje ryzyko zmiany w tym czasie (a także w czasie samej realizacji kontraktów) przyjętych przez spółkę założeń dotyczących cen materiałów, kursów walutowych, usług podwykonawczych czy kosztów wynagrodzeń. W czasie realizacji kontraktów należy mieć na uwadze także szereg innych czynników ryzyka, m.in.: ryzyko przekroczenia terminów umownych, upadłości kontrahentów, ryzyko związane z procesem uzyskiwania decyzji administracyjnych, ryzyko związane z odpowiedzialnością za podwykonawców oraz członków konsorcjów budowlanych.
- **Bariery wejścia/konkurencja.** Bariery wejścia na rynek budownictwa kolejowego i miejskiego w Polsce nie są wysokie. Atrakcyjne budżety programów inwestycyjnych w tych obszarach przyciągają do przetargów nowe podmioty, która są skłonne oferować niskie ceny, by zaistnieć na rynku.
- **Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy.** Przychody spółki wykazują wyraźną sezonowość. Najśłabszy zwykle jest 1Q (okres zimowy). Czynnik pogodowy (nadzwyczajne opady śniegu czy deszczu, ekstremalne zmiany temperatury) może wpływać na harmonogramy realizowanych prac.
- **Spory sądowe.** Spółki wchodzące w skład grupy są stroną postępowań, sądowych zarówno ze strony zobowiązań jak i wierzytelności, ich rozstrzygnięcia mogą mieć wpływ na osiągnięte przez ZUE wyniki finansowe. Najistotniejsze sprawy to: i) MPK Poznań domaga się 1,7 mln PLN + odsetki za opóźnienie w realizacji budowy zajezdni tramwajowej Franowo, ii) konsorcjum w skład, którego wchodzi ZUE domaga się od PKP PLK 72,8 mln PLN + odsetki (w tym 18,5 mln PLN dla ZUE) tytułem kar umownych za opóźnienie w przekazaniu placu budowy przy modernizacji linii Warszawa Zachodnia – Warszawa Okęcie oraz 11,5 mln PLN + odsetki (w tym 2,9 mln PLN dla ZUE) tytułem zapłaty za roboty dodatkowe oraz poniesione koszty na tym samym kontrakcie; iii) ZUE domaga się od PKP PLK 4,4 mln PLN + odsetki za prace dodatkowe na kontrakcie Zawiercie – Jaworzno Szczakowa, iv) konsorcjum w skład, którego wchodzi ZUE domaga się od PKP PLK 39,3 mln PLN + odsetki (w tym 15,7 mln PLN dla ZUE) z tytułu kosztów wydłużenia realizacji kontraktu Biadolina – Tarnów

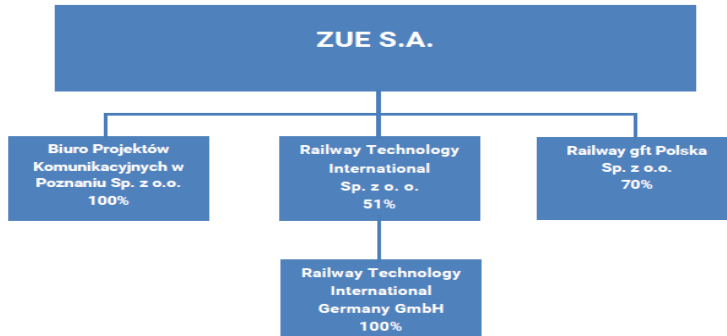
DZIAŁALNOŚĆ GRUPY

Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Nowak Wiesław	14 400 320	62,5%	14 400 320	62,5%
Bankowy OFE	1 500 000	6,5%	1 500 000	6,5%
MetLife OFE	1 400 000	6,1%	1 400 000	6,1%
ZUE	264 652	1,1%	264 652	1,1%
Pozostali	5 465 111	23,7%	5 465 111	23,73%
Razem	23 030 083	100,0%	23 030 083	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura grupy ZUE



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

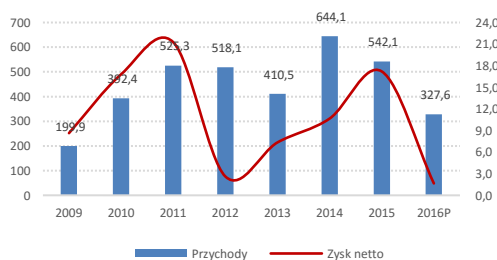
ZUE działa w trzech głównych obszarach oferowanych usług:

- **działalność budowlana** (prowadzona przez ZUE), która obejmuje:
 - **infrastrukturę miejską** (budowa i modernizacja torowisk tramwajowych, sieci trakcyjnej tramwajowej i trolejbusowej, podstacji trakcyjnych, oświetlenia ulicznego, linii kablowych, sygnalizacji ulicznych, układów drogowych, obiektów kubaturowych i teletechniki a także konserwacja i bieżące utrzymanie infrastruktury tramwajowej i oświetlenia ulicznego);
 - **infrastrukturę kolejową** (budowa i modernizacja torowych układów kolejowych, trakcji kolejowej, urządzeń SRK i teletechniki, podstacji trakcyjnych, obiektów stacyjnych i obiektów inżynierskich);
 - **infrastrukturę energetyczną** linii przesyłowych i dystrybucyjnych (budowa i modernizacja linii kablowych i napowietrznych wysokich i najwyższych napięć, stacji transformatorowych, w tym urządzeń teletechniki oraz linii kablowych SN, NN);
- **działalność projektowa** (BPK Poznań) w zakresie miejskich i kolejowych układów komunikacyjnych oraz energetyki zawodowej;
- **działalność handlowa** (Railway gft Polska) w ramach, której spółka oferuje materiały i akcesoria do budowy torowisk kolejowych i tramwajowych (m.in. szyny, podkłady, rozjazdy, kruszywa, akcesoria i inne).

