

ANALIZA GRUPY INSTAL KRAKÓW SA

SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Grupa INSTAL KRAKÓW SA – podsumowanie.....	2
Grupa INSTAL KRAKÓW SA – informacje o spółce	3
Historia, zarząd, akcjonariat	3
przedmiot działalności, Strategia rozwoju	4
Grupa INSTAL KRAKÓW SA – analiza finansowa	10
Przychody i wyniki	10
Prognoza.....	11
Płynność finansowa, zadłużenie, dywidendy	12
WSKAŹNIKI RYNKOWE	13
ZASTRZEŻENIA.....	14

Autorem analizy jest Paweł Malik (www.GazetaGieldowa.pl)

Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki III kwartału 2018 roku. Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prośba o dokładne zapoznanie się z nim. Dane i wykresy za INSTAL KRAKÓW SA lub opracowanie własne na podstawie danych z raportów INSTAL KRAKÓW lub biznesradar.pl

ARGUMENTY ZA I PRZECIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Dynamiczny wzrost segmentu deweloperskiego – realizacja kolejnych etapów osiedla Przewóz	Presja płacowa i kadrowa w budownictwie
Poprawa w segmencie budowlano-montażowym – kontrakty przy budowie elektrowni Jaworzno III i ostatnie przetargi wygrane z ofertami powyżej budżetów zamawiających	Ryzyko zmniejszenia backlogu ze względu na unieważnianie przetargów z powodu ofert wyższych od budżetów zamawiającego
Poprawa we Frapolu	Możliwe zahamowanie w deweloperce
Szacowany rekordowy zysk w 2018 roku	Opóźnienie w rozpoczęciu sprzedaży mieszkań na osiedlu przy ul. Domagały w Krakowie
Nowi akcjonariusze z Raimondo Egginkiem	
Mocna pozycja finansowa – nadwyżka gotówkowa	
Atrakcyjna wycena C/Z i C/WK	
Tworzony nowy plan zagospodarowania dla gruntów w Krakowie-Rybitwy	

GRUPA INSTAL KRAKÓW SA – PODSUMOWANIE

Instal Kraków SA to spółka z branży budowlanej, jednak obejmująca różne obszary działalności w ramach tej branży.

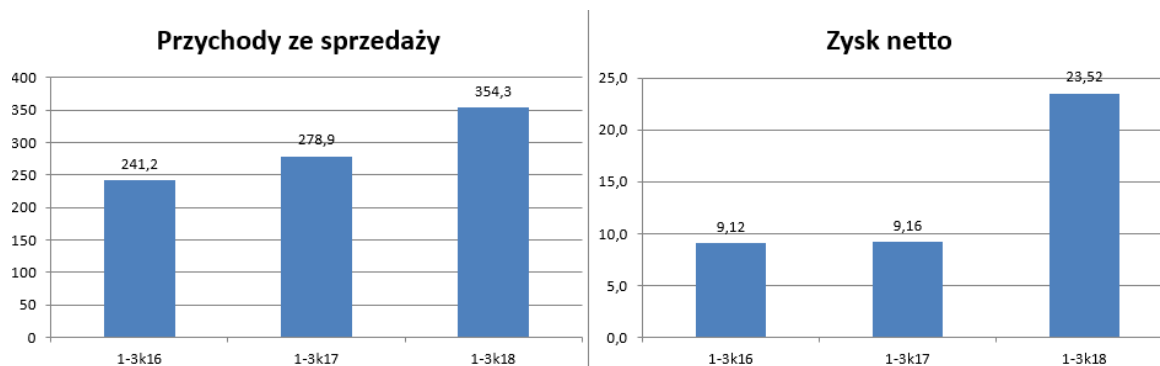
Po trudniejszym 2017 roku wynikającym ze strat w spółce zależnej Frapol na kontraktach zagranicznych 2018 rok jest znacznie lepszy. Można wręcz oczekiwać rekordowego zysku.

Duża zasługa to boom w branży deweloperskiej, która stała się istotną częścią działalnością Instalu. Kolejne etapy osiedla przy ul. Przewóz w Krakowie sprzedają się dobrze. Rozpoczęta została nowa inwestycja przy ul. Domagały, choć pojawiły się tam problemy z dojazdem, co uniemożliwia rozpoczęcie sprzedaży.

Poprawiła się rentowność projektów budowlanych, a ostatnie przetargi wygrywane są z ofertami powyżej budżetów zamawiających.

Frapol skoncentrował się bardziej na produkcji niż realizacji zagranicznych i ryzykownych projektów i dzięki temu poprawia się segment systemów klimatyzacyjnych i wentylacyjnych.

Przychody po 3 kwartałach 2018 roku są wyższe o 27% r/r, a zysk netto wzrósł o 157%.



Dodatkowym atutem może być posiadany teren w dzielnicy Rybitwy w Krakowie, dla którego zmieniany jest obecnie plan zagospodarowania i docelowo powstać ma tam osiedle dla 20 000 mieszkańców.

Wydaje się, że wartość Instalę dostrzegł Raimondo Eggink – ikona polskiej giełdy i razem z grupą inwestorów osiągnął ostatnio ponad 8% w akcjonariacie spółki.

GRUPA INSTAL KRAKÓW SA – INFORMACJE O SPÓŁCE

HISTORIA, ZARZĄD, AKCJONARIAT

INSTAL Kraków wywodzi się z przedsiębiorstwa państwowego.

