

2021-10-06 08:00

**Dane podstawowe**

Cena docelowa [PLN]	31
Wycena DCF [PLN]	29
Wycena porównawcza [PLN]	33
Cena rynkowa [PLN]	25,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	24,16%
Kapitalizacja [mln PLN]	73,4
Free float [mln PLN]	37,3
Sektor	BUDOWNICTWO PRZEMYSŁOWE
Kod GPW	PRM
Bloomberg	PRM PW

**Analitik:**
**Artur Wizner**

Tel.: (22) 53 95 548

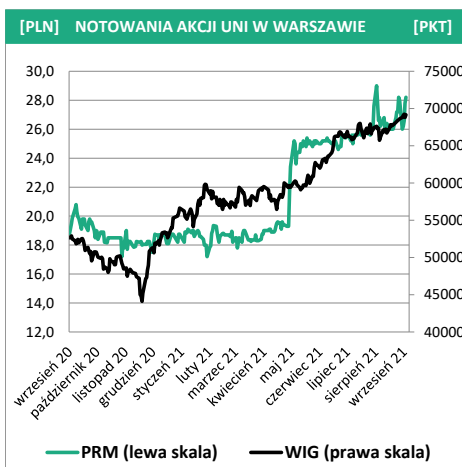
**Profil Spółki:**

Firma inżynierska, która specjalizuje się w kompleksowym projektowaniu oraz realizacji inwestycji budowlanych. Uczestniczy też w organizacji i zarządzaniu inwestycją pełniąc funkcję doradcy, dewelopera, inwestora zastępczego, inspektora nadzoru inwestorskiego, inżyniera kontraktu FIDIC, czy też generalnego realizatora inwestycji. Świadczy również usługi konsultingowe w zakresie realizacji kontraktów finansowanych z funduszy pomocowych Unii Europejskiej.

Źródło: www.gpw.pl

**Główni Akcjonariusze :** [%]

Steven Trappan	33,23
Prochem SA	19,76
PTE PZU S.A.	9,71
Pozostali	37,30



# PROCHEM SA

raport analityczny

**Silny przemysł sprzyja wynikom**

Po raz kolejny wyniki Prochem-u spełniły nasze oraz inwestorów oczekiwania, przy czym zostali oni dodatkowo wynagrodzeni poprzez przeprowadzony w I półroczu 2021 skup akcji, który traktujemy jako zamiennik dywidendy. Mimo wysokiej niepewności na rynkach, związanej z pandemią COVID-19, polska branża chemiczna nie przestała inwestować. Nakłady inwestycyjne polskiego przemysłu chemicznego w 2020 r. wyniosły ponad 13 mld zł. (wzrost o 10% r/r), a Prochem zrealizował bliskie rekordowym przychody na poziomie 352 mln zł. Największe krajowe spółki chemiczne realizują kluczowe projekty rozwojowe i zapowiadają kolejne, choć trochę je odwołują. Mimo że, informacje o nowych kontraktach spłynęły dopiero w II kw., w naszej ocenie nie wpłynęły to na poziom przychodów w najbliższych kwartałach. Szczególnie obiecująco wyglądają natomiast ostatnio zawarte umowy z PKN Orlen oraz Anwilem w ramach realizacji strategii wdrożenia wodoru jako paliwa transportowego. Uważamy, że w realizacji tego typu kontraktów Prochem ma szczególne kompetencje.

Perspektywy dla branży chemicznej (Fundusz odbudowy, Zielony ład) oceniamy bardzo korzystnie, co powinno przełożyć się na nowe kontrakty dla Prochem-u. Największym zagrożeniem w naszej ocenie będzie utrzymanie dobrej (9,8% w I półroczu) marży brutto na sprzedaży w obliczu rosnących cen materiałów budowlanych oraz nasilającej się presji na wzrost wynagrodzeń.

Pozostając optymistycznie nastawieni do Spółki, a przy okazji konserwatywni w wycenie, utrzymujemy cenę docelową (31,0 zł) na niezmiennym poziomie co stanowi premię w stosunku do obecnej ceny rynkowej (25 zł) na poziomie 24%.

[mln PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	352	301	295	295	301	310
EBITDA	23,4	13,7	12,7	12,2	13,3	13,6
marża EBITDA	6,6%	4,6%	4,3%	4,1%	4,4%	4,4%
EBIT	17,0	10,2	9,9	9,4	9,4	9,6
Wynik netto	14,0	10,8	8,9	8,5	8,6	8,9
Kapitał własny	112,6	105,1	114,4	123,5	132,6	142,1
Dług netto	-9,5	0,0	-7,9	-8,0	-18,0	-27,1
P/E	5,2	6,8	8,3	8,6	8,5	8,2
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	2,7	5,3	5,2	5,4	4,2	3,4

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

## Spis treści

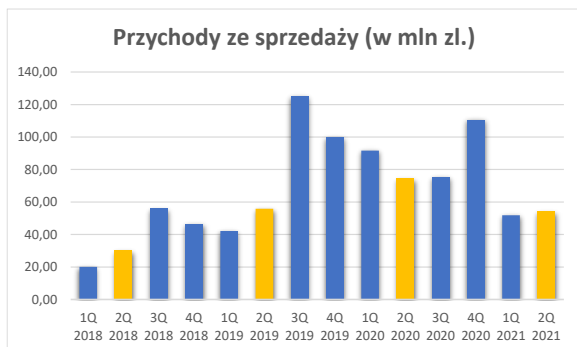
SYTUACJA FINANSOWA.....	3
ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	4
WYCENA .....	7
PROGNOZY FINANSOWE.....	11
ESG .....	13
CZYNNIKI RYZYKA.....	14
WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW .....	15
INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE .....	16

## SYTUACJA FINANSOWA

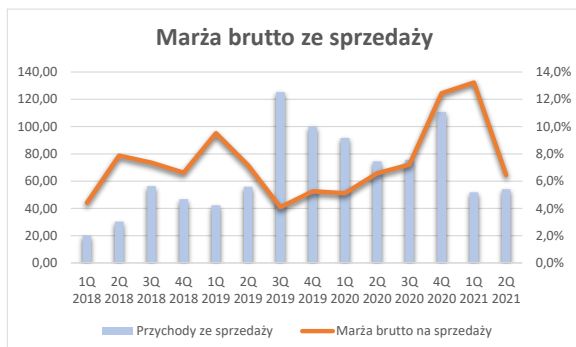
W pierwszym półroczu 2021 PROCHEM odnotował spadek (-36%) przychodów ze sprzedaży w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. W naszej ocenie jest to związane z terminem rozliczenia kontraktu z Anwilem (sierpień), więc wzrostu przychodów spodziewamy się dopiero w III kw. Analizując wyniki uwagę zwraca wzrost marży brutto na sprzedaż z 5,8% w I półroczu 2020 do 9,8% oraz utrzymanie kosztów ogólnego zarządu na praktycznie niezmiennym poziomie (+3,6%), co przełożyło się na wypracowanie zysku operacyjnego na podobnym poziomie co w I półroczu 2020 (-3%) przy znacznie niższych przychodach. Dodatkowo do wyniku pozytywnie kontrybuowały również pozostałe spółki wchodzące w skład grupy, co w rezultacie przełożyło się na 28% wzrost zysku netto z 2,7 mln zł w I półroczu 2020 do 3,5 mln zł w I półroczu 2021 roku.