Cele strategiczne ZUE zakładają

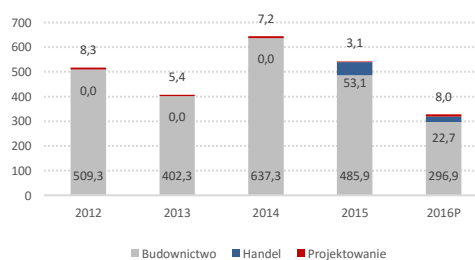
- utrzymanie pozycji jednego z liderów rynku budownictwa komunikacyjnej infrastruktury miejskiej,
- wzmocnienie pozycji na rynku budownictwa komunikacyjnej infrastruktury kolejowej,
- rozwój usług budownictwa energetycznego w zakresie modernizacji linii energetycznych (niskich, średnich i wysokich napięć),
- wzmocnienie udziału w rynku projektowania układów komunikacyjnych,
- rozwój działalności handlowej na rynku dystrybucji i produkcji materiałów torowych.

Przychody i zysk netto [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]

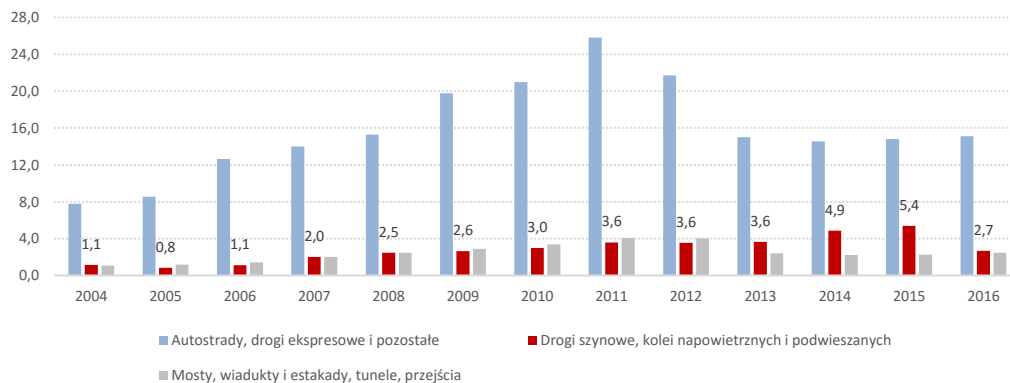


Źródło: DM BDM S.A., spółka

PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Największymi zleceniodawcami dla ZUE są PKP PLK oraz spółki zajmujące się infrastrukturą miejską (m.in. ZIKiT w Krakowie, Tramwaje Warszawskie, Tramwaje Szczecińskie). W 2014 roku spółka pozyskała także w konsorcjum z Dalekovid wart prawie 0,5 mld PLN kontrakt dla PSE na budowę linii 400 kV, na który umowa została ostatecznie rozwiązana w 2016 roku za porozumieniem stron. Obecny portfel zamówień zdominowany jest przez zlecenia z PKP PLK.

Produkcja bud. w obszarze dróg szynowych i innych kolei na tle pozostałej infrastruktury transportowej [mld PLN]

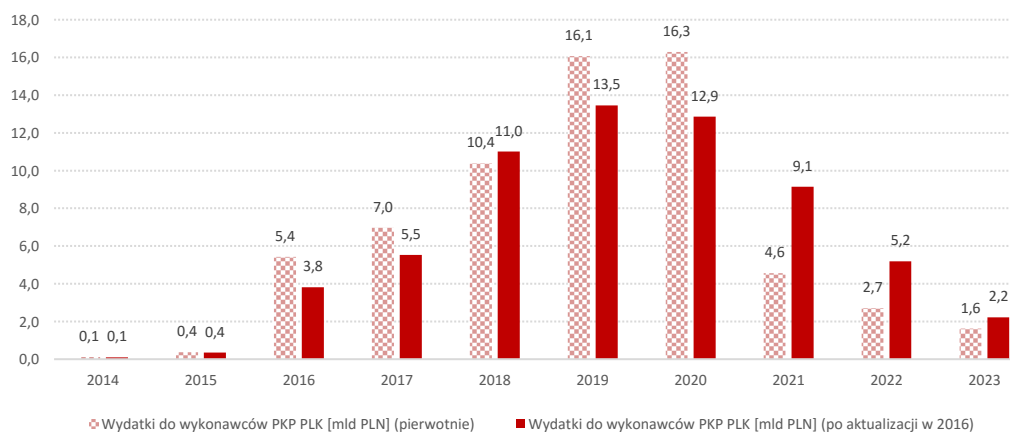


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Po rekordowych wydatkach PKP PLK na inwestycje w latach 2014-15 (według raportów rocznych w 2014: 7,1 mld PLN, w 2015: 7,4 mld PLN), 2016 rok był okresem dużego ograniczenia inwestycji kolejowych (szacuje się, że nakłady spadły do 4,1 mld PLN), co związane było z nałożeniem się na siebie stopniowego zakończenia projektów inwestycyjnych finansowanych z poprzedniego budżetu unijnego, zmian w rządzie oraz będących tego konsekwencją zmian kadrowych w PKP PLK.

Nadzieją dla branży kolejowej są przetargi na bazie budżetu UE 2014-20 (Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko 2014-20, CEF 2014-20) i zauważalny w ostatnich miesiącach przełom w ich procesowaniu i rozstrzyganiu. Pod koniec 2016 roku przyjęta została w końcu aktualizacja Krajowego Programu Kolejowego do 2023 roku (http://mib.bip.gov.pl/fobjects/download/194387/rm_111_147_16-pdf.html). W stosunku do wcześniej wersji z 3Q'15 m.in. zaktualizowano harmonogram wydatków – głównie przesunięcie kwot z lat 2019/20 na 2021/22. Dokonano także zmian w zakresie prac np. przeniesienie projektów pomiędzy listą rezerwową i podstawową, ograniczenie/rozszerzenie zakresu prac – zmiany nie mają jednak charakteru fundamentalnego dla całego programu. Wartość planowanych nakładów PKP PLK to 63,7 mld PLN (wcześniej zakładano 64,5 mld PLN).