W 1950 roku powstało Przedsiębiorstwo Instalacji Sanitarnych nr 2, które uczestniczyło w realizacji m.in. Huty Zawiercie, WSK w Rzeszowie i Mielcu, Zakładów Azotowych w Tarnowie, Huty Stalowa Wola i Elektrowni Siersza. Budowało magistrale c.o. w Krakowie z Elektrociepłowni w Łęgu.

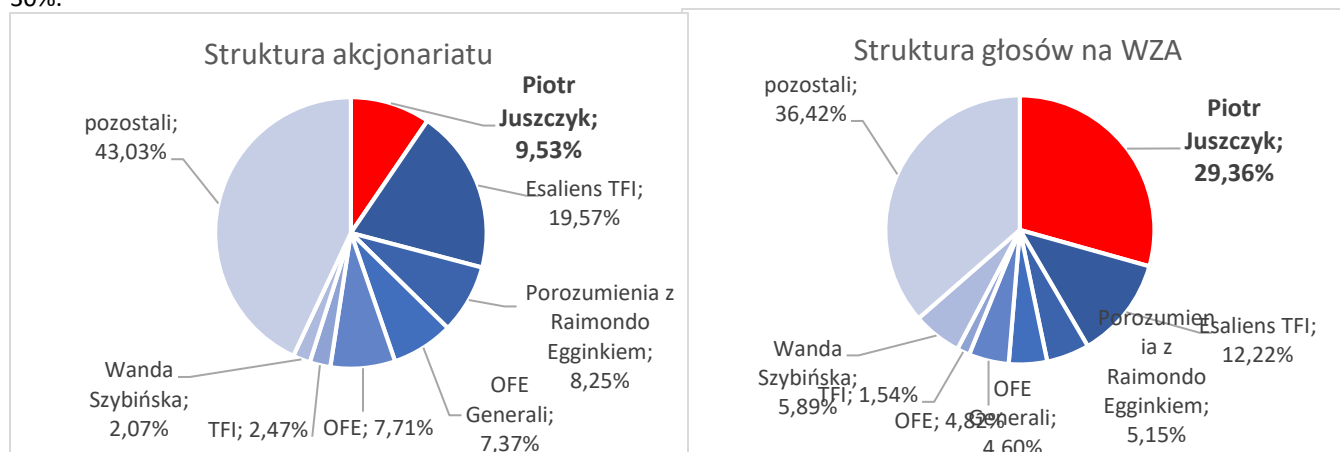
Nazwę zakładu kilkakrotnie zmieniano i w 1967 przyjęło nazwę Przedsiębiorstwo Instalacji Przemysłowych INSTAL w Krakowie.

W 1992 roku przekształcone zostało w spółkę INSTAL Kraków sp. z o.o., a w 1998 roku w INSTAL Kraków SA. Głównym akcjonariuszem był wtedy XI NFI.

Spółka debiutowała na GPW w 1999 roku.

Instal Kraków posiada spółki zależne Frapol sp. z o.o. (78,9%), BTH Instalacje sp. z o.o. (50%) i spółkę stowarzyszoną Biprowumet Sp. z o.o. (32,9%).

Łączna liczba akcji 7 285 500, jednak akcje serii A w ilości 1 095 350 akcji są uprzywilejowane i dają 5 głosów na akcję. To powoduje, że pomimo iż Prezes Piotr Juszczyk ma niecałe 10% w akcjonariacie to jego udział w głosach na WZA wynosi blisko 30%.



Zarząd (osoby, które od lat są w spółce):

- Piotr Juszczak (76 lat) – Prezes, Dyrektor Generalny – w INSTALu od 1970 roku zaczynał jako inżynier budowy; od 1990 Dyrektor Generalny, a później Prezes Zarządu
- Małgorzata Kozioł – Członek Zarządu, Dyrektor Pionu Prawnego – w spółce od 2000 roku
- Rafał Markiewicz – Członek Zarządu, Dyrektor Realizacji i Rozwoju – w spółce od 1998 roku
- Rafał Rajtar – Członek Zarządu, Dyrektor Finansowy – w spółce od 2000 roku

PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, STRATEGIA ROZWOJU

Główne segmenty operacyjne:

- działalność budowlano-montażowa przemysłowa
- produkcja przemysłowa
- działalność deweloperska
- działalność zagraniczna
- systemy klimatyzacyjne i wentylacyjne (Frapol sp. z o.o.)

