

2020-09-04 17:06

<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>24</b>
Wycena DCF [PLN]	21
Wycena porównawcza [PLN]	28
Cena rynkowa [PLN]	21
Pot.wzrostu/spadku [%]	17,07%
Kapitalizacja [mln PLN]	60,2
Free float [mln PLN]	22,3
Sektor	BUDOWNICTWO PRZEMYSŁOWE
Kod GPW	PRM
Bloomberg	PRM PW

**Analitik:**
**Tomasz Czarnecki**

Tel.: (22) 53 95 542

**Artur Wizner**

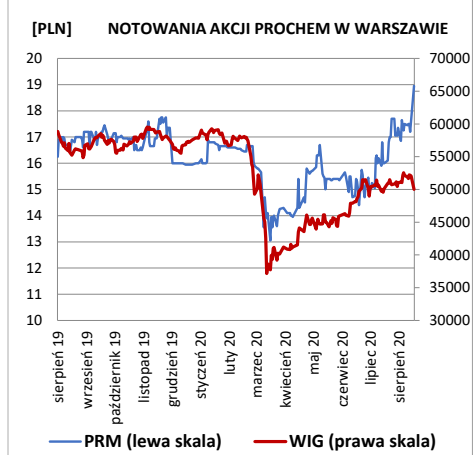
Tel.: (22) 53 95 548

**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

<b>Główni Akcjonariusze :</b>	<b>[%]</b>
Steven Trappan	32,88
APUS S.A.	10,62
PTE PZU S.A.	9,71
Andrzej Karczykowski	9,66
Pozostali	37,13



# PROCHEM S.A.

## Inicjujący Raport Analityczny

**Prochem wyceniliśmy dwiema metodami DCF oraz porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, P/BV i EV/EBITDA dla zagranicznych spółek z sektora spółek inżynierskich uzyskując średnią wycenę w horyzoncie do końca 2020 roku na poziomie 24,00 zł na akcję. Nasza wycena akcji Prochemu znajduje się powyżej kursu rynkowego, który na zamknięciu dzisiejszej sesji wyniósł 20,50zł/akcje**

PROCHEM ma za sobą bardzo udany 2019 rok, w którym zanotował istotny wzrost przychodów oraz zysku netto. Spółce udało się również pozyskać kilka dużych kontraktów, więc w 2020 rok wszedł z pełnym portfelem zamówień, które w naszej ocenie mają szansę zaowocować lepszymi wynikami na przestrzeni dwóch najbliższych lat. Dodatkowo pozytywnie do wyniku finansowego powinny kontrybuować przychody z pozycji gotówkowej po sprzedaży biurowca Astrum Business Park w Warszawie.

Poszukiwanie nowych kontraktów. Głównym wyzwaniem, przed jakim stoi spółka jest pozyskanie kolejnych kontraktów w dobie niepewności wywołanej pandemią SARS-CoV-2. Obszar działania Spółki będzie kształtowany przez wielkość nakładów inwestycyjnych podmiotów, dla których Prochem świadczy usługi. Projektowanie dla przemysłu chemicznego stanowi główne źródło przychodów Prochem-u.

Przemysł chemiczny w Polsce zajmuje wysoką pozycję wśród sektorów polskiej gospodarki i wytwarza obecnie produkty o wartości ok. 275 mld zł, co stanowi 17 % wartości sprzedanej polskiej produkcji przemysłowej. Naszym zdaniem rosnące nakłady na inwestycje związane z ochroną środowiska zapełnią Spółce portfel kontraktów na następne lata.

[mln PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>323</b>	<b>459</b>	<b>306</b>	<b>255</b>	<b>263</b>
<b>EBITDA</b>	12,1	17,2	7,1	5,3	6,6
<i>marża EBITDA</i>	3,8%	3,7%	2,3%	2,1%	2,5%
<b>EBIT</b>	6,5	11,7	4,3	2,2	3,2
<b>Wynik netto</b>	<b>8,0</b>	<b>13,7</b>	<b>6,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>98,6</b>	<b>108,8</b>	<b>114,0</b>	<b>118,1</b>	<b>123,1</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-28,1</b>	<b>-39,9</b>	<b>-37,8</b>
P/E	6,9	4,1	9,2	14,3	11,8
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,2	3,1	3,9	3,0	2,7

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

# PROCHEM S.A.

## Inicjujący Raport Analityczny

### Spis treści

1. PROFIL DZIAŁALNOŚCI I STRATEGIA SPÓŁKI.....	3
2. MODEL BIZNESOWY .....	5
3. WYCENA .....	10
4. PROGNOZY FINANSOWE.....	12
5. OTOCZENIE RYNKOWE .....	15
6. CZYNNIKI RYZYKA .....	17

## 1. PROFIL DZIAŁALNOŚCI I STRATEGIA SPÓŁKI

PROCHEM to firma inżynierska, projektująca i realizująca inwestycje przemysłowe, obiekty budownictwa ogólnego i ochrony środowiska. Firma istnieje od 1947 r. PROCHEM zadebiutował na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w dniu 30 czerwca 1994 roku i był pierwszą firmą inżynierską, której akcje znalazły się na publicznym parkiecie. PROCHEM wykonuje kompleksowe usługi inżynierskie obejmujące wszystkie etapy procesu inwestycyjnego dostosowując się do indywidualnych wymagań klienta. Od połowy 2016 roku, PROCHEM S.A. prowadzi swoją działalność w nowej siedzibie przedstawionej na zdjęciu poniżej. Nowe biuro Spółki mieści się w kompleksie biurowym Astrum Business Park przy ulicy Łopuszańskiej 95 w Warszawie.



Siedziba Prochem S.A.