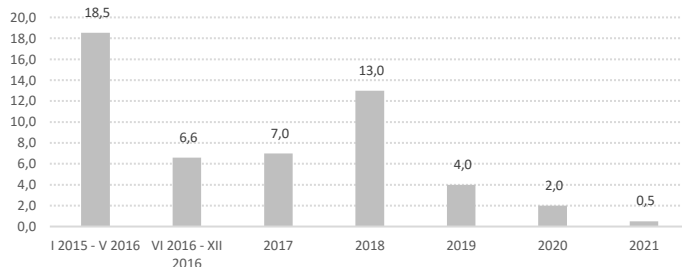
Zaktualizowany poziom wydatków PKP PLK według KPK do 2023 (na bazie budżetu UE na lata 2014-20) [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., Minister Infrastruktury i Budownictwa

Po podpisaniu w 2016 roku umów o wartości 4 mld PLN, Ministerstwo Budownictwa zapowiada, że w 2017 roku podpisze umowy na inwestycje kolejowe za 30 mld PLN, a w 2018 roku za kolejne 8-10 mld PLN (nie sprecyzowano czy chodzi o kwoty netto czy brutto oraz czy w cenach ofertowych czy budżetowych). W 2018 roku mają zostać jeszcze rozpisane przetargi na 18 mld PLN.

Ogłoszone od początku 2015 roku i planowane przetargi PKP PLK [mld PLN]



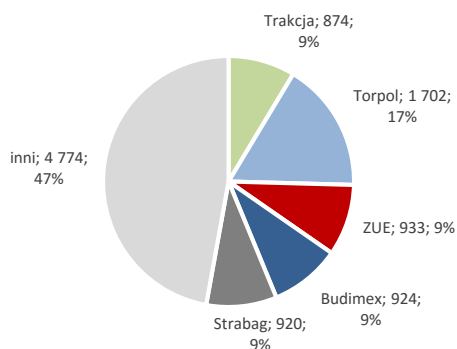
Źródło: DM BDM S.A., Senat: <http://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/public/k9/komisje/2016/ki/materialy/35.pos.pkpplk.pdf>

Przetargi kolejowe od początku 2016 roku o wartości >40 mln PLN netto

Data*	odcinek	budżet		1 oferta [mln PLN netto]	1/budżet	1/2
		14 419	10 126		70%	
sty 16	Krzeszowice - Kraków Mydlniki	461	286	ACS (Vias y Construcciones, Dragados, Electren)	62%	99%
lut 16	Poznań Wschód - Trzemeszno	63	46	Torpol	74%	98%
maj 16	Kutno - Toruń Główny	85	51	Torpol	60%	92%
lip 16	Kraków Mydlniki - Kraków Główny Towarowy	319	247	Torpol	78%	99%
wrz 16	modernizacja stacji Olszawowice	65	45	Budimex/PKP Energetyka	69%	98%
wrz 16	modernizacja stacji Medyka	52	42	ZUE	80%	85%
wrz 16	modernizacja stacji Włoszczowa Północ	87	57	Trakcja	65%	98%
paź 16	Łódź Kaliska - Zduńska Wola	470	281	ZUE	60%	97%
paź 16	granica woj. pomorskiego - Malbork	211	212	NDI, PPM-T	101%	104%
paź 16	Chybie - Nęcza/Turze	494	374	Trakcja/ZUE/Strabag	76%	97%
paź 16	Sadowne - Białystok	250	170	Track Tec/Infrakol/Leonhard Weiss/Intop W.	68%	93%
paź 16	Warszawa Gołębki/Warszawa Zach - Warszawa Gd.	256	160	Budimex/Strabag/ZUE	62%	95%
paź 16	Kraków Główny Towarowy - Rudzice	1 594	966	Strabag/KZA	61%	98%
lis 16	Jaworzno Szczakowa - Trzebinia	646	296	Trakcja/Comsa/PKP Energetyka/Porr	46%	100%
gru 16	Warszawa Włochy - Grodzisk Mazowiecki	339	285	Intercor/Mosty-Łódź	84%	89%
gru 16	LCS Konin	1 129	838	Torpol	74%	100%
gru 16	Poznań Główny - Chodzież - Piła Główna	495	485	Porr	98%	102%
gru 16	LCS Kutno	640	560	ZUE/Budimex/Strabag	88%	96%
gru 16	LCS łowicz	610	428	Trakcja	70%	96%
gru 16	Opczno Połudn. - Olszawowice	44	44	Electren	99%	77%
gru 16	Czachówek - Warka	292	217	Strabag/ZUE/Budimex	74%	99%
sty 17	Wyczerpy - Chorzew Siemkowice	245	174	ZUE	71%	97%
sty 17	Sadowne - Czyżew	665	469	Intercor	70%	91%
sty 17	Leszno - Czempień	628	397	Torpol	63%	97%
sty 17	Warka - Radom	546	429	Track Tec/Swietelsky/Infrakol/L. Weiss/Intop W.	79%	90%
sty 17	Szczecinek - Runowo Pomorskie	173	122	Torpol	70%	96%
sty 17	Toszek Północ - Stare Koźle	276	175	Balzola/Rover Alcisa/Aldesa	63%	96%
lut 17	Otwock - Piława	495	390	Budimex	79%	84%
lut 17	Piława - Dęblin	767	597	Budimex/PKP Energetyka/Schweerbau	78%	96%
lut 17	Dęblin - Lublin	1 010	757	Astaldi/PBDiM Mińsk Maz., Zhol	75%	96%
lut 17	Otwock - Lublin (ETCS)	802	360	Bombardier	45%	73%
lut 17	Szczecinek - Ustka	211	165	Trakcja	78%	97%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., wnp.pl, PAP, PKP PLK, *data otwarcia ofert lub wyboru najkorzystniejszej oferty

Struktura rynku na przetargach kolejowych od początku 2016 roku o wartości >40 mln PLN netto*