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2018	2Q 2018	3Q 2018	4Q 2018	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021
Przychody ze sprzedaży	20 027,0	30 220,0	56 258,0	46 689,0	42 175,0	55 869,0	125 182,0	99 797,0	91 631,0	74 450,0	75 536,0	110 590,0	51 768,0	54 127,0
Przychody ze sprzedaży usług	20 020,0	29 171,0	55 769,0	45 327,0	40 220,0	55 370,0	124 943,0	98 670,0	91 279,0	73 650,0	74 227,0	109 835,0	50 393,0	54 902,0
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	7,0	1 049,0	489,0	1 362,0	1 955,0	499,0	239,0	1 127,0	352,0	800,0	1 309,0	755,0	1 375,0	-775,0
Zysk brutto ze sprzedaży	883,0	2 381,0	4 135,0	3 089,0	4 018,0	3 996,0	5 126,0	5 243,0	4 688,0	4 898,0	5 447,0	13 761,0	6 849,0	3 494,0
Pozostałe przychody operacyjne	1 468,0	1 380,0	333,0	1 885,0	85,0	91,0	136,0	1 782,0	119,0	760,0	190,0	2 205,0	348,0	-2,0
SG&A	3 583,0	3 553,0	3 141,0	4 462,0	3 036,0	3 383,0	3 388,0	4 211,0	3 450,0	3 753,0	4 229,0	4 610,0	3 237,0	4 081,0
Koszty ogólnego zarządu	3 567,0	3 460,0	3 068,0	3 220,0	3 025,0	3 360,0	3 107,0	3 245,0	3 433,0	3 622,0	3 866,0	3 731,0	3 230,0	4 081,0
Pozostałe koszty operacyjne	16,0	93,0	73,0	1 242,0	11,0	23,0	281,0	966,0	17,0	131,0	363,0	879,0	7,0	0,0
EBITDA	-714,0	714,0	1 849,0	1 052,0	2 593,0	1 863,0	3 291,0	4 367,0	2 885,0	4 486,0	2 993,0	12 988,0	5 592,0	1 838,0
EBIT	-1 232,0	208,0	1 327,0	512,0	1 067,0	704,0	1 874,0	2 814,0	1 357,0	2 920,0	1 408,0	11 356,0	3 960,0	187,0
Przychody finansowe	143,0	165,0	216,0	161,0	148,0	193,0	274,0	1 228,0	322,0	101,0	79,0	345,0	167,0	67,0
Koszty finansowe	109,0	91,0	231,0	493,0	577,0	351,0	338,0	811,0	552,0	958,0	390,0	538,0	509,0	665,0
Udział w zysku js	300,0	-976,0	991,0	1 308,0	569,0	1 169,0	91,0	1 559,0	-1 015,0	1 514,0	509,0	1 400,0	849,0	1 656,0
Zysk brutto	-898,0	-694,0	2 303,0	1 488,0	1 207,0	1 715,0	1 901,0	4 878,0	172,0	3 577,0	1 606,0	12 563,0	3 429,0	1 239,0
Zysk netto za okres	-973,0	-629,0	1 978,0	1 463,0	990,0	1 590,0	1 571,0	3 892,0	-434,0	3 139,0	1 192,0	10 111,0	2 476,0	998,0
Marża brutto na sprzedaż	4,4%	7,9%	7,4%	6,6%	9,5%	7,2%	4,1%	5,3%	5,1%	6,6%	7,2%	12,4%	13,2%	6,5%
Marża EBITDA	-3,6%	2,4%	3,3%	2,3%	6,1%	3,3%	2,6%	4,4%	3,1%	6,0%	4,0%	11,7%	10,8%	3,4%
Marża netto	-4,9%	-2,1%	3,5%	3,1%	2,3%	2,8%	1,3%	3,9%	-0,5%	4,2%	1,6%	9,1%	4,8%	1,8%

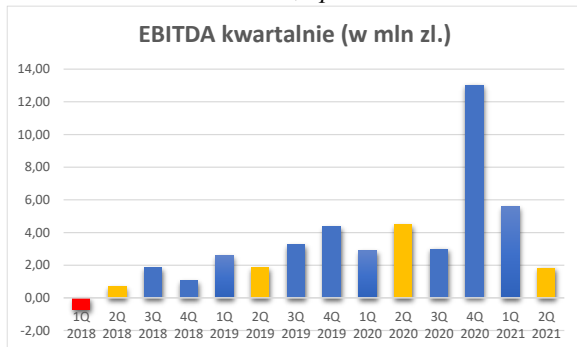
Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe



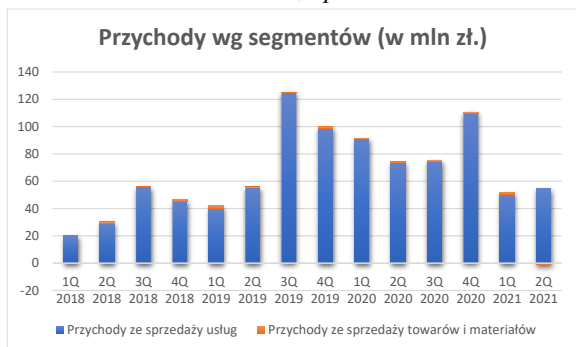
źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka

## ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

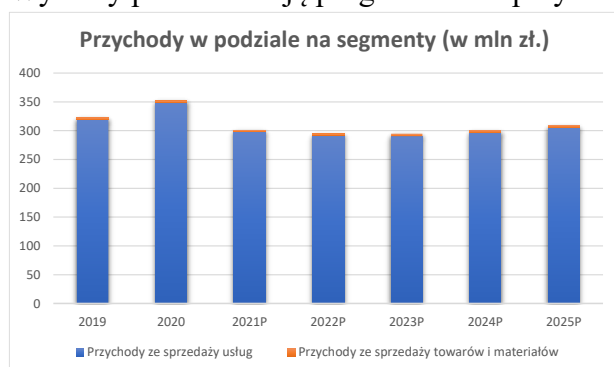
Na podstawie wyników po I półroczu obniżamy prognozowane przychody do poziomu ok. 300 mln zł. rocznie, uważając że ten jest osiągalny przy aktualnym poziomie podpisanych kontaktów. Jednocześnie pozostawiamy prognozę zysku netto na zbliżonym poziomie. Wpływ na te zmiany ma wzrost marży brutto ze sprzedaży, utrzymanie dyscypliny kosztowej oraz udział w zyskach spółek wchodzących w skład grupy, w tym prawdopodobna sprzedaż budynku Astrum Business Park przy ulicy Łopuszańskiej 95 w Warszawie. W dłuższym horyzoncie uważamy, że kontakt dla koreańskiego Foosunga nie będzie jedynym, jaki Spółka będzie realizować w branży elektro mobilności. Również szanse na nowe kontakty upatrujemy w nowej strategii Grupy Azoty (budowa fabryki polipropylenu w Policach za ok. 7 mld zł.) oraz w projektach wodorowych, w realizacji których PROCHEM posiadając doświadczenie, ma dużą przewagę konkurencyjną nad innymi firmami.

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 17.05.2021 [tys. zł.]