Segment - Budownictwo przemysłowe

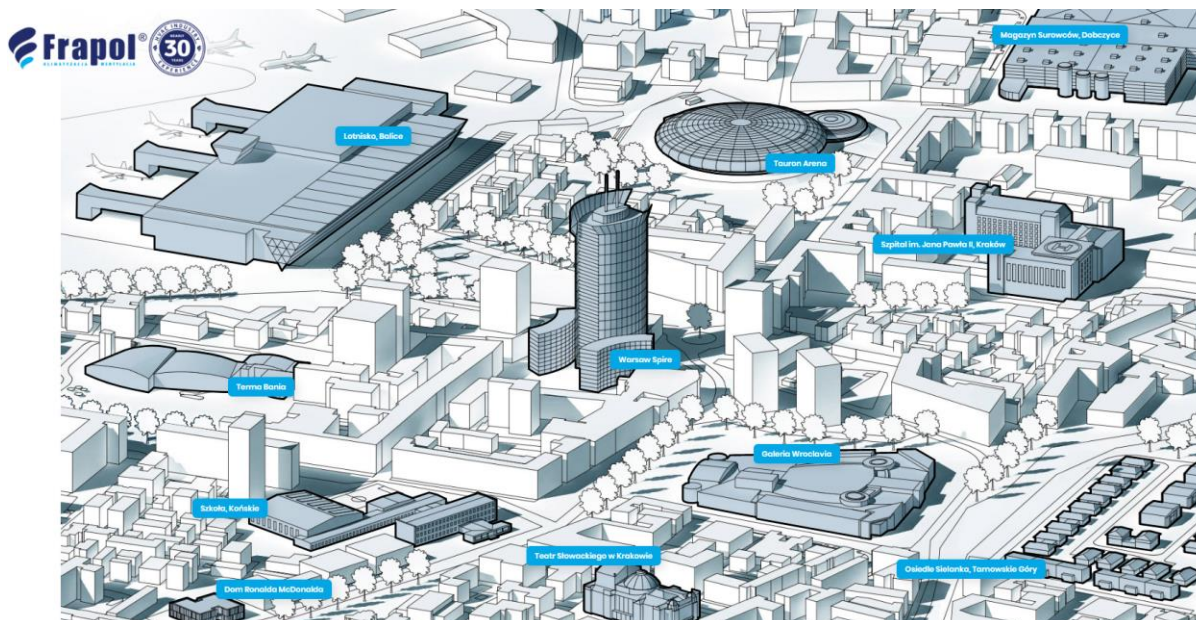
Od lat Grupa realizuje zadania w sektorze energetycznym, gospodarki wodno-ściekowej oraz specjalistycznych instalacjach technologicznych.



Zazwyczaj jako generalny wykonawca specjalizuje się w wykonawstwie przedsięwzięć w zakresie technologii i instalacji dla uzdatniania wody przemysłowej i komunalnej, oczyszczania ścieków oraz kanalizacji, instalacji przemysłowych dla sektora energetycznego, instalacji dla ciepłownictwa i ogrzewnictwa, instalacji oczyszczania spalin oraz instalacji paliwowych.



W tym segmencie spółka zależna Frapol świadczy jako podwykonawca usługi w zakresie montażu lub modernizacji instalacji wentylacji i klimatyzacji w budynkach użyteczności publicznej, obiektach rekreacyjno-sportowych, obiektach przemysłowych oraz dla budownictwa mieszkaniowego.



BTH Instalacje wykonuje instalacje przemysłowe i sanitarne oraz generalne wykonawstwo obiektów kubaturowych i wielkopowierzchniowych.

Strategicznie Instal Kraków chce rozwijać swoją działalność w tym segmencie poprzez:

- pozyskiwanie inwestycji związanych ze środkami unijnymi w zakresie ochrony środowiska
- realizację inwestycji związanych z modernizacją sektora energetycznego w zakresie ochrony środowiska naturalnego oraz efektywności energetycznej (instalacje oczyszczania spalin, oczyszczanie ścieków, uzdatnianie wody itp.)
- realizację inwestycji związanych z gospodarką odpadami

Obecnie wykonywane główne przedsięwzięcia:

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Termin zakończenia
2017-04-28	Tauron	Projekt i budowa stacji uzdatniania wody oraz oczyszczalni ścieków w ramach projektu Jaworzno III	43	2019-11
2017-05-15	Tauron	Projekt i budowa instalacji sprężonego powietrza w ramach projektu Jaworzno III	19	2019-11
2017-11-22	E00387 (Rafako)	Instalacji wentylacji, klimatyzacji, oddymiania, ogrzewania i AKPiA w elektrowni Jaworzno III	48,3	2019-11
2018-07-23	Tauron	Odtworzenie stacji przygotowania wody zdemineralizowanej SDW w TAURON Wytwarzanie SA – Oddział Elektrownia Łagisze w Będzinie	45,4	2020-01
2019-01-03	WOD.-KAN. Bełchatów	Budowa instalacji stabilizacji osadów ściekowych w Zamkniętych Komorach Fermentacyjnych w Oczyszczalni Ścieków w Bełchatowie	21,5	2021-01

Spółka realizuje też mniejsze projekty z zakresu ochrony środowiska (modernizacja oczyszczalni ścieków) – wykaz w raporcie półrocznym.

Popatrzmy na wyniki przetargów wygranych przez INSTAL KRAKÓW w 2018 roku.

Otwarcie ofert na „**Odtworzenie stacji przygotowania wody zdemineralizowanej SDW w TAURON Wytwarzanie S.A. - Oddział Elektrownia Łagisza w Będzinie**”.

1. Zamawiający zamierza przeznaczyć na sfinansowanie zamówienia kwotę w wysokości 45 939 270,00 PLN (brutto).
2. W przedmiotowym postępowaniu w wymaganym terminie ofertę złożył następujący Wykonawca:
 - 1) Konsorcjum Firm:
 Lider: Instal Kraków S.A. ul. K. Brandla 1, 30-735 Kraków
 Partner: Hidrofilt Water Treatment Ltd Nagykanizsa Magyar Str. 191, H-8800 (Węgry)
 Cena oferowana brutto wynosi 49 052 400,00 PLN
 - 2) J.T.C. Spółka Akcyjna ul. Siemońska 25, 42-500 Będzin
 Cena oferowana brutto wynosi 56 456 631,00 PLN
 - 3) SEEN Technologie Sp. z o. o. ul. Siennicka 29, 04-394 Warszawa
 Cena oferowana brutto wynosi 52 521 000,00 PLN

pn.: **Kontrakt 01 - „Budowa instalacji stabilizacji osadów ściekowych w Zamkniętych Komorach Fermentacyjnych na Oczyszczalni Ścieków w Bełchatowie”**