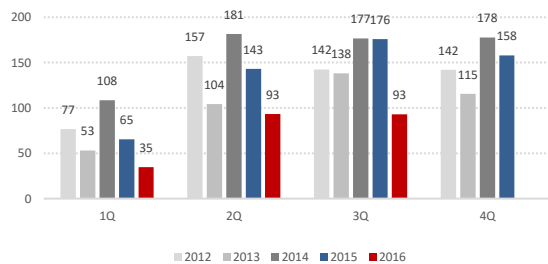
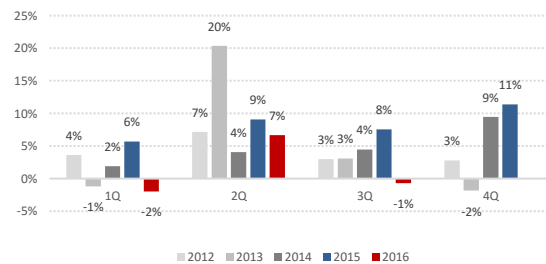
Źródło: DM BDM S.A., wnp.pl, PAP, PKP PLK, * w przypadku konsorcjów podzielono kontrakty po równo na każdego konsorcjanta

Kontrakty o wartości >20 mln PLN podpisane przez ZUE od początku 2016 roku + niezakończone kontrakty z lat wcześniejszych

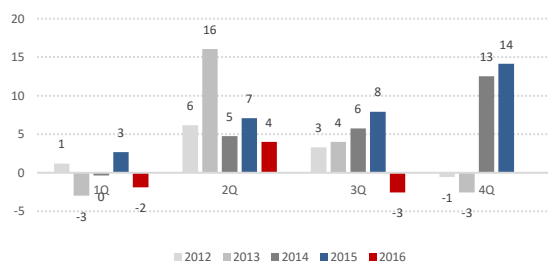
Kontrakt	Kontrahent	konsorcjanci	Wartość netto ZUE [mln PLN]	Wartość netto całość [mln PLN]	Termin	
Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)	PKP PLK	Strabag, Budimex, ZUE	71,5	216,7	nko	43 m-ce
Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze	PKP PLK	Trakcja, ZUE, Strabag	124,5	373,7	sty 17	lip 19
Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew	PKP PLK	-	173,8	173,8	nc	28 m-cy
Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola	PKP PLK	-	281,0	281,0	nko	38 m-cy
Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2	ZIKIT w Krakowie	ZUE, IMB, Energopol	49,5	145,5	nko	gru 19
Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	PKP PLK	Strabag, Budimex, ZUE	190,4	560,0	nko	42 m-ce
Wykonanie linii tramwajowej KST etap III	ZIKIT w Krakowie	ZUE, Porr	103,0	206,0	nc	42 m-ce
Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)	PKP PLK	Strabag, Budimex, ZUE	52,7	159,7	lut 17	kwi 19
Zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych w rejonie stacji Medyka	PKP PLK	-	41,5	41,5	paź 16	maj 20
Wykonanie robót budowlanych Ostrowite – Biskupiec Pomorski– Jamielnik	PKP PLK	-	29,0	29,0	paź 16	paź 17
Prace na linii kolejowej Kościelniki - Podłęże	PKP PLK	-	29,1	29,1	lip 16	sty 18
Budowa linii tramwajowej na Tarchomin – etap II	Tram. Warszaws.	ZUE, Strabag	15,4	25,7	cze 16	lut 17
Wykonanie robót budowlanych na linii kolejowej Kluczbork - Poznań	PKP PLK	-	26,4	26,4	mar 16	gru 16
Wzmocnienie podtorza na linii Katowice – Zwardoń	PKP PLK	-	25,6	25,6	mar 16	gru 16
Utrzymanie, konserwacja i naprawa infrastrukt. tramw. w Krakowie w latach 2015-18	ZIKIT w Krakowie	-	42,3	42,3	sie 15	lip 18
Projekt i roboty budowlane na linii kolejowej Biadolino – Tarnów	PKP PLK	OHL, Swietelsky, ZUE	177,3	510,9	lis 10	maj 18

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nc=najniższa cena, nko = najkorzystniejsza oferta

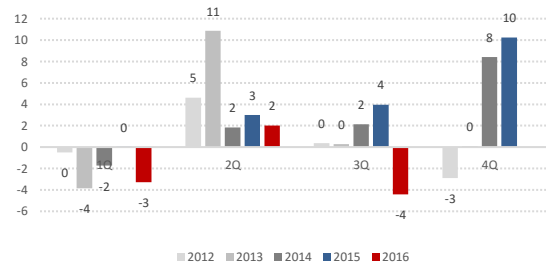
Portfel ZUE wynosi obecnie ok. 327 mln PLN netto (po podpisaniu w styczniu i lutym z PKP PLK umów na trasy Chybie-Turze oraz Warszawa Gołębki/Zachodnia – Warszawa Gdańska za odpowiednio 125 mln PLN oraz 53 mln PLN przypadających na spółkę). Wartość ofert uznanych za najkorzystniejszą oraz ofert z najniższą ceną to 874 mln PLN (odpowiednio ok. 0,6 mld PLN i 0,3 mld PLN). Daje to potencjalny backlog na poziomie 1,2 mld PLN netto. W większości są to umowy z 2-3 letnim okresem realizacji i głównie w formule projektuj i buduj.