Strategia PROCHEM-u opiera się na efektywnym wykorzystywaniu silnych stron Spółki do których należą:

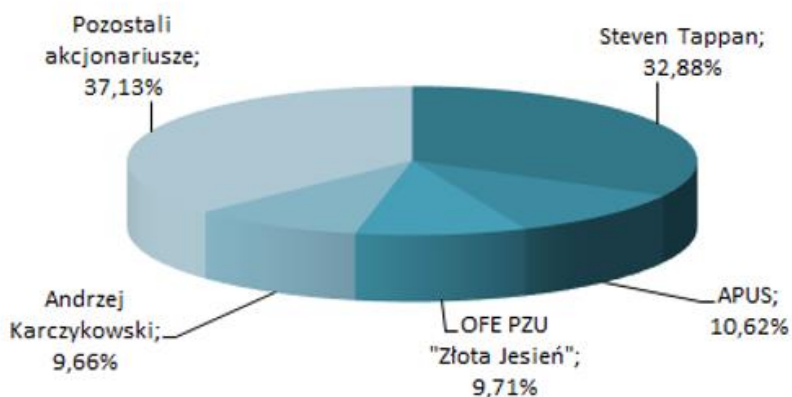
- ✚ kompetencje projektowe i wykonawcze,
- ✚ doświadczenia w doborze projektów i ich realizacji,
- ✚ prawidłowa ocena przetargów,
- ✚ Kompleksowość świadczonych usług oraz wysoki poziom usług,
- ✚ długoletnie doświadczenie zawodowe kadry zarządzającej oraz projektantów i organizatorów procesów inwestycyjnych.
- ✚ stabilność i przywiązanie kadry do firmy,
- ✚ wieloletnie i wielostronne kontakty z inwestorami krajowymi i zagranicznymi,
- ✚ umiejętność przewidywania sytuacji rynkowych i odpowiednia reakcja na zmiany,
- ✚ wykorzystywanie najnowszych programów do projektowania i realizacji inwestycji.

Jako **Inżynier Kontraktu FIDIC(Engineer)** PROCHEM jest przedstawicielem Zleceniodawcy upoważnionym przez niego do podejmowania działań i decyzji ekonomiczno-organizacyjnych oraz technicznych związanych z realizacją kontraktu. Działania są realizowane zgodnie ze standardami FIDIC. Ze względu na zakres zadań Inżynier Kontraktu jest zwykle organizacją wieloosobową. Prochem wypełnia te zadania, realizując wygrane przetargi.

Celem strategicznym PROCHEM-u jest rozszerzanie i pogłębianie stosunków z klientami oraz partnerami biznesowymi poprzez dostarczanie im usług o najwyższej jakości w terminach i cenach przez nich akceptowanych przy zachowaniu wysokich standardów bezpieczeństwa i ochrony środowiska.

## Akcjonariat

Kapitał akcyjny Spółki obecnie wynosi 2 935 000 zł., co stanowi 2 936 160 głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy i dzieli się na 2 935 000 szt. akcji o wartości nominalnej 1 zł. każda.



Źródło: Prochem S.A.

W celu rozszerzenia działalności na różne obszary w 1996 roku Spółka rozpoczęła budowę holdingu skupiającego firmy reprezentujące specjalności niezbędne do pełnej obsługi inwestycji. Dbalność o zachowanie jednolitych norm i standardów jakościowych była jedną z kluczowych zasad tego przedsięwzięcia. Firmy należące do holdingu świadczą usługi, które można zakwalifikować do następujących grup:

- usługi inżynierskie i wykonawstwo instalacji,
- działalność deweloperska,

- inne usługi (np. informatyka).

Obecnie Grupę Kapitałową tworzy 13 spółek.

## ■ PROCHEM S.A.

- ELEKTROMONTAŻ KRAKÓW S.A.
- IRYDION SP. Z O.O.
- ELMONT INWESTYCJE SP. Z O.O.
- PROCHEM - ZACHÓD SP. Z O.O.
- PROCHEM INWESTYCJE SP. Z O.O.
  - PKI - PREDOM SP. Z O.O.
  - PRO - INHUT SP. Z O.O.
  - ATUTOR I.C. SP. Z O.O.
  - IRYD SP. Z O.O.
  - ELPRO SP. Z O.O.
  - PROCHEM RPI SP. Z O.O.

Źródło: Prochem S.A.









## 2. MODEL BIZNESOWY

PROCHEM współpracuje z największymi światowymi firmami, dla których projektuje i buduje zakłady produkcyjne wykonując bardzo skomplikowane przedsięwzięcia. Realizuje również rozbudowy i modernizacje funkcjonujących obiektów. Oferta Spółki skierowana jest do klientów ze wszystkich obszarów produkcji przemysłowej. Biorąc jednak pod uwagę posiadane przez Spółkę technologie jak i referencje, branża chemiczna pozostaje jej głównym obszarem działalności. Najwięcej projektów i doświadczeń Spółka zdobyła w obsłudze klientów z następujących sektorów:

- motoryzacyjny,
- elektroniczny,
- farmaceutyczny,
- chemia gospodarcza,
- spożywczy,





 poligraficzny.

PROCHEM od wielu lat aktywnie uczestniczy w przedsięwzięciach inwestycyjnych w obszarze przemysłu naftowego i gazowego. Doświadczenia Spółki obejmują modernizacje istniejących i budowę nowych instalacji petrochemicznych i rafineryjnych a także obiektów logistyki gazu oraz surowców i produktów naftowych. Świadcząc usługi dla klientów z sektora naftowego i gazowego Spółka oferuje prace projektowe i realizacyjne w zakresie :

-  terminali magazynowo - dystrybucyjnych i przeładunkowych ropy naftowej, paliw, LNG oraz LPG,
-  instalacji przesyłowych ropy i węglowodorów,
-  instalacji technologicznych dla przemysłu petrochemicznego i rafineryjnego,
-  zbiorników magazynowych stalowych na ropę naftową i produkty ropopochodne,
-  podziemnych kawernowych zbiorników gazu lub ropy,
-  oczyszczania ścieków z produktów ropopochodnych,
-  instalacji hermetyzacji i odzysku oparów benzyn oraz zabezpieczeń przeciwpożarowych,
-  instalacji odsiarczania ropy i gazu.

Spółka świadczy także kompleksowe usługi zawierające również usługi konsultingowe i ekspertyzy w zakresie zintegrowanych pozwoleń na prowadzenie działalności operatorskiej i przetwórczej, jak również dostosowanie dokumentacji koncesyjnych do obowiązujących przepisów. Ten zakres usług jest istotny zwłaszcza dla inwestorów i przedsiębiorców zagranicznych, którzy zamierzają zbudować instalacje czy zakłady produkcyjne w Polsce i muszą dostosować swoje projekty do przepisów budowlanych, eksploatacyjnych i nadzorczych. Działalność inwestycyjna jest obciążona wieloma ryzykami operacyjnymi, które rozpoznać i kontrolować mogą wyłącznie osoby posiadające praktyczną wiedzę i doświadczenie w danej dziedzinie.