1. Kwota jaką Zamawiający zamierza przeznaczyć na sfinansowanie zamówienia: 14.681.172,63 zł brutto;
2. Do wyznaczonego terminu składania ofert, oferty złożyli następujący Wykonawcy:

Nr oferty	Nazwa Wykonawcy i jego adres	Cena oferty [zł] (brutto)	Termin wykonania zamówienia	Okres gwarancji [m-ce]	Warunki płatności zawarte w ofertach
1.	Instal Kraków S.A., ul. Konstantego Brandla 1, 30-732 Kraków	<u>23 209 305,94</u>	Zgodnie z projektem umowy	60	Zgodnie z projektem umowy
2.	Konsorcjum Wykonawców w składzie: HUSAR Budownictwo Inżynieryjne S.A. – Lider Konsorcjum, ul. Płocka 15, 87-800 Włocławek; FAMBUD – Jerzy Pietrzak Sp. z o.o. – Partner Konsorcjum, Al. Rataja 16, 96-100 Skierniewice	26 758 650,00	Zgodnie z projektem umowy	60	Zgodnie z projektem umowy
3.	SEEN Technologie Sp. z o.o., ul. Siennicka 29, 04-394 Warszawa;	28 215 337,77	Zgodnie z projektem umowy	65	Zgodnie z projektem umowy

W obydwu przetargach złożone zwycięskie oferty przekraczały budżet zamawiającego. Można więc oczekiwać, że INSTAL Kraków skalkulował je uwzględniając możliwy wzrost kosztów wynagrodzeń i materiałów.

Segment – Działalność deweloperska

INSTAL Kraków od 2006 roku realizuje projekty deweloperskie. Co ciekawe spółka finansuje te budowy własnymi środkami.

Spółka posiada sporo terenów inwestycyjnych, jednak niestety nie publikuje ich wykazu. Wartość nieruchomości inwestycyjnych na 30.09.2018 roku wynosiła 75,7 mln zł. Jednak rozpoczęte budowy osiedli Nowy Przewóz 5.0 i przy ul. Domagały wykazywane są w zapasach. Łączna wartość zapasów 113 mln zł, ale obejmowała też te związane z działalnością produkcyjną i usługową.

W 2017 roku zakończyła się sprzedaż wszystkich mieszkań na osiedlu „Sołtysowicka Park”. Realizowany jest kolejny etap osiedla przy ul. Przewóz i rozpoczął się nowy projekt deweloperski przy ul. Domagały. Wszystko w Krakowie.

Osiedle Nowy Przewóz 5.0

Sztandarowym projektem jest budowa osiedla przy ul. Przewóz, które powstaje od 2007 roku. Obecnie realizowanych jest 9 budynków z 731 mieszkaniami w ramach projektu „Nowy Przewóz 5.0”. Jeszcze w 2017 roku zostały oddane do użytkowania 4 budynki z 320 mieszkaniami (na powyższym planie 32G, 32H, 32J i 32K) z etapu I. Koszt wybudowania (umowa z Chemobudową) to 54 mln zł netto.

Zdecydowana większość mieszkań została przekazana klientom w I półroczu 2018 roku. Stąd blisko 80 mln zł przychodów w segmencie deweloperskim w I półroczu i zysk brutto 20 mln zł. Obecnie w sprzedaży z tego etapu pozostało do sprzedaży tylko 1 mieszkanie.

W ramach II etapu wybudowane zostały 2 budynki 32F i 32L - ok. 160 mieszkań. Koszt wybudowania to 27,5 mln zł netto. Pozwolenie na użytkowanie spółka otrzymała w IV kw. 2018 roku, dlatego jeszcze w 2018 roku rozpoczęło się przekazywanie mieszkań i można oczekiwać dobrego wyniku z tego segmentu w IV kw. 2018 r.

Ostatnie 3 budynki z tego etapu (32D, 32E, 32M) są w trakcie budowy i są już w sprzedaży. Koszt wybudowania to 43,4 mln zł netto. Zgodnie z umową z wykonawcą budowa ma zostać zakończona do końca maja 2019 roku.

Zaliczki wpłacone przez nabywców mieszkań na 30.09.2018 roku wynosiły blisko 18 mln zł.

Osiedle przy ul. Domagały

Źródło: Q-arch.pl – koncepcja osiedla z 2007 roku – łącznie 15 budynków o pow. użytk. 63 751m² (ok. 1400 mieszkań)

Pod koniec 2017 roku INSTAL rozpoczął realizację nowego osiedla położonego przy ul. Domagały. 29.11.2017 zawarta została umowa z PPB Łęgprzem na wykonanie I etapu budowy osiedla. Data ukończenia 28.02.2019 i koszt wybudowania 32,5 mln zł netto.

14.02.2018 zawarta została umowa z Krakbau na realizację 6 budynków w ramach tego osiedla. Data ukończenia 31.08.2019, a koszt wykonania 32,5 mln zł netto.

I co ciekawe pomimo, że zbliża się termin zakończenia budowy I etapu ciągle te mieszkania nie trafiły do sprzedaży.

W sieci można znaleźć informację, że nie ma do osiedla dojazdu. Okazuje się, że zbudowana została ul. Domagały przez miasto, ale bez 24-metrowego fragmentu, co powoduje, że jest nieprzejezdna ([link - od ok. 6 minuty](#)). Problemem są kable leżące w drodze, które nie były zinwentaryzowane i teraz trzeba drogę przeprojektować. Środki w budżecie miasta są, ale może to potrwać nawet do II połowy 2019 roku.