WYNIKI FINANSOWE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY
Przychody wg kwartałów [mln PLN]

Marża brutto ze sprzedaży


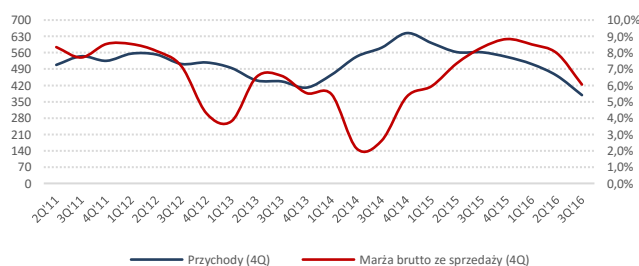
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody 4Q narastająco [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży 4Q narastająco


Źródło: BDM S.A., spółka

Kapitał obrotowy i dług netto [mln PLN]

	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	3Q'16
Zapasy	21,5	26,0	25,7	18,0	24,4	31,4	22,6	17,9	42,3	47,7	42,5	25,9	25,5	26,3	19,8
Należności handlowe	143,6	177,9	235,4	175,8	175,6	208,1	224,3	180,4	131,7	208,2	270,4	77,8	44,0	85,5	104,4
Saldo kaucji netto	-4,1	-3,7	-7,5	-7,9	-14,0	-19,3	-20,4	-22,1	-9,7	-18,2	-13,0	-13,3	-7,2	-6,9	-8,3
Zobowiązania handlowe	79,7	82,5	132,8	91,2	108,5	148,0	162,6	132,6	106,8	136,4	175,4	117,7	72,9	99,4	102,1
Świadczenia pracownicze	5,6	11,0	13,0	8,0	10,5	12,5	13,3	14,2	13,1	20,3	20,4	23,0	17,1	17,1	17,5
Saldo (aktywa - pasywa)	85,3	121,4	128,3	102,6	91,5	91,4	84,4	65,8	67,1	119,5	137,5	-14,0	-3,4	12,4	22,1
Cash flow operacyjny	-9,1	-4,4	0,4	22,7	14,6	8,2	11,5	34,2	-11,5	-26,0	-13,6	163,0	-26,9	-13,1	-8,8
Dług (gotówka) netto	8,5	18,4	20,9	2,4	-9,6	-10,4	-21,3	-54,4	-39,2	-11,5	6,6	-148,1	-120,8	-99,7	-84,9

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki i prognozy skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]

	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	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016P
Przychody	53,0	104,1	138,1	115,4	108,3	181,5	176,6	177,7	65,4	143,0	175,9	157,8	34,6	93,2	92,8	107,0	644,1	542,1	327,6
Budownictwo	51,6	100,8	135,1	114,7	107,0	179,1	174,9	176,3	64,9	123,4	155,6	142,0	27,5	83,9	85,4	100,0	637,3	485,9	296,9
Handel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,1	18,8	15,2	5,2	7,2	5,3	5,0	0,0	53,1	22,7
Projektowanie	1,3	2,9	1,6	-0,5	1,1	2,4	2,0	1,8	0,6	0,6	1,5	0,4	1,8	2,1	2,1	2,0	7,2	3,1	8,0
Wylączenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	-4,9	16,2	-0,7	-7,6	-2,7	3,5	3,9	11,8	-1,3	7,1	7,1	12,6	-5,9	0,8	4,0	0,3	16,5	25,4	-9,8
marża	-9,3%	15,6%	-0,5%	-6,6%	-2,5%	1,9%	2,2%	6,7%	-2,0%	4,9%	4,0%	8,0%	-16,9%	0,8%	-5,4%	0,3%	2,6%	4,7%	-3,0%
Budownictwo	-0,8	20,5	3,9	0,1	2,6	8,7	5,7	18,4	4,3	12,7	11,0	18,0	-1,1	5,4	-1,1	4,8	35,4	46,0	8,0
Handel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,9	0,8	0,1	0,4	0,4	0,3	0,0	4,1	1,3
Projektowanie	0,1	0,7	0,4	-2,2	-0,5	-1,3	2,1	-1,3	-0,4	-0,8	0,3	-0,8	0,3	0,5	0,3	0,3	-1,0	-1,7	1,4
Wylączenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5
SG&A	4,3	5,0	4,9	5,5	4,7	3,9	4,0	5,0	5,1	5,9	6,1	5,4	5,2	5,4	4,4	5,0	17,6	22,5	20,0
Zysk brutto ze sprzedaży	-4,9	16,2	-0,7	-7,6	-2,7	3,5	3,9	11,8	-1,3	7,1	7,1	12,6	-5,9	0,8	5,0	0,3	16,5	25,4	-9,8
marża	-9,3%	15,6%	-0,5%	-6,6%	-2,5%	1,9%	2,2%	6,7%	-2,0%	4,9%	4,0%	8,0%	-16,9%	0,8%	-5,4%	0,3%	2,6%	4,7%	-3,0%
Saldo PPO/PKO	0,1	-2,1	2,7	3,2	0,3	-0,9	-0,3	-1,6	1,8	-2,4	-1,6	-0,7	1,6	0,9	0,1	8,8	-2,6	-2,9	11,3
EBITDA	-3,0	16,1	4,0	-2,5	-0,4	4,7	5,8	12,5	2,7	7,1	7,9	14,1	-1,9	4,0	-2,6	11,4	22,7	31,8	11,0
EBIT	-4,8	14,1	2,0	-4,4	-2,4	2,6	3,5	10,2	0,5	4,7	5,6	11,8	-4,3	1,6	-5,0	9,0	14,0	22,6	1,5
Zysk brutto	-4,4	15,0	2,0	-5,2	-2,3	2,6	3,2	10,6	0,4	4,6	5,1	12,3	-4,2	2,7	-5,4	9,0	14,1	22,5	2,2
Zysk netto	-3,9	10,9	0,3	0,1	-1,7	1,8	2,1	8,4	0,0	3,0	4,0	10,2	-3,3	2,0	-4,4	7,3	10,7	17,2	1,7