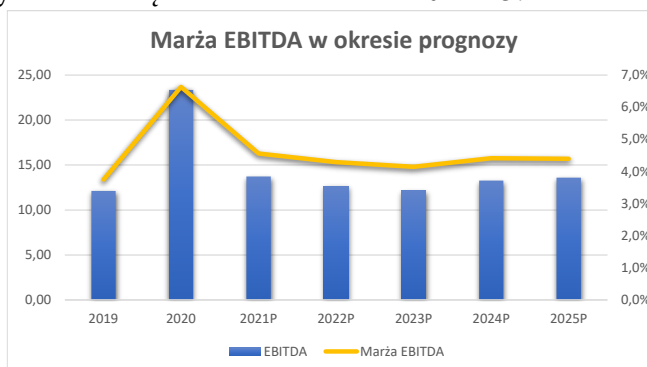
	2021P			2022P			2023P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	350 446,0	301 137,0	-14,1%	343 437,0	295 114,2	-14,1%	349 955,5	300 715,5	-14,1%
Przychody ze sprzedaży usług	346 941,5	298 125,6	-14,1%	340 002,7	292 163,1	-14,1%	344 706,1	296 204,8	-14,1%
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	3 504,5	3 011,4	-14,1%	3 434,4	2 951,1	-14,1%	5 249,3	4 510,7	-14,1%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	26 301,0	25 402,7	-3,4%	24 074,9	24 894,7	3,4%	24 549,4	25 360,5	3,3%
Pozostałe przychody operacyjne	3 257,6	2 799,3	-14,1%	3 192,5	2 743,3	-14,1%	3 253,1	2 795,4	-14,1%
Koszty ogólnego zarządu	14 945,0	14 945,0	0,0%	15 468,1	15 468,1	0,0%	16 569,8	16 569,8	0,0%
Pozostałe koszty operacyjne	2 619,1	2 564,1	-2,1%	2 605,1	2 238,5	-14,1%	2 550,4	2 191,6	-14,1%
EBITDA	15 035,6	13 734,0	-8,7%	11 929,8	12 666,8	6,2%	12 551,7	13 264,0	5,7%
<b>EBIT</b>	11 494,4	10 192,8	-11,3%	9 194,2	9 931,3	8,0%	8 682,2	9 394,5	8,2%
Przychody finansowe	830,1	830,1	0,0%	813,5	813,5	0,0%	781,2	781,2	0,0%
Koszty finansowe	2 389,2	2 389,2	0,0%	2 341,5	2 341,5	0,0%	2 248,7	2 248,7	0,0%
Udział w zysku js	2 468,2	4 668,2	89,1%	2 529,9	2 529,9	0,0%	2 709,8	2 709,8	0,0%
<b>Zysk brutto</b>	12 403,4	13 301,8	7,2%	10 196,1	10 933,2	7,2%	9 924,6	10 636,9	7,2%
<b>Zysk netto za okres</b>	10 046,8	10 774,5	7,2%	8 258,9	8 855,9	7,2%	8 038,9	8 615,9	7,2%
Marża brutto ze sprzedaży	7,5%	8,4%		7,0%	8,4%		7,0%	8,4%	
Marża EBITDA	4,3%	4,6%		3,5%	4,3%		3,6%	4,4%	
Marża EBIT	3,3%	3,4%		2,7%	3,4%		2,5%	3,1%	
Marża netto	2,9%	3,6%		2,4%	3,0%		2,3%	2,9%	

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Wykresy przedstawiają prognozowane przychody oraz marżę EBITDA w latach 2021-25.

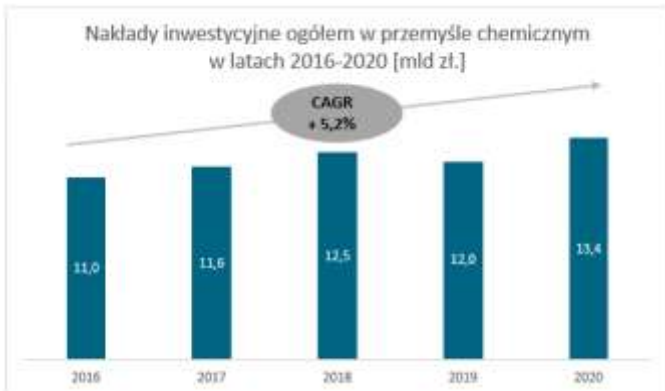


źródło: P-Prognoza DM Banku BPS SA, Spółka

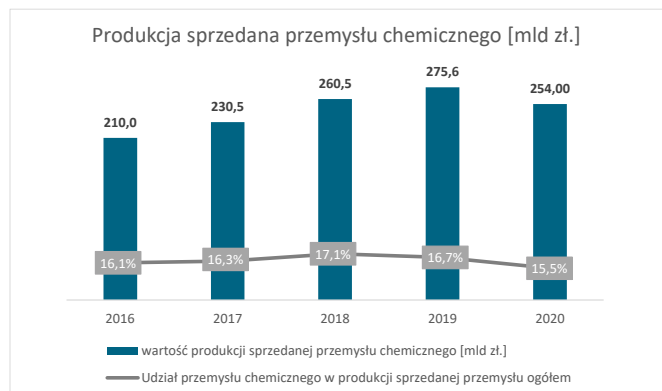


źródło: P-Prognoza DM Banku BPS SA, Spółka

Mimo wysokiej niepewności na rynkach, związanej z pandemią COVID-19, polska branża chemiczna nieustannie inwestuje. Nakłady inwestycyjne w 2020 r. wyniosły ponad 13 mld zł. (wzrost ok 10% r/r). Polskie przedsiębiorstwa chemiczne zwiększają nakłady na rozbudowę instalacji by lepiej wykorzystywać moce produkcyjne oraz dostosowywać procesy technologiczne do regulacji klimatycznych i środowiskowych, w zgodzie z założeniami Europejskiego Zielonego Ładu. Również z optymizmem patrzymy na programy związane z europejskim Funduszem Odbudowy. Finansowane z niego mają być inwestycje w dużej mierze związane z dekarbonizacją, z gospodarką obiegu zamkniętego, z nowoczesnymi technologiami 4.0. Mimo spadku produkcji w 2020 roku m.in. wskutek spowodowanych pandemią problemów w ramach globalnych łańcuchów dostaw, zdecydowana większość przedsiębiorstw odrobiła te zaległości, dzięki czemu mogła kontynuować rozpoczęte inwestycje i planować kolejne.