Spółka zapewnia wsparcie przy wyborze licencji procesowej i zakupie projektu bazowego. Specjaliści z Prochemu wspierają klientów w dopracowywaniu ich własnych technologii. Wykonują dokumentacje projektową we wszystkich branżach i na jej podstawie realizują inwestycje „pod klucz” łącznie z zakupami aparatów i urządzeń. Wspierają klientów w prowadzeniu rozruchów i osiągnięciu pełnej zdolności produkcyjnej. PROCHEM posiada wiele referencji dotyczących projektowania i realizacji instalacji procesowych w Polsce i poza granicami w następujących sektorach.

-  chemia,
-  petrochemia
-  biopaliwa
-  nawozy sztuczne

Przykładowe realizacje ze wszystkich obszarów działalności Spółki:

### Zakłady produkcyjne



#### TOYOTA MOTOR MANUFACTURING POLAND

**Inwestycja:** Fabryka: rozbudowa fabryki, centrum biurowe, centrum sportowo- konferencyjne, odlewnia, hala montażu silników, kuźnia, zakład produkcji skrzyń biegów  
**Zakres prac:** Projekt, nadzór inwestorski  
**Lokalizacja:** Wałbrzych

### Instalacje procesowe



#### ALSTOM POWER

**Inwestycja:** Instalacja wychwytywania CO<sub>2</sub> dla bloku energetycznego w Elektrowni Bełchatów  
**Zakres prac:** Projekt  
**Lokalizacja:** Bełchatów

### Nafta i gaz



#### SAIPEM

**Inwestycja:** Terminal LNG  
**Zakres prac:** Projekt  
**Lokalizacja:** Świnoujście

### Budownictwo ogólne



#### IRYDION

**Inwestycja:** Centrum biurowe ASTRUM Business Park  
**Zakres prac:** Projekt, generalna realizacja inwestycji  
**Lokalizacja:** Warszawa

### Energetyka



#### BIOAGRA

**Inwestycja:** Rozbudowa i modernizacja instalacji technologicznych  
**Zakres prac:** Projekt, generalna realizacja inwestycji  
**Lokalizacja:** Goświnowice

### Ochrona środowiska



#### POSCO ENGINEERING & CONSTRUCTION

**Inwestycja:** Kompleks energetyczny w Zakładzie termicznego przekształcania odpadów  
**Zakres prac:** Projekt  
**Lokalizacja:** Kraków

*Źródło: PROCHEM S.A.*







*Foto: KHK S.A. Kraków*

## Pozyskiwanie zleceń

Spółka na bieżąco monitoruje kierunki rozwoju i plany inwestycyjne kluczowych klientów, w celu sprostania ich wymaganiom. W przypadku pozytywnej wstępnej oceny przetargu powoływany jest formalny i techniczny zespół projektu aby przygotować ofertę. Zespół ocenia czy Spółka jest w stanie spełnić wymagania techniczne i formalne narzucone przez klienta w specyfikacji. Następnie, jeżeli zaistnieje potrzeba uzupełnienia wymagań organizowane jest konsorcjum bądź użyczenie od podmiotów posiadających potrzebne referencje. Podpisywana jest umowa konsorcjalna określająca udział procentowy w realizowanym projekcie.

## Elementy wyceny kontraktów

Proces wyceny kontraktu obejmuje:

-  kalkulację cen materiałów,
-  wybór podwykonawców,
-  wycenę kosztów obsługi kontraktu, kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu,
-  kalkulację rezerwy na nieprzewidziane zdarzenia,
-  obliczenie kosztu finansowania przedsięwzięcia,
-  narzucenie odpowiedniej marży.

## Przygotowanie ostatecznego kształtu oferty

W zależności od charakteru zlecenia Spółka przygotowuje ofertę. Na życzenie Klienta PROCHEM opracowuje koncepcje programowo-przestrzenne oraz wykonujemy ekspertyzy i opinie techniczne. Sporządza również wariantową analizę techniczną dla potencjalnych lokalizacji nowych inwestycji, która może zawierać badania wykonalności i opłacalności inwestycji (feasibility study) - zarówno dla nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, jak i dla potrzeb ich modernizacji lub rozbudowy. Materiały przygotowywane w tej fazie stanowią podstawę do podejmowania optymalnych decyzji inwestycyjnych. W przypadku kontraktów generalnego wykonawstwa, specjaliści z PROCHEMU mogą określić budżet inwestycji na wczesnym etapie jej przygotowania z dokładnością zależną od stopnia szczegółowości materiałów wstępnych. Spółka podchodzi selektywnie do przetargów dostępnych w danej chwili, skupiając się na tych najbardziej pasujących do profilu działalności, o najmniejszym ryzyku niezrealizowania założonej marży oraz pozwalający na wykorzystanie potencjału zatrudnionych specjalistów.



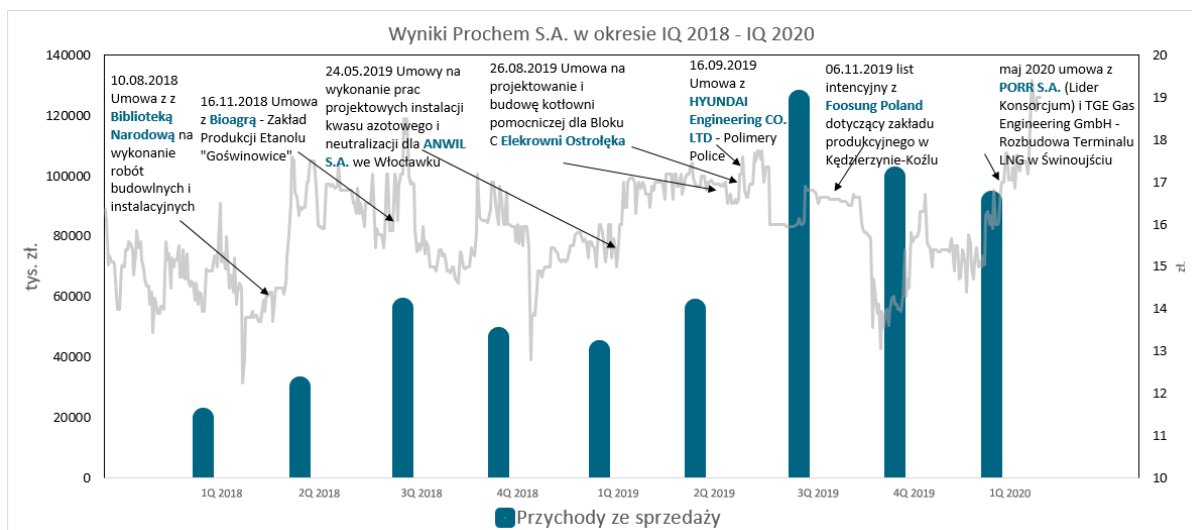
## Portfel zamówień

Oszacowane przychody z przedstawionego poniżej portfela zamówień na 2020 roku wyniosą ok. 450 mln. Posiadany przez PROCHEM portfel zamówień prezentuje się w naszej ocenie imponująco w porównaniu do lat poprzednich. Zakładamy, że na zdobytych kontraktach Spółka utrzyma dotychczasowe marże.