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 4Q'2016 oraz lata 2017+

	4Q'15	4Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r	2018P	2019P	2020P	...	2026P
Przychody	157,8	107,0	-32,2%	542,1	327,6	-39,6%	408,5	24,7%	650,9	892,7	981,3	...	598,3
Wynik brutto na sprzedaży	18,0	5,3	-70,8%	47,9	10,2	-78,8%	24,2	138,3%	43,2	73,7	81,1	...	45,2
Wynik na sprzedaży	12,6	0,3	-97,8%	25,4	-9,8	-138,6%	2,6	-126,2%	17,3	44,6	51,0	...	19,2
Saldo PPO/PKO	-0,7	8,8	-	-2,9	11,3	-	-0,2	-	-0,3	-0,4	-0,5	...	-0,3
EBITDA	14,1	11,4	-19,5%	31,8	11,0	-65,6%	12,4	12,9%	27,3	54,8	61,5	...	29,7
EBIT	11,8	9,0	-23,6%	22,6	1,5	-93,5%	2,4	62,7%	17,0	44,1	50,5	...	19,0
Zysk brutto	12,3	9,0	-26,6%	22,5	2,2	-90,4%	2,7	24,4%	17,1	44,0	50,3	...	20,0
Zysk netto	10,2	7,3	-28,5%	17,2	1,7	-90,4%	2,2	31,5%	13,8	35,6	40,8	...	16,2
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,4%	4,9%	-	8,8%	3,1%	-	5,9%	-	6,6%	8,3%	8,3%	...	7,6%
Marża EBITDA	9,0%	10,6%	-	5,9%	3,3%	-	3,0%	-	4,2%	6,1%	6,3%	...	5,0%
Marża EBIT	7,5%	8,5%	-	4,2%	0,4%	-	0,6%	-	2,6%	4,9%	5,1%	...	3,2%
Marża zysku netto	6,5%	6,8%	-	3,2%	0,5%	-	0,5%	-	2,1%	4,0%	4,2%	...	2,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że w 2016 roku spółka osiągnie na poziomie skonsolidowanym 328 mld PLN przychodów, 11 mln PLN EBITDA i 2 mln PLN zysku netto. W wynikach 4Q'16 uwzględniamy rozwiązanie rezerwy na kontrakt Franowo na 9 mln PLN komunikowane przez spółkę w lutym'17. Na koniec 2015 roku spółka miała 148 mln PLN gotówki netto, głównie ze względu na przyspieszone płatności ze strony PKP PLK, która musiała rozdysponować środki unijne z poprzedniej perspektywy budżetowej. Po 3Q'16 gotówka netto spadła do 85 mln PLN (przy neutralnym kapitale obrotowym). Na koniec 2016 roku zakładamy, że gotówka netto będzie podobna jak po 3Q'16.

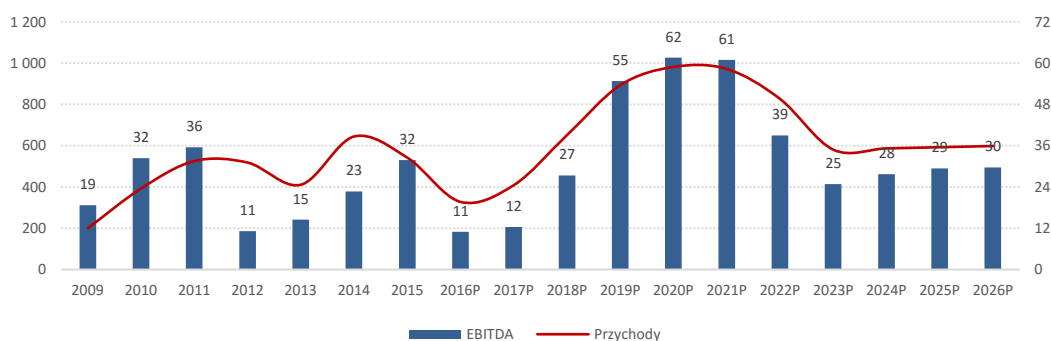
Przyjmujemy, że 2016 rok dla branży budownictwa kolejowego był lokalnym dołkiem pod względem przerobów, jednocześnie był to okres przełomowy pod względem powrotu do procedowania przetargów finansowanych ze środków unijnych. Obecnie prowadzone postępowania powinny znaleźć odzwierciedlenie w przychodach spółek mniej więcej od 2H'17.

W 2017 roku zakładamy wzrost sprzedaży ZUE do >400 mln PLN i dość płaskie wyniki raportowane na niższych poziomach. Następnie przyjmujemy stopniowy wzrost przychodów do blisko 1,0 mld PLN w szczycie 2020-21, kiedy spodziewamy się też ok. 40 mln PLN zysku netto (8% marży brutto ze sprzedaży, 30 mln PLN kosztów zarządu i neutralne saldo finansowe). Po 2021 przyjmujemy znaczącą erozję wyników na każdym poziomie. W długim terminie zakładamy ok. 600 mln PLN sprzedaży i 7,5-7,6% marży brutto ze sprzedaży. W przypadku

przychodów liczymy, że spółka będzie musiała wykorzystać dywersyfikację zarówno segmentową (tramwaje, sieci energetyczne) jak i odważniej wyjść zagranicę (spółka realizowała już np. kontrakt na Słowacji).

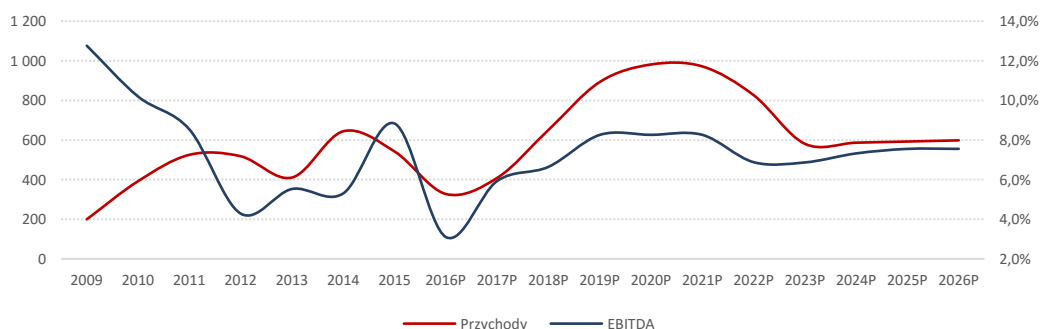
W kolejnych latach zakładamy stopniowy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy wraz ze wzrostem przychodów (szczególnie w latach 2018-19) i sptyw środków wraz ze zmniejszeniem skali działalności po 2021-22 roku. Jednocześnie zwracamy uwagę, że PKP PLK znajduje się pod presją wydatkowania środków ze względu na już zanotowane opóźnienia w realizacji perspektywy budżetowej i zapowiada dość korzystne w punktu widzenia płynności wykonawców działania, jak płatności zaliczek czy wcześniejsze zakupy materiałów. Nie zakładamy, by na koniec poszczególnych lat naszych prognoz spółka musiała posiłkować się długiem netto.