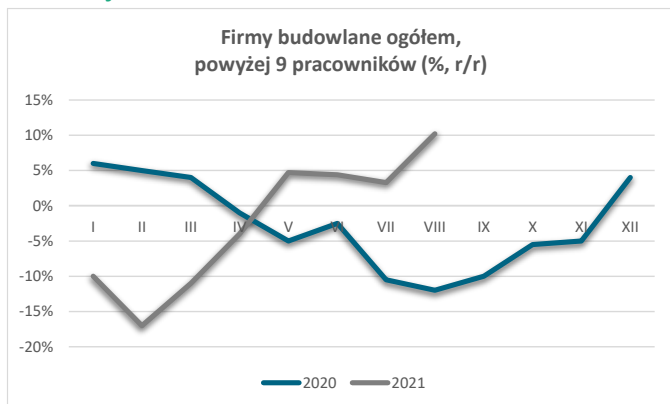


źródło: DM Banku BPS SA, GUS

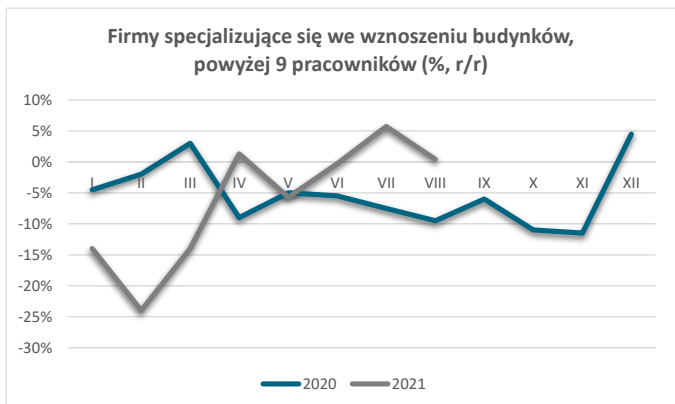


źródło: DM Banku BPS SA, GUS

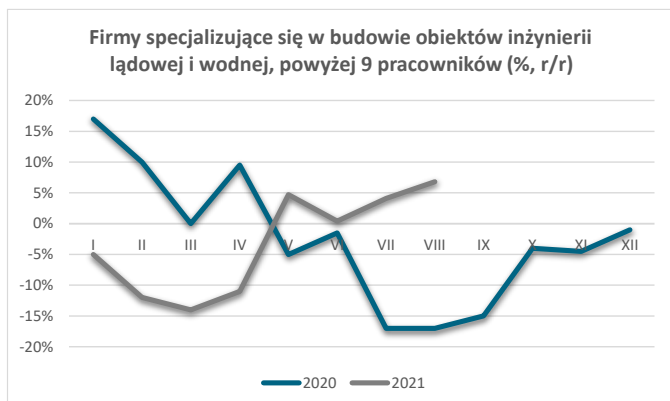
## Produkcja budowlano-montażowa



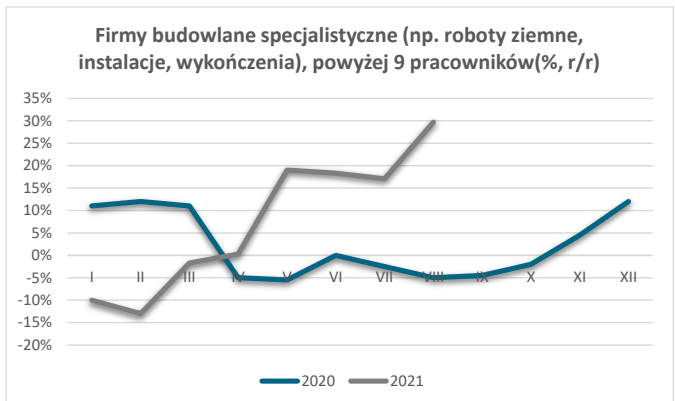
źródło: DM Banku BPS SA, GUS



źródło: DM Banku BPS SA, GUS



źródło: DM Banku BPS SA, GUS



źródło: DM Banku BPS SA, GUS

Na powyższych wykresach widać, że dopiero w II kw. 2021 nastąpiło widoczne ożywienie w branży budowlano-montażowej, co przełożyło się na pojawienie się informacji o nowych kontraktach Prochemu z Posco Engineering, Bioagrą oraz z Orlenem i Anwilem. Według prezesa Marka Kiersznickiego, który w czerwcu zastąpił na stanowisku Jarosława Stępniewskiego: *Można zaobserwować pewien optymizm w zakresie nowych zamierzeń i środków przeznaczanych na inwestycje w przemyśle. To jest dobry prognostyk na przyszłość, kiedy przerodzi się to w potrzebę nowych mocy produkcyjnych. Dla takich firm jak nasza projektowanie i budowa nowych zakładów wytwórczych, zakładów w sektorze chemii może przekształcić się w potencjalne kontrakty.*

Po rekordowym pod względem przychodów 2020 roku, do czego w naszej ocenie przyczyniło się ukończenie oraz rozliczenie kontraktów z Bioagrą na wykonanie prac projektowych i pełnienie roli Generalnego Realizatora Inwestycji dla rozbudowy i modernizacji instalacji technologicznych w Zakładzie Produkcji Etanolu „Goświnowice” oraz Biblioteką Narodową na wykonanie robót budowlanych i instalacyjnych w zespole budynków „A” Biblioteki Narodowej. W naszej ocenie przychody 2021 będą zbliżone do poziomu z 2019 roku, co przy utrzymaniu marży brutto ze sprzedaży na poziomie z pierwszej połowy 2021, powinno przełożyć się na lepsze wyniki niż w 2019 r., choć nieco słabsze w ujęciu r/r.

Uważamy, że do wzrostu przychodów w III kw. 21 przyczyni się ukończenie kontraktu dla Anwilu związanego z projektem rozbudowy zdolności produkcyjnych nawozów ANWIL S.A, natomiast w IV kw. do wyniku pozytywnie powinny zacząć kontrybuować przychody z dwóch dużych ostatnio zawartych umów z Orlenem i Anwilem na budowę Centrum Dystrybucji Wodoru we Włocławku. W naszej ocenie obecnie posiadane kontrakty powinny zapewnić stabilne przychody na poziomie ok. 300 mln zł. rocznie. Do ich wzrostu może przyczynić się rozpoczęcie budowy zakładu produkcyjnego dla Foosung Poland, lecz do tej pory Spółka nie podała na ten temat żadnych dalszych informacji.

Inwestor	Nazwa inwestycji	Wynagrodzenie	Termin zakończenia
HYUNDAI Engineering CO. LTD	Wykonanie części projektu budowlanego dla inwestycji Polimery Police, realizowanej przez HYUNDAI Engineering CO. LTD dla PDH Polska S.A.	1,75 mln EUR	2021*
FOOSUNG POLAND	List intencyjny z Foosung Poland dotyczący wykonania prac projektowych i pełnienia roli Generalnego Realizatora Inwestycji dla budowy zakładu produkcyjnego w Kędzierzynie-Koźlu umowa o o generalną realizację Inwestycji dla budowy instalacji pod nazwą "Budowa Kolumny Próżniowej wraz z urządzeniami towarzyszącymi do poprawy parametrów jakościowych etanolu w Zakładzie Produkcji Etanolu "Goświnowice"	ok. 400 mln zł.	2020-2021
BIOAGRA S.A.	zaplanowane prace remontowe i modernizacyjne w Zakładzie Produkcji Etanolu "Goświnowice"	15 mln zł.	maj 2022
Posco Engineering & Construction CO., LTD., S.A. oddział w Polsce	zaprojektowanie i rozbudowę instalacji termicznego przekształcania odpadów na terenie zakładu unieszkodliwiania stałych odpadów komunalnych (ZUSOK)	16 mln zł.	maj 2023
PKN Orlen S.A.	"Realizacja strategii wdrożenia wodoru jako paliwa transportowego. Zabudowa hubu wodorowego w Anwil Włocławek" - umowa na budowę Centrum Dystrybucji Wodoru we Włocławku - część OSBL	33,3 mln zł.	maj 2023
ANWIL S.A.	umowa na zabudowę hubu wodorowego - część ISBL	49,5 mln zł.	maj 2023
PORR S.A. i TGE Gas Engineering GmbH	Umowa z konsorcjum, w skład którego wchodzi PORR S.A. (Lider Konsorcjum) i TGE Gas Engineering GmbH, w zakresie obsługi projektowej przedsięwzięcia: „Rozbudowa istniejącej instalacji regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego o dwa dodatkowe regazyfikatory SCV Terminalu LNG w Świnoujściu.	10,2 mln zł.	grudzień 2023

Źródło: DM Banku BPS S.A., raporty bieżące Spółki, \* data przybliżona - Termin wykonania umowy uzależniony od terminu przekazywania opracowań projektowych

## WYCENA

PROCHEM wyceniliśmy dwiema metodami DCF oraz metodą porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, P/BV i EV/EBITDA dla zagranicznych spółek z sektora spółek inżynieryjnych, uzyskując średnią wycenę w horyzoncie do końca bieżącego roku na poziomie 31 zł na akcję.