Inwestor	Nazwa inwestycji	Wynagrodzenie	Termin zakończenia
GE Power	Projektowanie i budowa kotłowni pomocniczej dla Bloku C Elektrowni Ostrołęka	43,9 mln zł.	czerwiec 2021
ANWIL S.A.	Prace projektowe oraz prace budowlano-montażowe infrastruktury OSBL związanej z projektem rozbudowy zdolności produkcyjnych nawozów ANWIL S.A.	282,5 mln zł.	sierpień 2021
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	ok. 400 mln zł.	2020-2020
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.	b.d.	2020*

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

Informacje o podpisanych istotnych kontraktach PROCHEM komunikuje za pomocą raportów bieżących. Poniższy wykres pokazuje, że nie za każdym razem takie informacje miały odzwierciedlenie we wzroście kursu akcji. W naszej opinii jest to po części pochodną stabilnego akcjonariatu, a także może świadczyć o tym, że inwestorzy dostrzegają ryzyka towarzyszące realizacji dużych kontraktów i dopiero raportowane wyniki finansowe wywierają większy wpływ na zachowanie kursu akcji na GPW.



źródło: DM Banku BPS S.A.

### 3. WYCENA

PROCHEM wyceniliśmy dwiema metodami DCF oraz metodą porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla zagranicznych spółek z sektora spółek inżynierskich, uzyskując średnią wycenę w horyzoncie do końca bieżącego roku na poziomie 24,00 zł na akcję.

Wycenę akcji PROCHEM S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 20,54 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 28,35 PLN.

#### Wycena porównawcza

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	28
Wycena DCF	50%	21
Cena wynikowa		24
<b>Cena docelowa na koniec roku 2020</b>		<b>24</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

W analizie porównawczej wycenę akcji PROCHEM S.A. odnieśliśmy do 7 europejskich spółek inżynierskich.

#### Wycena porównawcza

Firmy inżynierskie	Kurs [PLN]	Kapitalizacja mln PLN	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
KELLER GROUP PLC	603,00	2 178,0	7,3	8,0	9,2	-	-	-	3,6	3,8	4,0
MORGAN SINDALL GROUP PLC	1212,00	2 793,6	7,9	12,0	8,2	-	1,3	1,1	4,4	5,7	4,3
COSTAIN GROUP PLC	44,75	615,5	4,4	6,4	5,2	-	-	-	4,2	2,4	1,9
MULTICONSULT ASA	85,00	966,6	26,4	13,6	11,5	3,7	3,0	2,6	9,4	6,6	6,4
TEKFEN HOLDING AS	14,83	2 790,2	3,2	9,9	-	0,9	-	-	1,2	2,7	2,5
BILFINGER SE	16,38	3 236,4	10,9	-	15,1	0,5	0,6	0,6	4,1	8,0	4,5
INDUS HOLDING AG	28,55	3 119,8	12,2	-	11,7	1,0	1,0	0,9	5,9	8,6	6,4
<b>Mediana</b>			<b>7,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>
PROCHEM	20,50	60,2	4,4	9,9	15,4	0,6	0,5	0,5	4,6	4,2	5,6
premia (dyskonto)			-0,4	0,0	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	-0,3	0,3
<b>Implikowana wycena</b>		<b>83,2</b>	<b>108,1</b>	<b>60,0</b>	<b>40,2</b>	<b>103,2</b>	<b>131,2</b>	<b>123,2</b>	<b>55,2</b>	<b>81,8</b>	<b>45,9</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>			<b>28,35</b>								

Źródło: Bloomberg dane na 04.09.2020

#### Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,136 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG).
- ✚ Premia za ryzyko: 5,5%.
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 1,385% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y).
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.

- ✚ Dług netto: na poziomie z końca 2019 roku.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika charakteru branży budowlanej i przemysłowej).

## Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mIn PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	323 023,0	459 183,7	306 122,4	255 102,0	262 755,1	270 637,8	271 990,9
EBITDA	12 114,0	13 228,0	9 803,4	4 998,4	6 230,4	7 467,3	7 487,7
EBIT	6 459,0	11 700,0	4 338,6	2 244,2	3 167,9	4 078,2	4 098,6
Stopa podatkowa	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
NOPLAT	8 043,0	13 669,0	6 072,7	3 896,4	4 732,4	5 559,3	5 559,3
Amortyzacja	5 655,0	1 528,0	5 464,9	2 754,2	3 062,5	3 389,0	3 389,0
CAPEX	5 797,0	399,5	13 371,1	450,4	476,0	3 204,0	3 204,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	14 840,0	21 009,2	1 030,1	37 959,1	-30 904,7	3 223,3	3 223,3
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	-6 939,0	-6 211,7	-2 863,7	-31 758,9	38 223,6	2 521,0	2 521,0
Współczynnik dyskontujący		0,99	0,95	0,91	0,88	0,84	0,81
DFCFF		-6 132,7	-2 718,1	-28 986,5	33 561,2	2 129,9	2 049,4
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		73 552,3					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		59 791,6					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		55 515,5					
Dług netto/(gotówka netto)		-4 779,0					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>60 294,5</b>					
Ilość akcji [w mln]		2935,0					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>20,54</b>					
Przychody zmiana r/r		42,2%	-33,3%	-16,7%	3,0%	3,0%	0,5%
EBIT zmiana r/r		81,1%	-62,9%	-48,3%	41,2%	28,7%	0,5%
FCF zmiana r/r		-10,5%	-53,9%	1009,0%	-220,4%	-93,4%	0,0%
Marża EBITDA		2,9%	3,2%	2,0%	2,4%	2,8%	2,8%
Marża EBIT		2,5%	1,4%	0,9%	1,2%	1,5%	1,5%
Marża NOPLAT		3,0%	2,0%	1,5%	1,8%	2,1%	2,0%
CAPEX/Przychody		0,1%	4,4%	0,2%	0,2%	1,2%	1,2%
CAPEX/Amortyzacja		26,1%	244,7%	16,4%	15,5%	94,5%	94,5%
Zmiana kapitału obrotowego		21 009,17	1 030,13	37 959,11	-30 904,71	3 223,32	3 223,32
EV/EBITDA ('20) dla wyceny DCF		4,2					
P/E ('20) dla wyceny DCF		598,8					
<b>Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w</b>		<b>107,7%</b>					
<b>Kalkulacja WACC</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>TV</b>	
Stopa wolna od ryzyka	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,4%	
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Beta	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	
Beta (zlewarowana)	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	
Koszt kapitału własnego	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
Udział kapitału własnego	52,9%	55,1%	58,2%	63,7%	66,5%	66,5%	
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Udział kapitału obcego	47,1%	44,9%	41,8%	36,3%	33,5%	33,5%	
<b>WACC</b>	<b>4,04%</b>	<b>4,02%</b>	<b>3,99%</b>	<b>3,95%</b>	<b>3,93%</b>	<b>3,93%</b>	