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



Źródło: DM BDM S.A.

Prognozowane przychody [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży



Źródło: DM BDM S.A.

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy* [mln PLN]

	2016		odchylenie	2017		odchylenie	2018		odchylenie	2019		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	327,6	333,0	-1,6%	408,5	416,0	-1,8%	650,9	701,0	-7,2%	892,7	928,0	-3,8%
EBITDA	11,0	3,3	230,2%	12,4	12,9	-4,1%	27,3	35,9	-23,9%	54,8	49,3	11,2%
EBIT	1,5	-6,0	-	2,4	3,0	-20,8%	17,0	31,8	-46,6%	44,1	39,4	12,0%
Zysk (strata) netto	1,7	-4,4	-	2,2	3,2	-32,3%	13,8	21,1	-34,5%	35,6	31,6	12,7%
Dług (gotówka) netto	-85,8	-66,8	-	-79,7	-36,3	-	-65,0	-23,7	-	-62,3	-31,0	-
Marża EBITDA	3,3%	1,0%		3,0%	3,1%		4,2%	5,1%		6,1%	5,3%	
Marża EBIT	0,4%	-1,8%		0,6%	0,7%		2,6%	4,5%		4,9%	4,2%	
Marża zysku netto	0,5%	-1,3%		0,5%	0,8%		2,1%	3,0%		4,0%	3,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *Bloomberg (1 prognoza z 30 stycznia 2017)

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	141,3	139,5	141,4	144,4	147,2	151,0	151,1	151,1	151,2	151,5	151,7	151,7
Wartości niematerialne i prawne	41,3	41,6	42,1	42,5	43,0	43,4	43,9	44,3	44,8	45,2	45,6	46,1
Rzeczowe aktywa trwałe	81,6	82,1	83,5	86,1	88,5	91,8	91,5	91,1	90,7	90,6	90,3	89,9
Pozostałe aktywa trwałe	18,4	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Aktywa obrotowe	282,2	209,9	236,0	331,6	452,2	506,4	512,1	438,7	337,8	305,4	302,4	298,5
Zapasy	25,9	18,2	22,7	36,2	49,6	54,5	54,0	45,9	32,3	32,6	32,9	33,2
Należności krótkoterminowe	82,6	80,3	108,0	205,0	315,0	357,4	352,7	285,7	181,3	143,7	145,1	146,6
Investycje krótkoterminowe	172,5	110,2	104,0	89,2	86,4	93,2	104,2	105,9	123,0	127,9	123,1	117,4
-środki pieniężne i ekwiwalenty	172,3	110,1	103,9	89,1	86,2	93,0	104,0	105,7	122,8	127,7	123,0	117,3
Pozostałe aktywa obrotowe	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Aktywa razem	423,5	349,4	377,3	476,0	599,5	657,3	663,2	589,9	489,0	456,9	454,1	450,2
Kapitał (fundusz) własny	216,0	210,0	212,2	225,5	256,5	279,5	289,2	271,6	260,3	263,0	264,6	265,1
Kapitał mniejszości	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	207,2	139,4	165,1	250,5	342,9	377,9	374,0	318,3	228,7	194,0	189,5	185,1
Rezerwy na zobowiązania	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4
Zobowiązania długoterminowe	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	8,0	8,0	8,0
- w tym dług oprocentowany	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	164,7	96,9	122,6	208,0	300,4	335,3	331,5	275,7	186,2	163,5	159,0	154,7
- w tym dług oprocentowany	12,2	12,2	12,1	12,0	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	5,8	0,0
Pasywa razem	423,5	349,4	377,3	476,0	599,5	657,3	663,2	589,9	489,0	456,9	454,1	450,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	542,1	327,6	408,5	650,9	892,7	981,3	971,5	826,9	580,9	586,6	592,4	598,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	494,2	317,4	384,3	607,6	819,0	900,2	891,3	770,0	541,0	543,7	547,7	553,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	47,9	10,2	24,2	43,2	73,7	81,1	80,3	56,9	39,9	43,0	44,7	45,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	22,5	20,0	21,6	25,9	29,1	30,1	30,0	28,5	25,7	25,8	25,9	25,9
Zysk (strata) na sprzedaży	25,4	-9,8	2,6	17,3	44,6	51,0	50,3	28,4	14,2	17,2	18,9	19,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,9	11,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBITDA	31,8	11,0	12,4	27,3	54,8	61,5	61,0	39,0	24,8	27,7	29,4	29,7
EBIT	22,6	1,5	2,4	17,0	44,1	50,5	49,8	28,0	13,9	16,9	18,6	19,0
Saldo działalności finansowej	-0,1	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,8	1,0
Zysk (strata) brutto	22,5	2,2	2,7	17,1	44,0	50,3	49,7	28,0	14,0	17,4	19,4	20,0
Zysk (strata) netto mniejszości	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	17,2	1,7	2,2	13,8	35,6	40,8	40,3	22,7	11,4	14,1	15,7	16,2

CF [mln PLN]	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	111,8	-44,1	5,4	-0,8	15,5	39,6	52,9	53,0	50,7	39,0	25,4	25,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-6,4	-9,6	-10,8	-12,5	-12,7	-14,0	-10,4	-10,1	-9,9	-9,9	-9,8	-9,6
Przepływy z działalności finansowej	-4,2	-8,6	-0,8	-1,5	-5,6	-18,8	-31,5	-41,2	-23,6	-24,2	-20,4	-21,7
Przepływy pieniężne netto	101,3	-62,3	-6,2	-14,8	-2,8	6,8	11,0	1,7	17,1	4,9	-4,7	-5,7
Środki pieniężne na początek okresu	71,4	172,3	110,1	103,9	89,1	86,2	93,0	104,0	105,7	122,8	127,7	123,0
Środki pieniężne na koniec okresu	172,3	110,1	103,9	89,1	86,2	93,0	104,0	105,7	122,8	127,7	123,0	117,3