INSTAL w grudniu 2018 r. kupił od miasta działkę przy ul. Domagały na kolejny etap budowy osiedla ([link](#)). Zatem chce w przyszłości dalej rozwijać ten projekt. Opóźnienie w rozpoczęciu sprzedaży wydaje się przejściowe, choć oznacza to zamrożenie środków spółki przez kilka miesięcy dłużej. Obie zawarte umowy to łącznie 65 mln zł netto.

Zdjęcia z realizacji: [link](#)

Działki rolne na Rybitwach



INSTAL Kraków posiada duży obszar na Rybitwach w Krakowie. Pokazany na planie teren to aż 34,6 ha, z których większość podobno należy do spółki.

Obecnie jest to teren rolniczy, ale w 2017 roku rozpoczął się proces tworzenia planu zagospodarowania tego terenu zakładający zbudowanie nowego osiedla z ponad 6 000 mieszkaniami.

Informacje prasowe o terenie: [link1](#) , [link2](#), [link3](#)

Zmiana zagospodarowania terenu budzi wiele kontrowersji, więc przekształcenie nie jest pewne, choć procedura ruszyła. Osobiście uważam, że grunty orne na terenach dużych aglomeracji miejskich powinny być przekształcane.

Procedura tworzenia planu zagospodarowania terenu: [link](#)

Segment – działalność zagraniczna

Obejmuje działalność dwóch spółek – INSTAL Kraków i Frapol realizowaną głównie na rynku niemieckim, na którym grupa ma samodzielne oddziały z siedzibą w Moers.

Prace wykonywane są w systemie podwykonawstwa i są to głównie prace remontowe i montażowe w zakresie instalacji technologicznych w elektrowniach i zakładach przemysłowych, instalacji sanitarnych, w tym klimatyzacji i wentylacji oraz ogrzewania, centralach ciepłych, instalacji gazów technicznych, montaż konstrukcji stalowych, prace spawalnicze oraz usługi obróbki mechanicznej odlewów żeliwnych.

Przykładową realizacją jest montaż instalacji c.o., wod-kan., wentylacji i klimatyzacji na lotnisku we Frankfurcie na Menem.

Na koniec 2017 roku zatrudnionych było 988 osób, w tym 345 na rynkach zagranicznych.

W 2017 roku Frapol potknął się jednak na kontraktach na rynku belgijskim i poniósł stratę brutto -8,9 mln zł (strata netto - 6,8 mln zł), co mocno popsuło wyniki skonsolidowane. Po 3 kwartałach 2018 roku widać jednak poprawę.

Segment – produkcja lekka – Frapol

Segment ten dotyczy spółki Frapol i obejmuje produkcję central wentylacyjno-klimatyzacyjnych, rekuperatorów, zintegrowanych systemów klimatyzacji, pomp ciepła, systemów oddymiania i przeciwpożarowych oraz układów sterowania.

Klientami są głównie inwestorzy realizujący duże inwestycje.

Firma Frapol powstała w 1990 roku, w 1994 roku otwarta została pierwsza własna hala produkcyjna. Firma posiada 2 zakłady produkcyjne w Krakowie.

**Segment – produkcja ciężka - INSTAL**

Wytwarzanie konstrukcji stalowych dla budownictwa przemysłowego obejmujące urządzenia i prefabrykaty do wymienników, kotłowni, stacji uzdatniania ścieków, instalacji wentylacyjnych, klimatyzacyjnych, odpylających, hydroforowni i przepompowni, instalacji odsiarczania i odazotowania spalin, instalacji technologicznych sanitarnych oraz konstrukcji stalowych wg indywidualnych projektów zamawiającego.

INSTAL ma 2 zakłady produkcyjne w Krakowie i Oświęcimiu.

Produktami spółki są zbiorniki magazynowania, silosy, zgarniacze osadów, mieszadła prętowe, rurociągi i urządzenia do transportu mediów, wymienniki, kanały wentylacji przemysłowej, kanały spalinowe i powietrzne dla elektrowni, konstrukcje nośne i wsporcze, bariery ochronne.

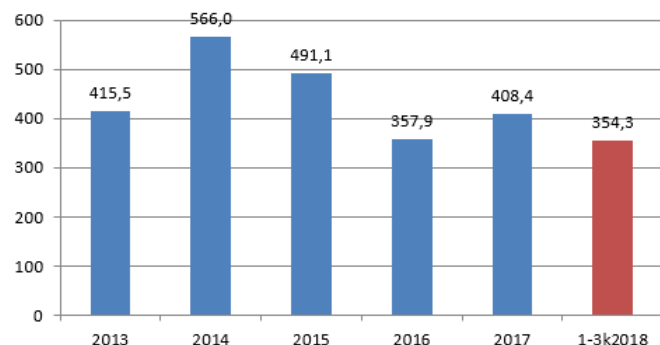


GRUPA INSTAL KRAKÓW SA – ANALIZA FINANSOWA

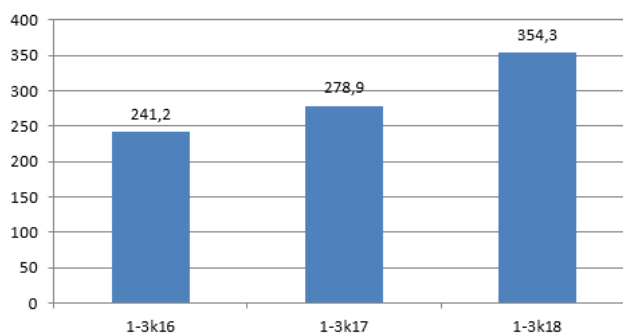
PRZYCHODY I WYNIKI

Po 3 kwartałach 2018 roku przychody ze sprzedaży wyniosły 354,3 mln zł (+27%).