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

## Wrażliwość modelu DCF

Zmiana oszacowanej wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę średnio ważonego kosztu kapitału (WACC) oraz współczynnika wzrostu (g) po okresie prognozy.

		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%	16	16	16	17	17	20	23	28	35
	0,75%	16	17	17	18	18	21	24	30	38
	0,50%	17	17	18	18	19	22	26	32	41
	0,25%	18	18	19	19	20	23	27	34	45
	0,00%	19	19	20	20	21	24	29	37	50
	-0,25%	19	20	20	21	22	26	31	40	55
	-0,50%	20	21	21	22	23	27	33	44	63
	-0,75%	21	22	23	23	24	29	36	48	72
	-1,00%	22	23	24	25	25	31	39	53	84

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## 4. PROGNOZY FINANSOWE

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>112 006,0</b>	<b>153 194,0</b>	<b>323 023,0</b>	<b>459 183,7</b>	<b>306 122,4</b>	<b>255 102,0</b>	<b>262 755,1</b>	<b>270 637,8</b>
Przychody ze sprzedaży usług	111 133,0	150 287,0	319 203,0	450 000,0	300 000,0	250 000,0	257 500,0	265 225,0
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	873,0	2 907,0	3 820,0	9 183,7	6 122,4	5 102,0	5 255,1	5 412,8
Koszt własny sprzedaży	108 285,0	142 706,0	304 640,0	434 934,2	289 956,1	241 630,1	248 879,0	256 345,4
Koszty wytworzenia sprzedanych usług	107 547,0	140 015,0	301 385,0	426 555,0	284 370,0	236 975,0	244 084,3	251 406,8
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	738,0	2 691,0	3 691,0	8 379,2	5 586,1	4 655,1	4 794,8	4 938,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>3 721,0</b>	<b>10 488,0</b>	<b>18 383,0</b>	<b>24 249,5</b>	<b>16 166,3</b>	<b>13 471,9</b>	<b>13 876,1</b>	<b>14 292,4</b>
Pozostałe przychody operacyjne	664,0	5 066,0	2 094,0	2 608,0	1 738,7	1 448,9	1 492,4	1 537,1
Koszty ogólnego zarządu	13 328,0	13 315,0	12 737,0	12 126,9	11 546,0	10 993,0	10 466,4	9 965,1
Pozostałe koszty operacyjne	742,0	1 424,0	1 281,0	3 030,6	2 020,4	1 683,7	1 734,2	1 786,2
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>17 088,0</b>	<b>815,0</b>	<b>6 459,0</b>	<b>11 700,0</b>	<b>4 338,6</b>	<b>2 244,2</b>	<b>3 167,9</b>	<b>4 078,2</b>
Przychody finansowe	555,0	685,0	1 843,0	1 806,1	1 770,0	1 734,6	1 699,9	1 665,9
w jednostki podporządkowanej	0,0	0,0	88,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	1 024,0	924,0	2 077,0	2 035,5	1 994,8	1 954,9	1 915,8	1 877,4
Udział w zysku js	3 461,0	1 623,0	3 388,0	4 816,1	3 210,7	2 675,6	2 755,9	2 838,6
<b>Zysk brutto</b>	<b>20 080,0</b>	<b>2 199,0</b>	<b>9 701,0</b>	<b>16 486,8</b>	<b>7 324,6</b>	<b>4 699,6</b>	<b>5 707,9</b>	<b>6 705,3</b>
Podatek dochodowy	3 104,0	360,0	1 658,0	2 817,8	1 251,8	803,2	975,5	1 146,0
<b>ZN z działalności kontynuowanej</b>	<b>16 976,0</b>	<b>1 839,0</b>	<b>8 043,0</b>	<b>13 669,0</b>	<b>6 072,7</b>	<b>3 896,4</b>	<b>4 732,4</b>	<b>5 559,3</b>
<b>Zysk netto za okres</b>	<b>16 976,0</b>	<b>1 839,0</b>	<b>8 043,0</b>	<b>13 669,0</b>	<b>6 072,7</b>	<b>3 896,4</b>	<b>4 732,4</b>	<b>5 559,3</b>