Cenę akcji PROCHEM S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 28,60 zł., a na podstawie wyceny porównawczej na 32,80 zł.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	32,8
Wycena DCF	50%	28,6
Cena wynikowa		30,7
<b>Cena docelowa na koniec roku 2021</b>		<b>31,0</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

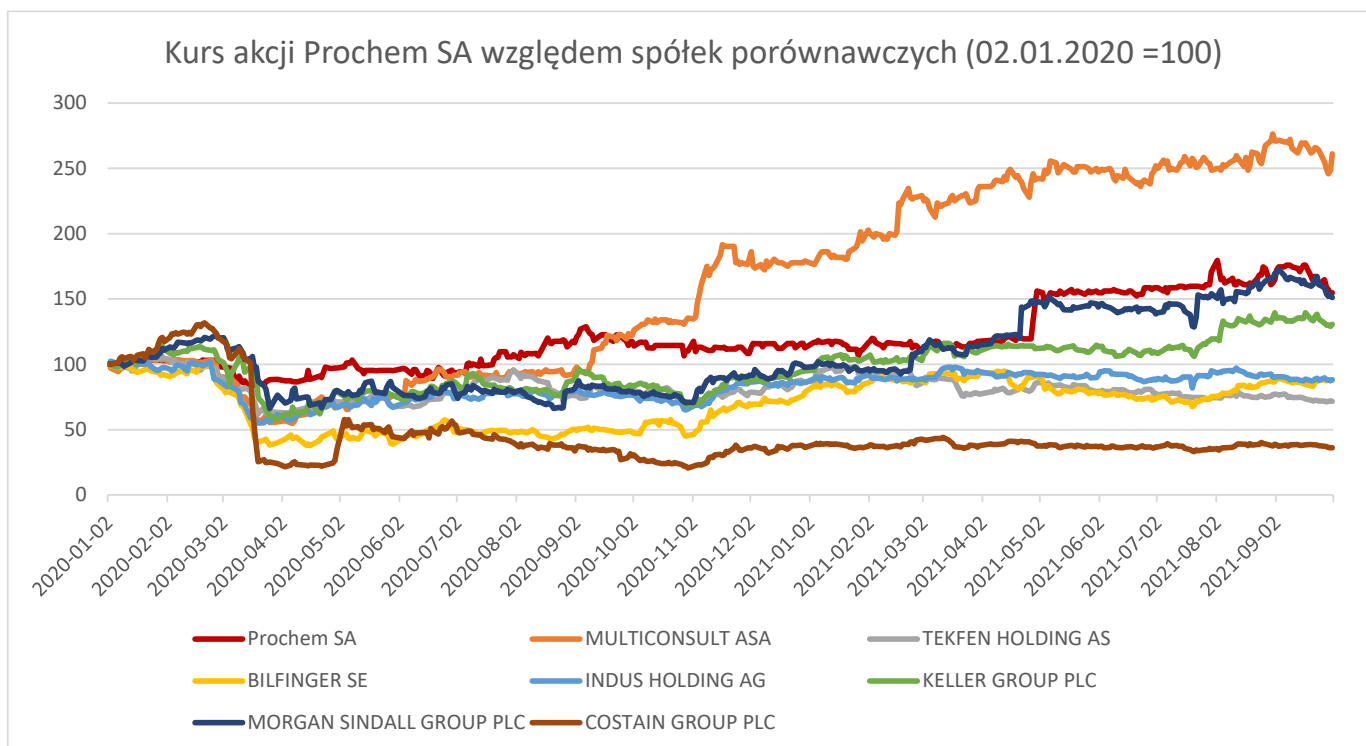
### Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji PROCHEM S.A. odnieśliśmy do 7 europejskich spółek inżynieryjnych. Z uwagi na brak istotnych zmian w prognozowanych wskaźnikach na lata 2021-23 (P/E, P/BV, P/EBITDA) zachowujemy dotychczasową wagę przyznaną wycenie porównawczej oraz dochodowej.

Firmy inżynieryjne	Kurs akcji	Kapitalizacja mln zł.	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
KELLER GROUP PLC	930,00	3 639,9	11,9	9,9	9,3	-	-	-	4,7	4,3	4,1
MORGAN SINDALL GROUP PLC	2345,00	5 884,7	11,1	11,9	11,5	2,3	2,1	1,9	5,4	5,7	5,3
COSTAIN GROUP PLC	55,80	830,3	7,3	6,0	5,4	-	-	-	1,5	1,4	1,3
MULTICONSULT ASA	185,00	2 360,7	17,3	15,8	14,2	5,4	4,8	4,3	9,3	8,6	8,0
TEKFEN HOLDING AS	13,77	2 279,3	6,3	6,2	5,5	0,7	0,7	0,6	2,1	1,9	1,5
BILFINGER SE	30,08	6 126,0	20,7	13,0	10,6	1,0	1,0	1,0	5,6	4,5	4,1
INDUS HOLDING AG	33,35	4 132,0	13,8	10,6	9,4	1,1	1,0	0,9	7,3	6,3	6,1
<b>Mediana</b>			<b>11,9</b>	<b>10,6</b>	<b>9,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>
PROCHEM	25,00	73,4	6,8	8,3	8,6	0,7	0,6	0,6	4,7	5,0	5,2
premia (dyskonto)			-0,4	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	0,1	0,3
<b>Implikowana wycena</b>	<b>-</b>	<b>96,4</b>	<b>128,3</b>	<b>93,8</b>	<b>80,2</b>	<b>116,7</b>	<b>118,7</b>	<b>121,3</b>	<b>85,1</b>	<b>65,1</b>	<b>58,1</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>			<b>32,84</b>								

Źródło: Bloomberg dane na 05.10.2021





źródło: DM Banku BPS SA, Bloomberg

W gronie spółek porównawczych, Prochem znalazł się wśród tych spółek, które dzięki solidnemu portfelowi kontraktów w pełni odrobiły spadki związane z wybuchem pandemii Covid19. Aktualnie kurs akcji znajduje się 55% powyżej poziomu ze stycznia 2020. Najwyższy wzrost (161%) odnotował norweski Multiconsult ASA, którego kurs ze względu na bardzo szeroki przekrój działalności firmy (inwestycje drogowe, kolejowe, energetyczne i środowiskowe) zaczął zyskiwać szczególnie mocno po pojawieniu się informacji o planowym Funduszu odbudowy. Po drugiej stronie znalazł się brytyjski Costain Group, którego kurs znajduje się 64% poniżej poziomu ze stycznia 2020 po ubiegłorocznych spadkach związanych z emisją akcji na pokrycie strat z 2019 roku oraz dodatkowymi czynnikami ryzyka, które pojawiły się po wyjściu wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

### Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Beta na poziomie: 0,336 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG).
- Premia za ryzyko: 5,5%.
- Stopa wolna od ryzyka: 2,247% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y).
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2021-25 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wpłacała dywidendy.
- Dług netto: na poziomie z końca 2020 roku.
- Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika charakteru branży budowlanej i przemysłowej).



WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	352 207,0	301 137,0	295 114,2	294 819,1	300 715,5	309 737,0	311 285,7
<b>EBITDA</b>	<b>23 352,0</b>	<b>13 734,0</b>	<b>12 666,8</b>	<b>12 217,3</b>	<b>13 264,0</b>	<b>13 602,1</b>	<b>13 650,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>17 041,0</b>	<b>10 192,8</b>	<b>9 931,3</b>	<b>9 399,7</b>	<b>9 394,5</b>	<b>9 616,5</b>	<b>9 664,6</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>14 008,0</b>	<b>10 774,5</b>	<b>8 855,9</b>	<b>8 501,3</b>	<b>8 615,9</b>	<b>8 918,2</b>	<b>8 918,2</b>
Amortyzacja	6 311,0	3 541,1	2 735,5	2 817,6	3 869,5	3 985,6	3 985,6
CAPEX	5 153,0	2 502,0	2 487,1	-6 528,3	2 864,0	3 439,5	3 439,5
Inwestycje w kapitał obrotowy	20 585,0	-19 784,2	-946,0	1 447,6	7 472,9	8 560,0	8 560,0
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>-5 419,0</b>	<b>31 597,8</b>	<b>10 050,4</b>	<b>16 399,6</b>	<b>2 148,4</b>	<b>904,3</b>	<b>904,3</b>
Współczynnik dyskontujący		0,99	0,94	0,90	0,86	0,82	0,78
<b>DFCF</b>		<b>31 252,4</b>	<b>9 484,9</b>	<b>14 765,5</b>	<b>1 845,1</b>	<b>740,8</b>	<b>706,6</b>
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		20 831,7					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		16 276,4					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>74 365,0</b>					
Dług netto/(gotówka netto)		-9 456,0					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>83 821,0</b>					
Ilość akcji [w mln]		2935,0					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>28,56</b>					
Przychody zmiana r/r		-14,5%	-2,0%	-0,1%	2,0%	3,0%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-40,2%	-2,6%	-5,4%	-0,1%	2,4%	0,5%
FCF zmiana r/r		-683,1%	-68,2%	63,2%	-86,9%	-57,9%	0,0%
Marża EBITDA		4,6%	4,3%	4,1%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT		3,4%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża NOPLAT		3,6%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
CAPEX/Przychody		0,8%	0,8%	-2,2%	1,0%	1,1%	1,1%
CAPEX/Amortyzacja		70,7%	90,9%	-231,7%	74,0%	86,3%	86,3%
Zmiana kapitału obrotowego		-19 784,15	-946,01	1 447,65	7 472,93	8 560,00	8 560,00

EV/EBITDA ('20) dla wyceny DCF	5,4
P/E ('20) dla wyceny DCF	5,3
<b>Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w</b>	<b>21,9%</b>

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Stopa wolna od ryzyka	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,2%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
Beta (zlewarowana)	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53
Koszt kapitału własnego	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Udział kapitału własnego	45,2%	49,4%	51,2%	54,3%	54,6%	54,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	54,8%	50,6%	48,8%	45,7%	45,4%	45,4%
<b>WACC</b>	<b>4,77%</b>	<b>4,80%</b>	<b>4,82%</b>	<b>4,84%</b>	<b>4,84%</b>	<b>4,84%</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Wrażliwość modelu DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	27,2	27,3	27,4	27,4	27,5	28,1	28,7	29,5	30,6
	0,75%	27,4	27,5	27,6	27,7	27,8	28,3	29,0	30,0	31,2
	0,50%	27,6	27,7	27,8	27,9	28,0	28,6	29,4	30,4	31,8
	0,25%	27,8	27,9	28,1	28,2	28,3	28,9	29,8	30,9	32,5
	0,00%	28,1	28,2	28,3	28,4	28,6	29,3	30,2	31,5	33,3
	-0,25%	28,4	28,5	28,6	28,7	28,9	29,6	30,7	32,1	34,2
	-0,50%	28,6	28,8	28,9	29,0	29,2	30,0	31,2	32,8	35,2
	-0,75%	28,9	29,1	29,2	29,4	29,5	30,5	31,8	33,6	36,5
	-1,00%	29,2	29,4	29,6	29,7	29,9	31,0	32,4	34,5	37,9

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## PROGNOZY FINANSOWE

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>153 194,0</b>	<b>323 023,0</b>	<b>352 207,0</b>	<b>301 137,0</b>	<b>295 114,2</b>	<b>294 819,1</b>	<b>300 715,5</b>	<b>309 737,0</b>
Przychody ze sprzedaży usług	150 287,0	319 203,0	348 991,0	298 125,6	292 163,1	290 396,8	296 204,8	305 090,9
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	2 907,0	3 820,0	3 216,0	3 011,4	2 951,1	4 422,3	4 510,7	4 646,1
Koszt własny sprzedaży	142 706,0	304 640,0	323 413,0	275 734,3	270 219,6	269 955,9	275 355,0	283 615,6
Koszty wytworzenia sprzedanych usług	140 015,0	301 385,0	320 526,0	272 963,8	267 504,5	265 887,4	271 205,1	279 341,3
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	2 691,0	3 691,0	2 887,0	2 770,5	2 715,1	4 068,5	4 149,9	4 274,4
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>10 488,0</b>	<b>18 383,0</b>	<b>28 794,0</b>	<b>25 402,7</b>	<b>24 894,7</b>	<b>24 863,3</b>	<b>25 360,5</b>	<b>26 121,4</b>
Pozostałe przychody operacyjne	5 066,0	2 094,0	3 274,0	2 799,3	2 743,3	2 740,5	2 795,4	2 879,2
Koszty ogólnego zarządu	13 315,0	12 737,0	14 652,0	14 945,0	15 468,1	16 009,5	16 569,8	17 149,8
Pozostałe koszty operacyjne	1 424,0	1 281,0	1 390,0	2 564,1	2 238,5	2 194,6	2 191,6	2 234,3
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>815,0</b>	<b>6 459,0</b>	<b>17 041,0</b>	<b>10 192,8</b>	<b>9 931,3</b>	<b>9 399,7</b>	<b>9 394,5</b>	<b>9 616,5</b>
Przychody finansowe	685,0	1 843,0	847,0	830,1	813,5	797,2	781,2	765,6
Zysk ze sprzedaży udziałów jednostki podporządk.	0,0	88,0	60,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	924,0	2 077,0	2 438,0	2 389,2	2 341,5	2 294,6	2 248,7	2 203,8
Udział w zysku js	1 623,0	3 388,0	2 408,0	4 668,2	2 529,9	2 593,2	2 709,8	2 831,8
<b>Zysk brutto</b>	<b>2 199,0</b>	<b>9 701,0</b>	<b>17 918,0</b>	<b>13 301,8</b>	<b>10 933,2</b>	<b>10 495,4</b>	<b>10 636,9</b>	<b>11 010,2</b>
Podatek dochodowy	360,0	1 658,0	3 910,0	2 527,3	2 077,3	1 994,1	2 021,0	2 091,9
część bieżąca	69,0	257,0	4 222,0	379,1	311,6	299,1	303,2	313,8
część odroczone	291,0	1 401,0	312,0	2 148,2	1 765,7	1 695,0	1 717,9	1 778,1
<b>ZN z działalności kontynuowanej</b>	<b>1 839,0</b>	<b>8 043,0</b>	<b>14 008,0</b>	<b>10 774,5</b>	<b>8 855,9</b>	<b>8 501,3</b>	<b>8 615,9</b>	<b>8 918,2</b>
<b>Zysk netto za okres</b>	<b>1 839,0</b>	<b>8 043,0</b>	<b>14 008,0</b>	<b>10 774,5</b>	<b>8 855,9</b>	<b>8 501,3</b>	<b>8 615,9</b>	<b>8 918,2</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

### Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-4 594</b>	<b>35 949</b>	<b>4 290</b>	<b>26 604</b>	<b>13 385</b>	<b>14 214</b>	<b>13 953</b>	<b>13 097</b>
Wynik brutto	2 199	9 701	17 918	13 302	10 933	10 495	10 637	11 010
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	-1 623	-3 388	-2 408	-4 668	-2 530	-2 593	-2 710	-2 832
Amortyzacja	2 085	5 655	6 311	3 541	2 736	2 818	3 869	3 986
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	156	1 034	736	934	506	519	542	566
Zysk/strata ze zbycia składników rzeczowych aktywów trwałych	-115	-1 545	-2 301	1 320	1 722	1 781	1 608	1 704
Zmiana stanu zapasów	-1 156	-780	-1 181	2 328	60	3	-59	0
Zmiana stanu należności	-13 956	-45 388	11 761	1 323	2 076	1 579	-1 400	-3 729
Zmiana stanu zobowiązań	7 728	79 442	-22 089	8 904	-1 807	-89	1 769	2 706
Zapłacony podatek dochodowy	354	-281	-4 834	-379	-312	-299	-303	-314
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-1 130</b>	<b>5 797</b>	<b>5 153</b>	<b>2 502</b>	<b>2 487</b>	<b>-6 528</b>	<b>2 864</b>	<b>3 440</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-18 698</b>	<b>-10 215</b>	<b>-5 296</b>	<b>-48 458</b>	<b>-18 077</b>	<b>-10 644</b>	<b>-7 222</b>	<b>-7 221</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-24 422</b>	<b>31 531</b>	<b>4 147</b>	<b>-19 352</b>	<b>-2 205</b>	<b>-2 958</b>	<b>9 595</b>	<b>9 316</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>3 254</b>	<b>34 781</b>	<b>38 928</b>	<b>19 576</b>	<b>17 372</b>	<b>14 414</b>	<b>24 009</b>	<b>33 324</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

## Proгноza bilansu

BILANS (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>AKTYWA</b>	<b>149 778</b>	<b>255 602</b>	<b>251 465</b>	<b>232 542</b>	<b>231 705</b>	<b>241 205</b>	<b>244 220</b>	<b>260 129</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>86 785</b>	<b>113 488</b>	<b>107 632</b>	<b>109 925</b>	<b>110 246</b>	<b>114 811</b>	<b>115 912</b>	<b>118 424</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	22 847	17 832	17 190	17 706	18 237	18 784	19 347	19 928
Wartości niematerialne	182	130	76	119	104	97	99	105
Nieruchomości inwestycyjne	11 990	8 310	9 861	9 861	9 861	9 861	9 861	9 861
Aktywa z tytułu praw do użytkowania		26 909	26 318	26 182	24 724	26 823	22 132	21 996
Akcje i udziały	830	830	830	830	830	830	830	830
Akcje i udziały w jedn. wycenianych metodą praw własności	28 111	31 499	33 907	35 354	36 862	38 435	40 075	41 785
Należności z tytułu zatrzymanych kaucji	63	11	883	300	438	513	613	549
Pozostałe aktywa finansowe	20 422	26 884	17 083	17 425	17 425	17 773	21 237	21 593
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 340	1 083	1 484	2 148	1 766	1 695	1 718	1 778
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>62 993</b>	<b>142 114</b>	<b>143 833</b>	<b>122 618</b>	<b>121 459</b>	<b>126 395</b>	<b>128 307</b>	<b>141 704</b>
Zapasy	3 378	4 158	5 339	3 011	2 951	2 948	3 007	3 097
Należności handlowe oraz pozostałe należności	41 472	77 980	75 855	75 284	73 779	73 705	75 179	77 434
Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów	13 691	22 851	13 163	15 057	14 756	14 741	5 548	5 155
Pozostałe aktywa finansowe		1 401	9 669	8 669	8 669	18 669	18 669	18 669
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 250	34 781	38 928	19 576	17 372	14 414	24 009	33 324
Pozostałe aktywa	1 202	943	879	1 020	3 933	1 918	1 896	4 025
<b>PASYWA</b>	<b>149 778</b>	<b>259 375</b>	<b>251 465</b>	<b>232 542</b>	<b>231 705</b>	<b>241 205</b>	<b>244 220</b>	<b>260 128</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>90 410</b>	<b>98 613</b>	<b>112 565</b>	<b>105 073</b>	<b>114 449</b>	<b>123 461</b>	<b>132 598</b>	<b>142 054</b>
<b>Kapitały przypadające akcjonariuszom jednostki dominującej</b>	<b>83 940</b>	<b>91 816</b>	<b>105 623</b>	<b>101 634</b>	<b>110 822</b>	<b>119 669</b>	<b>128 646</b>	<b>137 943</b>
Kapitał podstawowy	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935
Kapitał z aktualizacji wyceny	11 789	6 928	7 043	7 360	7 691	8 037	8 399	8 777
Zyski zatrzymane	69 216	81 953	95 645	91 339	100 195	108 697	117 313	126 231
<b>Udziały niekontrolujące</b>	<b>6 470</b>	<b>6 797</b>	<b>6 942</b>	<b>3 439</b>	<b>3 627</b>	<b>3 792</b>	<b>3 952</b>	<b>4 111</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>59 368</b>	<b>160 762</b>	<b>138 900</b>	<b>127 469</b>	<b>117 257</b>	<b>117 744</b>	<b>111 622</b>	<b>118 075</b>
Zobowiązania długoterminowe	8 404	45 517	42 521	32 521	22 521	19 521	18 959	18 959
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	534	23 750	23 562	13 562	3 562	562	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	50 964	115 245	96 379	94 948	94 736	98 223	92 663	99 116
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	7 415	6 252	5 910	6 023	5 902	5 896	6 014	6 195
<i>w tym zobowiązania handlowe oraz inne operacyjne</i>	34 528	100 171	81 437	90 341	88 534	88 446	90 215	92 921

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	36,8%	110,9%	9,0%	-14,5%	-2,0%	-0,1%	2,0%	3,0%
EBITDA zmiana r/r	-84,8%	317,7%	92,8%	-41,2%	-7,8%	-3,5%	8,6%	2,5%
EBIT zmiana r/r	-95,2%	692,5%	163,8%	-40,2%	-2,6%	-5,4%	-0,1%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r	-89,2%	337,4%	74,2%	-23,1%	-17,8%	-4,0%	1,3%	3,5%
Marża brutto na sprzedaży	6,8%	5,7%	8,2%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Marża EBITDA	1,9%	3,8%	6,6%	4,6%	4,3%	4,1%	4,4%	4,4%
Marża EBIT	0,5%	2,0%	4,8%	3,4%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%
Marża brutto	1,4%	3,0%	5,1%	4,4%	3,7%	3,6%	3,5%	3,6%
Marża netto	1,2%	2,5%	4,0%	3,6%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
COGS / Przychody	93,2%	94,4%	91,8%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%	91,6%
SG&A / Przychody	9,6%	4,3%	4,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,2%	6,3%
SG&A / COGS	10,3%	4,6%	5,0%	6,4%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%
ROE	2,0%	8,2%	12,4%	10,3%	7,7%	6,9%	6,5%	6,3%
ROA	1,5%	3,8%	7,1%	5,7%	4,7%	4,4%	4,4%	4,2%
Dług	7 949,0	30 002,0	29 472,0	19 584,7	9 464,3	6 458,4	6 014,3	6 194,7
D/(D+E)	8,1%	23,3%	20,7%	15,7%	7,6%	5,0%	4,3%	4,2%
D/E	8,8%	30,4%	26,2%	18,6%	8,3%	5,2%	4,5%	4,4%
EV	68 676,0	78 154,0	82 831,0	73 366,7	81 282,4	81 330,4	91 369,3	100 504,6
Dług / EV	11,6%	38,4%	35,6%	26,7%	11,6%	7,9%	6,6%	6,2%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,5%	0,1%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	55,4%	26,2%	18,3%	17,7%	14,6%	19,4%	19,4%	14,6%
Amortyzacja / Przychody	1,4%	1,8%	0,4%	2,1%	1,2%	0,9%	0,9%	1,2%
Zmiana KO / Przychody	-4,8%	10,3%	0,0%	-3,8%	4,3%	0,1%	0,5%	0,1%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## ESG