Przychody ze sprzedaży



Przychody ze sprzedaży



Warto popatrzeć na przychody w rozbiciu na poszczególne segmenty.

Największy udział ma segment budowlano-montażowy, który odpowiada za 42% przychodów. O ile w 2017 roku wzrósł zaledwie o 6% to po 3 kwartałach 2018 roku imponuje skokiem aż o 51%. Związane jest to z ożywieniem w zamówieniach publicznych oraz dużymi umowami zawartymi w 2017 roku związanymi z budową elektrowni Jaworzno III. Umowy te realizowane mają być do listopada 2019 roku, można więc oczekiwać utrzymania wysokich przychodów w kolejnych kwartałach.

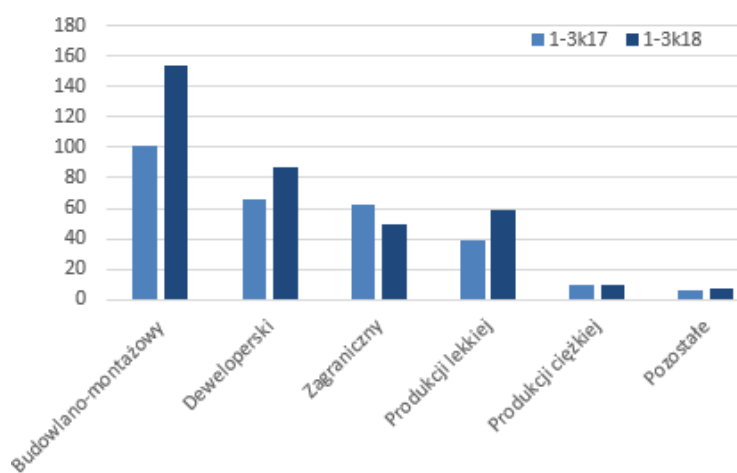
Segment deweloperski (24%) wzrósł w 2017 roku aż o 76%, a w 2018 roku o 31%. Pozytywnie na przychody i wyniki wpłynęło przekazanie mieszkań z I etapu osiedla Nowy Przewóz 5.0. Ponieważ w IV kw. rozpoczęło się przenoszenie własności mieszkań z II etapu tego osiedla to również IV kw. i zapewne I kw. 2019 pokażą wysokie przychody. III etap osiedla ma być ukończony w maju 2019, więc o ile gwałtownie nie zahamuje deweloperka można oczekiwać utrzymania wysokich przychodów w 2019 roku. Wydaje się też, że w 2019 roku uda się rozwiązać problem dojazdu do osiedla przy ul. Domagały i rozpocząć sprzedaż i zarazem przekazywanie mieszkań w wybudowanych już budynkach.

Segment zagraniczny po sparzeniu się w 2017 roku podbojem nowych rynków spadł o 20%. Widać, że grupa przyjęła bardziej konserwatywne podejście do tych projektów patrząc mocniej na rentowność i ryzyka z nimi związane. Obecnie udział tego segmentu to niecałe 14%.

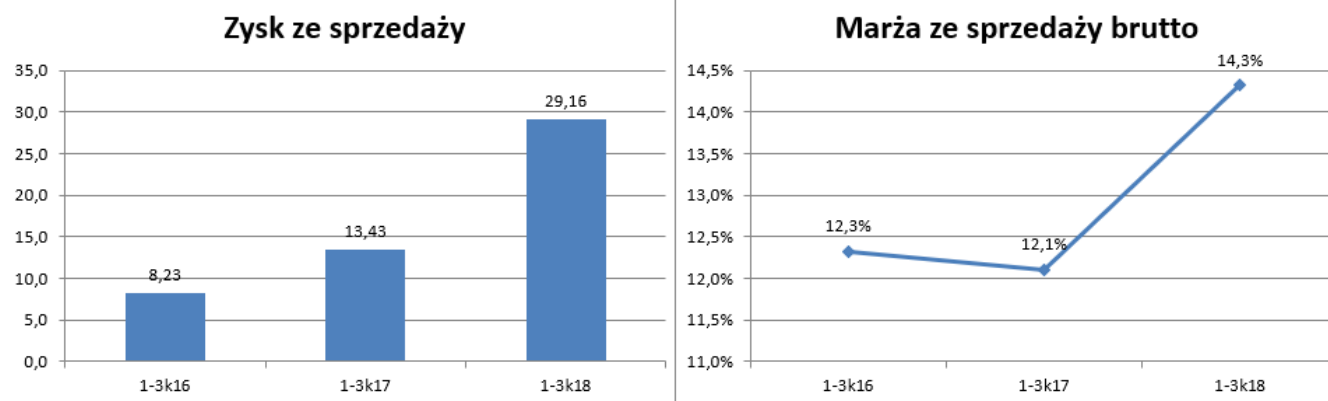
Segment produkcji lekkiej (klimatyzacja i wentylacja – Frapol) rośnie wraz z ożywieniem na rynku budownictwa. W 2017 roku wzrost wyniósł 13%, a w 2018 r. jest +16%. Przychody z tego segmentu są już wyższe od segmentu zagranicznego i udział wynosi 16%.

Segment produkcji ciężkiej staje się coraz bardziej marginalny.