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

## Prognoza bilansu

BILANS (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>AKTYWA</b>	<b>156 824</b>	<b>149 778</b>	<b>255 602</b>	<b>295 969</b>	<b>227 602</b>	<b>240 464</b>	<b>249 578</b>	<b>282 607</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>82 670</b>	<b>86 785</b>	<b>113 488</b>	<b>109 298</b>	<b>91 806</b>	<b>102 084</b>	<b>112 968</b>	<b>124 111</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	22 481	22 847	17 832	18 367	18 918	19 486	20 070	20 672
Wartości niematerialne	242	182	130	130	130	130	130	130
Nieruchomości inwestycyjne	11 312	11 990	8 310	8 726	15 226	21 726	28 226	34 726
Akcje i udziały	830	830	830	830	830	830	830	830
Akcje i udziały w jedn. wycenianych metodą praw własności	26 139	28 111	31 499	28 349	29 625	30 958	32 351	33 807
Należności z tytułu zatrzymanych kaucji		63	11	50	61	51	53	54
Pozostałe aktywa finansowe	18 713	20 422	26 884	24 196	26 131	28 222	30 479	32 918
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 953	2 340	1 083	1 741	885	683	829	974
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>74 154</b>	<b>62 993</b>	<b>142 114</b>	<b>186 672</b>	<b>135 796</b>	<b>138 380</b>	<b>136 610</b>	<b>158 497</b>
Zapasy	2 222	3 378	4 158	4 592	3 061	2 551	2 628	2 706
Należności handlowe oraz pozostałe należności	32 236	41 472	77 980	107 097	70 437	63 776	65 689	67 659
Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów		13 691	22 851	36 735	24 490	20 408	21 020	21 651
Pozostałe aktywa finansowe			1 401	1 401	1 810	1 810	1 810	1 810
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	28 815	3 250	34 781	35 484	34 480	45 298	43 388	62 621
Pozostałe aktywa	10 881	1 202	943	1 363	1 518	4 537	2 076	2 049
<b>PASYWA</b>	<b>156 824</b>	<b>149 778</b>	<b>259 375</b>	<b>295 969</b>	<b>227 603</b>	<b>240 464</b>	<b>249 578</b>	<b>282 607</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>111 766</b>	<b>90 410</b>	<b>98 613</b>	<b>108 768</b>	<b>114 026</b>	<b>118 086</b>	<b>123 063</b>	<b>128 938</b>
<b>Kapitały przypadające akcjonariuszom jednostki dominującej</b>	<b>105 242</b>	<b>83 940</b>	<b>91 816</b>	<b>101 754</b>	<b>107 119</b>	<b>111 341</b>	<b>116 414</b>	<b>122 329</b>
Kapitał podstawowy	3 895	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935
Kapitał z aktualizacji wyceny	11 521	11 789	6 928	6 928	7 240	7 566	7 906	8 262
Zyski zatrzymane	89 826	69 216	81 953	91 891	96 944	100 840	105 573	111 132
<b>Udziały niekontrolujące</b>	<b>6 524</b>	<b>6 470</b>	<b>6 797</b>	<b>7 014</b>	<b>6 907</b>	<b>6 745</b>	<b>6 649</b>	<b>6 609</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>45 058</b>	<b>59 368</b>	<b>160 762</b>	<b>187 202</b>	<b>113 577</b>	<b>122 379</b>	<b>126 515</b>	<b>153 669</b>
Zobowiązania długoterminowe	4 692	8 404	45 517	48 408	26 689	70 866	45 867	63 228
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	141	534	23 750	24 026	284	292	301	310
Zobowiązania krótkoterminowe	40 366	50 964	115 245	138 793	86 888	51 512	80 647	90 441
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	2 233	7 415	6 252	9 184	6 122	5 102	5 255	5 413
<i>w tym zobowiązania handlowe oraz inne operacyjne</i>	27 024	34 528	100 171	129 388	69 592	46 286	68 316	80 001

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

## Prognoza przepływów finansowych.

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>33 343</b>	<b>-3 658</b>	<b>35 949</b>	<b>9 740</b>	<b>-2 121</b>	<b>16 400</b>	<b>2 563</b>	<b>21 198</b>
Wynik brutto	20 080	2 199	9 701	11 987	6 095	4 700	5 708	6 705
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	-3 461	-1 623	-3 388	-2 824	1 110	1 166	1 224	1 285
Amortyzacja	2 014	2 085	5 655	5 465	2 754	3 063	3 389	3 723
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>370</b>	<b>-1 130</b>	<b>5 797</b>	<b>400</b>	<b>13 371</b>	<b>450</b>	<b>476</b>	<b>3 204</b>
Wydatki na nabycie środków trwałych i WNIPI	-1 646	-1 156	-1 482	-797	-820	-845	-870	-897
Wpływy z aktywów finansowych w jednostkach powiązanych	565	0	1 267	1 140	1 192	1 245	1 301	1 360
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-9 034</b>	<b>-18 698</b>	<b>-10 215</b>	<b>-9 436</b>	<b>-12 255</b>	<b>-6 033</b>	<b>-4 950</b>	<b>-5 169</b>
Wpływy z zaciągniętych kredytów i pożyczek	334	4 766		2 550	2 627	2 246	2 179	2 114
Spłaty kredytów i pożyczek	-8 668	0	-5 350	-7 000	-10 000	-3 300	-2 000	-2 000
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>24 679</b>	<b>-23 486</b>	<b>31 531</b>	<b>703</b>	<b>-1 004</b>	<b>10 818</b>	<b>-1 910</b>	<b>19 233</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>28 496</b>	<b>3 254</b>	<b>34 781</b>	<b>35 484</b>	<b>34 480</b>	<b>45 298</b>	<b>43 388</b>	<b>62 621</b>

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

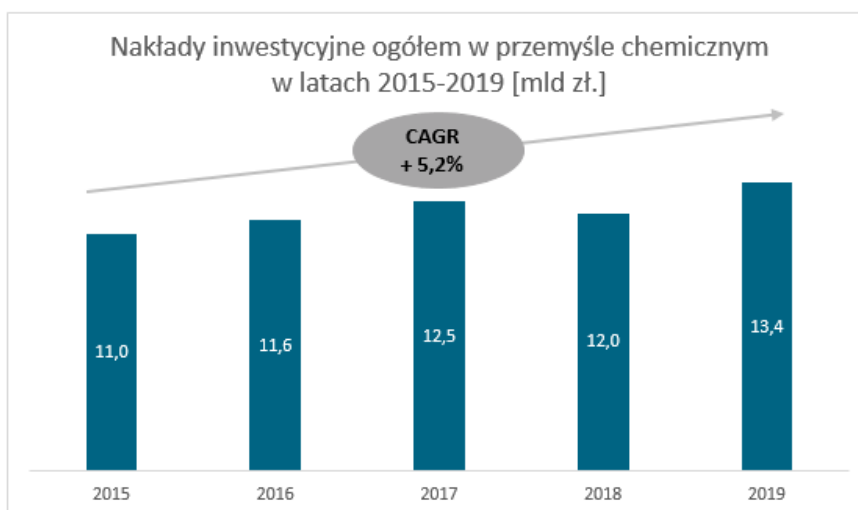
## Analiza wskaźnikowa.