W swojej strategii biznesowej Prochem przywiązuje dużą wagę do tematyki ESG, co widać w wielu obszarach działalności Spółki. W naszej analizie bierzemy pod uwagę czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Prochem SA w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG.

### Environmental

PROCHEM jako spółka inżynierska od lat przywiązuje bardzo dużą wagę do kwestii środowiskowych. W swoim portfolio posiada projekty związane z elektro mobilnością (projektuje dla koreańskiego Foosunga zakład produkujący żele do akumulatorów litowo-jonowych), eko-spalarnię śmieci w Krakowie oraz kilka projektów biopaliwowych i wodorowych. Pod koniec ubiegłego roku PROCHEM jako jedyna polska firma został zaproszony do europejskiego programu BIM4EEB, mającego na celu wspieranie branży renowacji

poprzez opracowanie atrakcyjnego i wydajnego systemu zarządzania BIM (Building Information Modeling) mającego m.in. na celu wzrost wydajności oraz redukcję zużycia energii w budynkach.

### Social

Działalność społeczna jest bardzo istotna dla PROCHEM-u, zarówno w odniesieniu do obecnych pracowników (pakiety benefitów), byłych (spotkania okolicznościowe) jak również potencjalnych, poprzez udział w Inżynierskich Targach Pracy oraz stałą współpracę z Politechniką w Warszawie.

### Governance

PROCHEM stosuje zasady ładu korporacyjnego zawarte w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”, za wyjątkiem polityki różnorodności. Podstawowym kryterium przy podejmowaniu decyzji o wyborze osób do władz Spółki oraz przy powoływaniu kluczowych, menadżerów są kompetencje kandydatów. PROCHEM uważa swoich pracowników za najważniejsze aktywo, w związku z czym dba o ich rozwój, zapewniając szkolenia, możliwość pracy z nowoczesnymi narzędziami oraz możliwość udziału w sympozjach, konferencjach oraz międzynarodowych programach i konkursach. Również zatrudniając inżynierów z wielu krajów m.in. z Niemiec, Ukrainy, Tajlandii i Korei, PROCHEM tworzy międzynarodowe środowisko pracy, w którym pracownicy mogą poszerzać swoje doświadczenia a Spółka buduje tym samym przewagę konkurencyjną przy pozyskiwaniu kontraktów od zagranicznych inwestorów.

## CZYNNIKI RYZYKA

### Ryzyko koniunktury na rynku inwestycyjnym.

Część firm wchodzących w skład Grupy Kapitałowej świadczy usługi na rynku inwestycyjnym, charakteryzującym się dużą skalą wahań popytu silnie powiązanego z ogólną sytuacją makroekonomiczną kraju, na którą obecnie bardzo mocno wpływa pandemia SARS-CoV-2. Stosowane przez Grupę metody ograniczenia negatywnego wpływu tego czynnika na wyniki finansowe (gromadzenie rezerw finansowych, dywersyfikacja świadczonych usług, stosowanie odpowiednich narzędzi i rozwiązań informatycznych), mogą nie w pełni zneutralizować to ryzyko.

### Ryzyko wystąpienia zagrożeń przy wykonywaniu kontraktów.

Rodzaje działalności prowadzone w spółkach z Grupy Kapitałowej, polegające na przygotowaniu i zarządzaniu skomplikowanymi technicznie projektami inwestycyjnymi, realizowanymi na podstawie kontraktów zawieranych w warunkach silnej konkurencji cenowej, generują ryzyko wystąpienia problemów technicznych i finansowych.

## Ryzyko kar umownych

Naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki a konieczność ich zapłaty może skutkować utratą płynności.

## Ryzyko związane z personelem.

Ryzyko uzależnienia od personelu występuje szczególnie w jednostce dominującej. Podnoszenie jakości świadczonych usług, podejmowanie się realizacji skomplikowanych projektów technologicznych, wykorzystywanie nowoczesnych systemów informatycznych oraz praca na rzecz renomowanych klientów wymaga od pracowników najwyższych kwalifikacji zawodowych. Pozyskanie takich osób, szczególnie w sytuacji liberalizacji europejskiego rynku pracy może być trudne. Spółka próbuje minimalizować to zagrożenie podnosząc kwalifikacje zatrudnionego personelu i stosując programy motywacyjne wiążące pracowników z firmą.

## Ryzyko walutowe

Część kontraktów (głównie kontrakty jednostki dominującej) na sprzedaż usług zawierana jest z firmami zagranicznymi w walutach obcych (EUR, USD). W przypadku znacznego umocnienia się waluty krajowej może to mieć niekorzystny wpływ na wyniki Grupy. Ryzyko to jest niwelowane w sposób naturalny, poprzez zakup urządzeń i usług niezbędnych do realizacji tych kontraktów za granicą.

## Ryzyko uzależnienia od znaczących nabywców usług

Realizacja kontraktów o dużej wartości wymaga poniesienia znacznych nakładów na zakup usług i urządzeń, które w następnej kolejności w formie gotowego obiektu są sprzedawane klientowi. Brak odpowiedniej korelacji pomiędzy ponoszonymi wydatkami, a wpływami z tytułu realizacji umowy z klientem może powodować konieczność korzystania przez spółkę z finansowania zewnętrznego. Ryzyko to jest w dużym stopniu zabezpieczane poprzez odpowiednie zapisy w umowie.

## WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW

**CAPEX** (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

**DCF** (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**EBIT** (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.



**EV/EBITDA** - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**FCFF** (ang. *Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**FIDIC** Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżynieryjno – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu  $NOPLAT = EBIT \cdot (1 - \text{stopa podatkowa})$ .

**P/BV** (ang. *price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (ang. *price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (ang. *Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TP** – (ang. *Target Price*) – cena docelowa.

**TV** (ang. *Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (ang. *weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 06 października 2021 roku, 08:00

Pierwsze udostępnienie opracowania: 06 października 2021 roku, 08:15

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/prochem-s-a>.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zlecciodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególności sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport inicjujący	01.09.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport inicjujący	07.09.2021	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,80	Raport inicjujący	07.09.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,60	Raport inicjujący	07.09.2021	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport aktualizujący	06.10.2021	Artur Wizner

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542 <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548 <b>Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874	<b>Wojciech Białek</b> Analityk  <b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541	<b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559 <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522 <b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560  <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>