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-39,6%	24,7%	59,3%	37,2%	9,9%	-1,0%	-14,9%	-29,8%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-65,6%	12,9%	120,9%	100,6%	12,2%	-1,0%	-36,0%	-36,4%	11,8%	5,9%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-93,5%	62,7%	615,0%	159,7%	14,4%	-1,4%	-43,8%	-50,3%	21,4%	10,0%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	-90,4%	31,5%	536,0%	157,7%	14,4%	-1,2%	-43,7%	-49,9%	23,8%	11,8%	2,8%
Marża brutto na sprzedaży	3,1%	5,9%	6,6%	8,3%	8,3%	8,3%	6,9%	6,9%	7,3%	7,6%	7,6%
Marża EBITDA	3,3%	3,0%	4,2%	6,1%	6,3%	6,3%	4,7%	4,3%	4,7%	5,0%	5,0%
Marża EBIT	0,4%	0,6%	2,6%	4,9%	5,1%	5,1%	3,4%	2,4%	2,9%	3,1%	3,2%
Marża brutto	0,7%	0,7%	2,6%	4,9%	5,1%	5,1%	3,4%	2,4%	3,0%	3,3%	3,3%
Marża netto	0,5%	0,5%	2,1%	4,0%	4,2%	4,1%	2,7%	2,0%	2,4%	2,7%	2,7%
COGS / przychody	96,9%	94,1%	93,4%	91,7%	91,7%	91,7%	93,1%	93,1%	92,7%	92,4%	92,4%
SG&A / przychody	6,1%	5,3%	4,0%	3,3%	3,1%	3,1%	3,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%
SG&A / COGS	6,3%	5,6%	4,3%	3,6%	3,3%	3,4%	3,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
ROE	0,8%	1,0%	6,1%	13,9%	14,6%	13,9%	8,3%	4,4%	5,4%	5,9%	6,1%
ROA	0,5%	0,6%	2,9%	5,9%	6,2%	6,1%	3,8%	2,3%	3,1%	3,5%	3,6%
Dług	24,3	24,2	24,1	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	11,8	5,8	0,0
D / (D+E)	5,7%	6,4%	5,1%	4,0%	3,6%	3,6%	4,1%	4,9%	2,6%	1,3%	0,0%
D / E	6,1%	6,8%	5,3%	4,2%	3,8%	3,7%	4,2%	5,2%	2,7%	1,3%	0,0%
Odsetki / EBIT	47,7%	12,9%	0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,8%	2,8%	4,5%	5,4%
Dług / kapitał własny	11,6%	11,4%	10,7%	9,3%	8,6%	8,3%	8,8%	9,2%	4,5%	2,2%	0,0%
Dług netto	-85,8	-79,7	-65,0	-62,3	-69,1	-80,1	-81,8	-98,9	-115,9	-117,1	-117,3
Dług netto / kapitał własny	-40,8%	-37,6%	-28,8%	-24,3%	-24,7%	-27,7%	-30,1%	-38,0%	-44,1%	-44,3%	-44,2%
Dług netto / EBITDA	-7,8	-6,4	-2,4	-1,1	-1,1	-1,3	-2,1	-4,0	-4,2	-4,0	-4,0
Dług netto / EBIT	-58,7	-33,5	-3,8	-1,4	-1,4	-1,6	-2,9	-7,1	-6,9	-6,3	-6,2
EV	143,1	149,2	163,9	166,7	159,8	148,9	147,1	130,0	113,0	111,8	111,6
Dług / EV	17,0%	16,2%	14,7%	14,4%	15,0%	16,1%	16,3%	18,4%	10,5%	5,2%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,2%	2,9%	2,1%	1,5%	1,5%	1,2%	1,3%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	108,6%	118,3%	129,4%	126,5%	133,7%	100,9%	100,3%	101,1%	102,7%	101,5%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	2,9%	2,4%	1,6%	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	17,0%	1,8%	4,2%	3,7%	1,4%	-0,2%	-2,5%	-5,3%	-2,5%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-25,9%	8,9%	11,3%	13,8%	15,0%	15,2%	14,4%	12,6%	-252,7%	5,2%	5,2%
Wskaźniki rynkowe	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	138,5	105,4	16,6	6,4	5,6	5,7	10,1	20,1	16,3	14,5	14,1
P/BV*	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
P/CE*	20,5	18,8	9,5	4,9	4,4	4,5	6,8	10,3	9,2	8,6	8,5
EV/EBITDA*	13,1	12,1	6,0	3,0	2,6	2,4	3,8	5,2	4,1	3,8	3,8
EV/EBIT*	98,0	62,8	9,6	3,8	3,2	3,0	5,3	9,3	6,7	6,0	5,9
EV/S*	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	9,1	9,2	9,8	11,1	12,1	12,6	11,8	11,3	11,4	11,5	11,5
EPS	0,1	0,1	0,6	1,5	1,8	1,7	1,0	0,5	0,6	0,7	0,7
CEPS	0,5	0,5	1,0	2,0	2,3	2,2	1,5	1,0	1,1	1,2	1,2
DPS	0,33	0,00	0,02	0,20	0,77	1,33	1,75	0,98	0,49	0,61	0,68
Payout ratio	44,2%	0,0%	25,0%	33,0%	50,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 9,94 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
kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39 CEST	9,94	58 348

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

Kupuj	5	71%
Akumuluj	2	29%
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

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 zredukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 17.02.2017 roku, 14:39 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.02.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wypisywane na liście 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 17.02.2017 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 nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

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.