DANE FINANSOWE	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-33,8%	36,8%	110,9%	42,2%	-33,3%	-16,7%	3,0%	3,0%
EBITDA zmiana r/r	-188,0%	-87,7%	417,5%	4,5%	-53,7%	-9,5%	23,6%	19,0%
EBIT zmiana r/r	-172,0%	-95,2%	692,5%	11,5%	-56,8%	-27,8%	41,2%	28,7%
Zysk netto zmiana r/r	-175,9%	-89,2%	337,4%	23,6%	-49,2%	-22,9%	21,5%	17,5%
Marża brutto na sprzedaży	3,3%	6,8%	5,7%	4,3%	4,9%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBITDA	17,1%	1,5%	3,8%	2,8%	1,9%	2,1%	2,5%	2,9%
Marża EBIT	15,3%	0,5%	2,0%	1,6%	1,0%	0,9%	1,2%	1,5%
Marża brutto	17,9%	1,4%	3,0%	2,6%	2,0%	1,8%	2,2%	2,5%
Marża netto	15,2%	1,2%	2,5%	2,2%	1,7%	1,5%	1,8%	2,1%
COGS / Przychody	96,7%	93,2%	94,4%	95,7%	95,1%	94,7%	94,7%	94,7%
SG&A / Przychody	12,6%	9,6%	4,3%	3,3%	4,4%	5,0%	4,6%	4,3%
SG&A / COGS	13,0%	10,3%	4,6%	3,4%	4,7%	5,2%	4,9%	4,6%
ROE	15,2%	2,0%	8,2%	9,1%	4,4%	3,3%	3,8%	4,3%
ROA	12,8%	1,5%	3,8%	4,1%	2,7%	2,0%	2,3%	2,4%
Dług	2 374,0	7 949,0	30 002,0	33 209,2	6 406,2	5 394,3	5 556,2	5 722,8
D/(D+E)	2,1%	8,1%	23,3%	23,4%	5,3%	4,4%	4,3%	4,2%
D/E	2,1%	8,8%	30,4%	30,5%	5,6%	4,6%	4,5%	4,4%
EV	86 608,5	55 468,5	64 946,5	62 442,8	88 241,7	100 071,3	97 999,0	117 065,4
Dług / EV	2,7%	14,3%	46,2%	53,2%	7,3%	5,4%	5,7%	4,9%
CAPEX / Przychody	1,5%	0,8%	0,5%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
CAPEX / Amortyzacja	81,7%	55,4%	26,2%	18,3%	14,6%	29,8%	27,6%	25,7%
Amortyzacja / Przychody	1,8%	1,4%	1,8%	0,3%	1,8%	1,1%	1,2%	1,3%
Zmiana KO / Przychody	14,0%	-4,8%	10,3%	0,0%	19,2%	-38,4%	-11,6%	8,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-27,4%	-17,9%	19,6%	0,0%	-38,4%	192,1%	-398,2%	304,7%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## 5. OTOCZENIE RYNKOWE

Przemysł chemiczny w Polsce zajmuje wysoką pozycję wśród sektorów polskiej gospodarki. Według danych GUS nakłady inwestycyjne polskiej chemii wzrosły w 2019 roku o prawie 1,5 mld zł r/r. Z uwagi na to, że branża chemiczna wytwarza produkty o wartości ok. 275 mld zł stanowiące ponad 17 % produkcji przemysłowej, wpływ tego sektora na polską gospodarkę jest znaczący. Wszystkie obszary branży zwiększyły w 2019 r. nakłady inwestycyjne. Pomimo covidowego tąpnięcia gospodarki w bieżącym roku i oczekiwanego znaczącego spadku PKB w 2020 r. (-4,6% w skali roku), trend wzrostowy nakładów inwestycyjnych powinien zostać utrzymany, z uwagi na wsparcie z Unii Europejskiej w ramach programów rządowych. Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych zanotowała w 2019 roku wzrost o 343 mln, produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych zanotowała wzrost o 600 mln, produkcja wyrobów farmaceutycznych – wzrost o 51 mln oraz produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej – wzrost o 478 mln. W latach 2015-2019 poziom rocznych nakładów w przemyśle chemicznym\* rósł średnio ponad 5% rocznie do kwoty 13,4 mld zł. w 2019 roku.

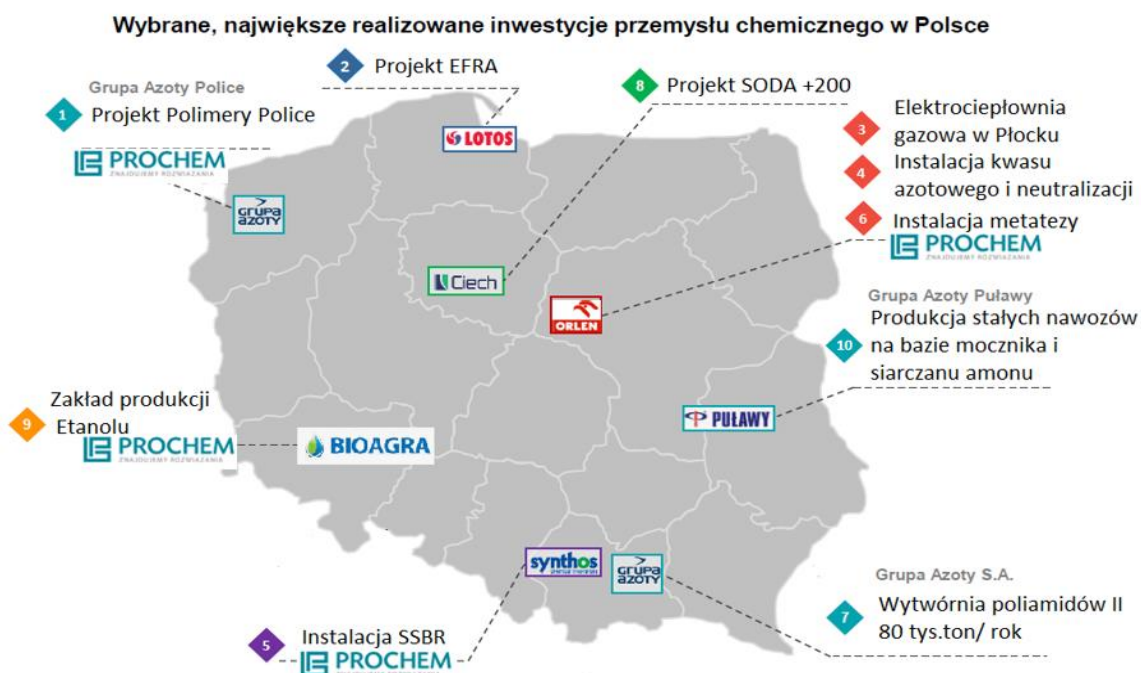


źródło: DM Banku BPS na podstawie Roczniki Statystyczne GUS

\* z wyłączeniem działu produkcji wyrobów farmaceutycznych

Nakłady przeznaczane są zarówno na inwestycje związane z utrzymaniem działalności (inwestycje odtworzeniowo-modernizacyjne), jak i również na inwestycje rozwojowe, które ukierunkowane są przede wszystkim na rozbudowę istniejących mocy produkcyjnych, tworzenie nowych produktów, budowę nowoczesnych instalacji czy akwizycje podmiotów funkcjonujących na rynku chemicznym.