Przychody ze sprzedaży wg segmentów



Poprawiła się ten znacząco rentowność. Marża ze sprzedaży brutto wzrosła po 3 kwartałach 2018 roku do 14,3% z 12,1% (w całym 2017 roku było to 11,1%). Z jednej strony poprawiły się marże segmentu budowlano-montażowego i produkcji lekkiej, a z drugiej wzrósł udział działalności deweloperskiej, która osiąga znacznie wyższe marże.



Warto popatrzeć osobno na poszczególne segmenty.

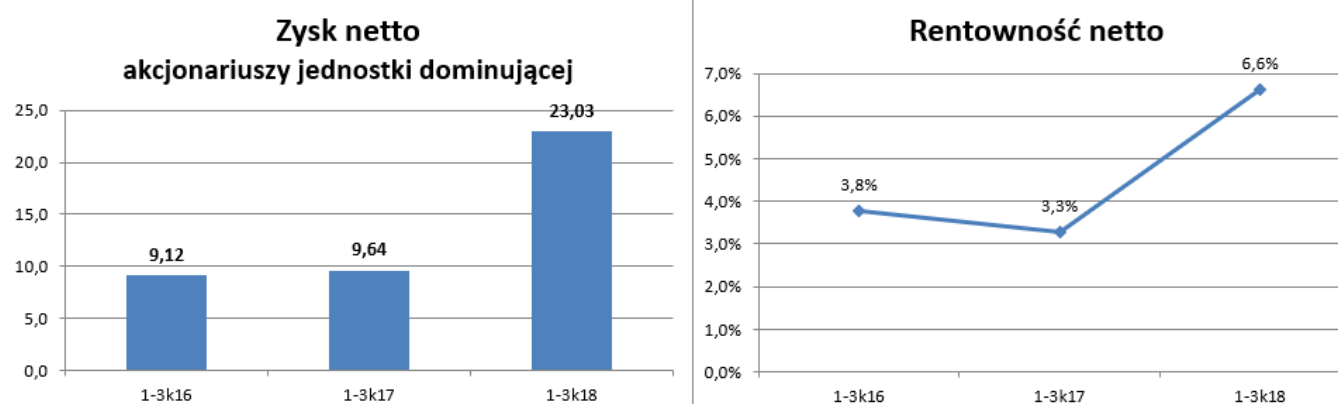
	Budowlano-montażowy		Deweloperski		Zagraniczny		Produkcji lekkiej	
	1-3k17	1-3k18	1-3k17	1-3k18	1-3k17	1-3k18	1-3k17	1-3k18
Przychody	101 599	153 709	66 146	86 801	62 477	49 916	39 084	59 039
Zysk ze sprzedaży	-1 358	2 958	14 055	21 592	162	1 330	260	4 164
Marża ze sprzedaży	-1,3%	1,9%	21,2%	24,9%	0,3%	2,7%	0,7%	7,1%
Zysk brutto	-1 396	5 139	14 138	21 326	-404	648	274	3 507

Wszystkie główne segmenty poprawiły swoją rentowność. Budowlanka funkcjonuje na niskiej rentowności, ale już dodatkowo, natomiast wysoką marżę osiąga działalność deweloperska. Warto pamiętać, że jest ona realizowana bez wspomaganie kredytami, a tym samym nie ma kosztów odsetkowych.

Poprawiła się rentowność produkcji lekkiej we Frapolu.

To wszystko sprawia, że zysk ze sprzedaży wzrósł po 3 kwartałach o ponad 100% do 29,2 mln zł.

Również zysk netto odnotował spektakularny wzrost o 139% do 23,0 mln zł (zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej).



PROGNOZA

Rok temu INSTAL pomimo bardzo wysokich przychodów 129 mln zł osiągnął zysk netto (jedn. dom.) 2,5 mln zł. W tym roku powinno być znacznie lepiej.

W raporcie za III kw. można przeczytać o czynnikach, które będą miały wpływ na wyniki kolejnego kwartału.

„Dla kolejnego etapu przy ul. Przewóz uzyskane pozwolenie na użytkowanie umożliwi rozpoczęcie przenoszenia własności w czwartym kwartale 2018 roku i w konsekwencji wpłynie pozytywnie na przychód i zysk jeszcze tego roku.”

Zakładam zatem dla segmentu deweloperskiego przychód 25 mln zł i utrzymanie wysokiej marży 24%.

„Prowadzone realizacje na pozyskanych kontraktach powinny w IV kwartale 2018 roku pozytywnie wpływać na wynik segmentu budowlano – montażowego.”

Zakładam przychód 70 mln zł (w IV kw. 2017 było 64,8m) i marżę ze sprzedaży brutto 3% (w III kw. 2018 było 3,4%).

Szacuję, że przychody w IV kw. wyniosą 140 mln zł (segment budowlano-montażowy 70m, deweloperski 25m, produkcji lekkiej 25m), zysk ze sprzedaży ok. 10 mln zł, a zysk netto 7 mln zł.

Czyli za cały **2018 rok przychody ze sprzedaży 494 mln zł, a zysk netto (jd) 30 mln zł (+146%)**. I byłby to rekordowy zysk w historii spółki.