Poniżej przedstawiona mapa prezentuje największe realizowane inwestycje przemysłu chemicznego w ostatnich latach przy których Prochem S.A. współpracował opracowując dokumentację projektową lub realizował je jako generalny wykonawca.



Źródło: DM Banku BPS S.A.

Wieloletnie doświadczenie Spółki oraz zbudowane trwałe relacje z klientami pozwalają Prochemowi na otrzymywanie kontraktów od największych przedsiębiorstw działających w sektorze lub zleceń od największych europejskich firm konstruktorskich.

Poniżej przedstawiono zestawienie największych inwestycji przemysłu chemicznego w Polsce w ostatnich latach. Prochem realizował lub współrealizował pozycje 1, 4, 5 i 9.

	Inwestor	Nazwa inwestycji	Opis	Wartość inwestycji	Termin zakończenia
1	Grupa Azoty Police S.A.	Projekt Polimery Police	Budowa kompleksu chemicznego produkcji polipropylenu	1 500 mln EUR	2022
2	Grupa Lotos S.A.	Projekt EFRA - efektywna rafinacja	Projekt mający za zadanie zwiększyć konwersję przerobu ropy naftowej, zmniejszając jednocześnie ilość pozostałości po przerobie surowca	2 300 mln zł.	2018
3	PKN Orlen S.A.	Elektrociepłownia gazowa	Produkcja energii elektrycznej oraz ciepłej z nowej jednostki o mocy blisko 600 MW w Płocku	1 650 mln zł.	2018
4	PKN Orlen S.A.	Instalacja kwasu azotowego i neutralizacji	Budowa instalacji kwasu azotowego i neutralizacji - rozbudowa zdolności produkcyjnych nawozów w Anwil SA we Włocławku	1 300 mln zł.	2022
5	Synthos S.A.	Instalacja produkcji kauczuku SSBR	Rozbudowa zdolności produkcyjnych w zakresie nowoczesnych kauczuków SSBR w nominalnej wielkości ok. 90 tys. ton rocznie.	568 mln zł.	2015
6	PKN Orlen S.A.	Instalacja metatezy	Zwiększenie wolumentu produkcji propylenu w Płocku o 100 tys. ton propylenu rocznie (do 550 tys. ton/rok).	400 mln zł.	2018
7	Grupa Azoty S.A.	Wytwórnia poliamidów II 80 tys.ton/rok	Poprawa efektywności zagospodarowania kaprolaktamu produkowanego w Grupie Azoty	320 mln zł.	2017
8	Ciech S.A.	Projekt SODA +200	Rozbudowa mocy produkcyjnych zakładu sodowego w Inowrocławiu o dodatkowe 200 tys. ton/rok.	318 mln zł.	2016
9	Bioagra S.A.	Zakład produkcji Etanolu	Rozbudowy i modernizacja instalacji technologicznych w Zakładzie Produkcji Etanolu "Goświnowice"	150 mln zł.	2020
10	Grupa Azoty Puławy S.A.	Produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu	Umożliwienie produkcji i sprzedaży nowych nawozów stałych w wymiarze 160 tys. ton rocznie	138 mln zł.	2015

Źródło: DM Banku BPS S.A.



## 6. 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 inżyniersko – 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\*(1 - 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.

### Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza fundamentalnie niedowartościowany -prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony- prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza fundamentalnie przewartościowany -prognozowanie spadku ponad 10%

## 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 DM Banku BPS SA a GPW S.A w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”. Opracowanie publikowane jest w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 04 września 2020 roku, 17:06

Dystrybucja niniejszego opracowania: 04 września 2020 roku, 17:15

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 zleceniodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) osobistej rekomendacji; bądź (2) porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź (3) oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególności sposób; bądź (4) 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, ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

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/informacje/221/Materialy\\_Analityczne](https://dmbps.pl/informacje/221/Materialy_Analityczne).

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/informacje/228/Regulamin\\_zarzadzania\\_konfliktami\\_interesow\\_w\\_Domu\\_Maklerskim\\_Banku\\_BPS\\_SA](https://dmbps.pl/informacje/228/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_w_Domu_Maklerskim_Banku_BPS_SA)

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 DM BPS, 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 DM BPS. 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.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20. Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

<p><b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b></p> <p>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,</p> <p>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556</p> <p><a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a></p>	
<p><b>Departament Analiz</b></p>	
<p><b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> p.o. Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542</p> <p><b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548</p>	<p><b>Wojciech Białek</b> Analityk</p> <p><b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny</p>
<p><b>Departament Sprzedaży</b></p>	
<p><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</p> <p><b>Artur Kobos, MPW</b> Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:artur.kobos@dmbps.pl">artur.kobos@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 511</p>	<p><b>Bartosz Szaniawski</b> <a href="mailto:bartosz.szaniawski@dmbps.pl">bartosz.szaniawski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 525</p> <p><b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522</p> <p><b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>

### Wykaz rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Data ważności	Sporządził
PROCHEM	nd	24,00	20,50	Raport Inicjujący	04.09.2020	31.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,94	2,93	Raport Aktualizujący	07.07.2020	31.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
Neuca	nd	464	405,00	Raport Aktualizujący	26.03.2020	31.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
JSW	Kupuj	36,00	21,38	Raport Inicjujący	31.12.2019	31.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
Neuca	nd	386,00	366,00	Raport Aktualizujący	15.11.2019	31.12.2019	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,44	1,23	Raport Aktualizujący	09.11.2019	31.12.2019	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
Neuca	nd	307,00	305,00	Raport Inicjujący	24.07.2019	31.12.2019	Bartłomiej Michalski
VIVID GAMES	nd	2,07	1,536	Raport Inicjujący	10.07.2019	31.12.2019	Bartłomiej Michalski