W kontekście 2019 roku można liczyć na dalszą realizację zawartych już umów budowlano-montażowych (przy elektrowni Jaworzno kończą się w listopadzie 2019 roku, a w elektrowni Łagisze w styczniu 2020 roku). Podpisana w ostatnich dniach umowa na prace przy oczyszczalni ścieków w Bełchatowie pokazuje, że jednak zamawiający „łamią się” i akceptują oferty nawet znacząco odbiegające od założonych budżetów. A to jest jedna z obaw wyrażanych przez spółkę:

„Nadal obserwujemy, że obecnie szereg postępowań na rynku budowlanym jest unieważnianych z powodu zbyt niskich budżetów planowanych przez Zamawiających na realizację zamówień. Może to wpływać negatywnie na budowę portfela zamówień w kolejnych okresach.”

Kolejne miesiące pokażą, czy nastąpi zahamowanie inwestycji z powodu wzrostu kosztów, czy jednak zamawiający zaakceptują wyższe oferty. Jest to jeden z elementów ryzyka i trzeba się liczyć z tym, że spowolnienie gospodarcze raczej będzie hamować decyzje inwestycyjne. Z drugiej strony trzeba jednak wydać środki unijne z obecnej perspektywy unijnej, bo w kolejnej już tak dobrze nie będzie.

Zakończenie II i III etapu budowy osiedla Nowy Przewóz 5.0 pozwoli na uzyskanie przychodów zbliżonych w tym segmencie do 2018 roku i można zakładać, że pomimo opóźnienia w II półroczu 2019 roku sprzedawane będą mieszkania z osiedla przy ul. Domagały. Oczywiście trzeba przyjąć, że sprzedaż będzie wolniejsza niż w ostatnim roku (spowolnienie w deweloperce).

Szacuję, że INSTAL będzie w stanie zbliżyć się w 2019 roku do wyników z 2018 roku, choć już 2020 rok jest obciążony większą niepewnością.

PŁYNNOŚĆ FINANSOWA, ZADŁUŻENIE, DYWIDENDY

INSTAL Kraków ma bardzo dobrą sytuację finansową. Wskaźnik zadłużenia to zaledwie 0,36.

W aktywach główne pozycją to:

- nieruchomości inwestycyjne 76 mln zł (grunty pod przyszłe inwestycje)
- zapasy 113 mln zł (głównie realizowane inwestycje deweloperskie)
- należności i wycena kontraktów budowlanych 102 mln zł
- środki pieniężne i krótkoterminowe aktywa finansowe 52 mln zł
- rzeczowe aktywa trwałe 35 mln zł

W pasywach:

- kapitał własny 249 mln zł
- zobowiązania finansowe 19 mln zł
- zobowiązania z tytułu dostaw i usług 78 mln zł
- zaliczki klientów na zakup mieszkań 18 mln zł.

Jak widać niewielkie zadłużenie finansowe – niższe od krótkoterminowych aktywów finansowych. Nawet zamrożenie środków przez kilka miesięcy przy osiedlu przy ul. Domagały nie powinno być problemem dla spółki. W razie czego ma ona wysoką zdolność kredytową i sporo nieruchomości jako zabezpieczenie hipoteczne.

Spółka może sobie pozwolić na realizację projektów deweloperskich z własnych środków.

Jeśli chodzi o przepływy operacyjne to są one nieregularne, co związane jest z realizacją projektów deweloperskich i rozliczaniem umów budowlanych. W 2017 roku przy zysku 10,7 mln zł przepływy operacyjne wyniosły aż +90,8 mln zł. Po 3 kwartałach 2018 roku przepływy operacyjne są ujemne i wynoszą – 22 mln zł.

INSTAL jest spółką dywidendową, ale są to niewielkie dywidendy ze stopą dywidendy zazwyczaj nie przekraczające 2%.

WSKAŹNIKI RYNKOWE

WSKAŹNIKI 	
C/WK ⓘ	0.42
C/P ⓘ	0.21
C/Z ⓘ	3.95
C/ZO ⓘ	3.28
ROE ⓘ	10.54%
ROA ⓘ	6.56%

Aktualna kapitalizacja to 100 mln zł. Spółka wyceniana jest przy C/Z=4,0. Ten poziom wydaje się bardzo niski. C/WK=0,42 – to również poziom z dużym dyskontem do posiadanych aktywów. A w przypadku zmiany planu zagospodarowania wartość terenów na Rybitwach zwiększy wartość rynkową.

Oczywiście trzeba pamiętać, że zyski w poprzednich latach były niższe, jednak analiza poszczególnych segmentów pokazuje, że spółka ma szansę utrzymać obecne dobre wyniki w kolejnych kwartałach.

Ostatnio w akcjonariacie ujawniło się porozumienie inwestorów związane z Raimondo Egginkiem. Jest to ikona polskiej giełdy. Niezależny członek wielu Rad Nadzorczych związany z giełdą od 25 lat. To na pewno pozytywna informacja.

W kwietniu 2018 roku DM BDM wydał rekomendację KUPUJ z ceną docelową 20,90 zł ([link](#)). Zakładał zysk netto w 2018 roku 14,1 mln zł. Po 3 kw. 2018 jest już 23 mln zł.

Kurs w połowie 2017 roku załamał się i spadł do minimum 10,65 zł. Lepsze wyniki pomogły, jednak od sierpnia trwała kolejna faza załamania. Ostatnie notowania to odbicie związane zapewne z pojawieniem się Egginka.



ZASTRZEŻENIA

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem moich osobistych poglądów, a tym samym zawiera moje subiektywne opinie i przypuszczenia, które mogą się nie zrealizować.

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

Konflikt interesów:

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów. Autorzy materiałów na Portalu Analiz mogą posiadać akcje lub/i obligacje danej spółki.

Zastrzeżenie:

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Autor Analizy nie ponosi jakiejkolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.