



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

INTROL

RAPORT ANALITYCZNY

Po dobrych wynikach Introlu w 2Q'10 spodziewamy się wyraźnej poprawy także w 2H'10. Szacujemy, że w całym 2010 roku przychody i wynik EBITDA wzrosną odpowiednio do 235 mln PLN (+39,5% r/r) i 22,1 mln PLN (+34,8% r/r). W 3Q'10 spodziewamy się wypracowania przez spółkę zysku na poziomie EBITDA w wysokości 6,5 mln PLN, a w 4Q'10 6,7 mln PLN. Atrakcyjnie wyglądają także obecne mnożniki rynkowe spółki: EV/EBITDA'10 oraz EV/EBITDA'11, które wynoszą odpowiednio 7,3x oraz 6,5x, co stanowi 19,1% i 19,4% dyskonto do mediany porównywanych spółek. Dlatego biorąc pod uwagę coraz lepsze wyniki spółki oraz dobre perspektywy na kolejne lata zdecydowaliśmy się wznowić wydawanie rekomendacji dla Introlu od zalecenia Akumuluj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 7,80 PLN/akcję.

Wzrost dynamiki w całym sektorze budownictwa w 2009 roku o 3,7% w stosunku do 2008 to zasługa realizacji dużych inwestycji infrastrukturalnych, które zostały sfinansowane z budżetów samorządów i państwa. Prognozujemy, że w 2010 roku dynamika wzrostu będzie zbliżona do ubiegłorocznej. Zakładamy, że przy utrzymaniu się ożywienia gospodarczego, do jeszcze mocniejszej poprawy sytuacji w budownictwie kubaturowym dojdzie w 2H'10/2011 (Introl sfinalizuje większość tegorocznych kontraktów w 3-4Q'10). Szacujemy, że powrót do dwucyfrowego wzrostu dynamiki budowlano-montażowej powinien nastąpić w 2011 roku (nałożenie się realizacji głównych inwestycji infrastrukturalnych związanych bezpośrednio lub pośrednio z Euro 2012 oraz odbicia w budownictwie kubaturowym). W naszej ocenie największymi beneficjentami tej sytuacji powinny być: restrukturyzowana spółka PWP (urządzenia ochrony środowiska) oraz spółki Prozap (systemy automatyki) i Introbot (systemy AKPiA), w których spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży.

Zwracamy także uwagę, że Introl po okresie wzmoczonych inwestycji w gospodarkę wodno-ściekową będzie istotnie uczestniczył w przedsięwzięciach mających na celu zagospodarowanie odpadów ściekowych. Zgodnie z prognozą zawartą w „Krajowym Planie Gospodarki Odpadami 2010”, spodziewamy się, że w Polsce na przestrzeni lat 2010-2018 liczba produkowanych odpadów komunalnych zwiększy się o ponad 113% do poziomu 2,3 mln Mg. W tym kontekście oczekujemy systematycznego przyrostu masy osadów ściekowych, co wynikać będzie przede wszystkim z: i) zwiększania liczby oczyszczalni ścieków w Polsce, ii) z wprowadzania wielostopniowych układów oczyszczania ścieków (biologiczne oczyszczanie ścieków, usuwanie biogenów) oraz iii) ze wzrostu efektywności oczyszczania ścieków w oczyszczalniach już istniejących. Zwiększeniu ilości produkcji odpadów komunalnych będzie towarzyszyć wzrost nakładów na ich zagospodarowanie. W naszej ocenie, po okresie wzmoczonych inwestycji w gospodarkę wodno-kanalizacyjną, Introl będzie znacząco partycypował w kontraktach dotyczących gospodarki osadami ściekowymi (budowa biogazowni) oraz odpadami komunalnymi (suszarne, spalarnie).

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody [mln PLN]	168,4	235,0	261,0	265,7	270,6	275,8
EBITDA [mln PLN]	16,4	22,1	23,6	24,8	25,4	25,9
EBIT [mln PLN]	11,9	17,4	18,9	20,1	20,8	21,2
Zysk netto [mln PLN]	10,6	13,2	15,1	16,5	17,4	17,9
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
P/E	17,6	14,1	12,4	11,3	10,7	10,4
EV/EBITDA	10,0	7,2	6,5	5,9	5,4	5,0
EV/EBIT	13,8	9,2	8,2	7,3	6,6	6,1

AKUMULUJ

WYCENA 7,8 PLN

04 LISTOPADA 2010

WZNOWIENIE REKOMENDACJI

Wycena DCF [PLN]	7,8
Wycena porównawcza [PLN]	7,8
Wycena końcowa [PLN]	7,8
Potencjał do wzrostu / spadku	13,2%
Koszt kapitału	10,1%
Cena rynkowa [PLN]	6,9
Kapitalizacja [mln PLN]	186,5
Ilość akcji [mln szt.]	26,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,5
Stopa zwrotu za 3 mc	11,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	36,6%
Struktura akcjonariatu:	
Józef Bodziony*	38,2%
Wiesław Kapral*	38,3%
Pozostali	23,5%
*razem z podmiotami zależnymi	

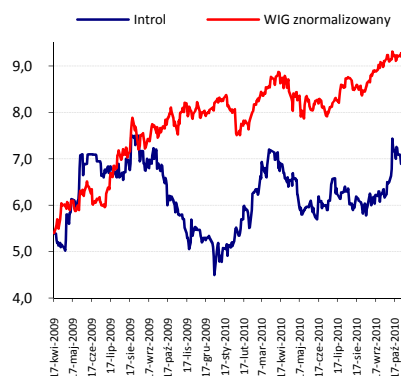
Krzysztof Zarychta

zarychta@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Beskidzki Dom Maklerski S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'10	9
PROGNOZA NA 3Q'10 I 4Q'10 ORAZ W UJĘCIU ROCZNYM NA 2010 ROK.....	12
PROGNOZY WYNIKÓW NA LATA 2011-2019	12
DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI I OTOCZENIE RYNKOWE	14
RYNEK AKPIA	16
INWESTYCJE W INFRASTRUKTURĘ WODNO-KANALIZACYJNĄ	19
PODSUMOWANIE DOTYCHCZASOWYCH PRZEJĘĆ ZA ŚRODKI POZYSKANE Z IPO	24
WYNIKI SPÓŁEK ZALEŻNYCH	25
DANE FINANSOWE	26

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Oceniając wartość spółki wykorzystaliśmy także metodę porównawczą do zbliżonych profilem działalności spółek.

Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach na lata 2010-2012 dała wartość 1 akcji spółki na poziomie 7,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2010-2019 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7,8 PLN. Wycena końcowa jest średnią arytmetyczną z tych metod i wynosi 7,8 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	7,8
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	7,8
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		7,8

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Istotnym segmentem uzyskiwanych przez Introl przychodów jest sektor wodno-kanalizacyjny, obejmujący inwestycję w modernizację oraz budowę nowej infrastruktury, a także zagospodarowanie osadów i ścieków. Według raportowanych przez spółkę informacji bieżących, obecny backlog w tym segmencie wynosi 40,4 mln PLN, a więc ok. 25% przychodów osiągniętych w 2009 roku. Zdecydowana większość inwestycji przeprowadzanych przez jednostki samorządu terytorialnego jest współfinansowana z środków strukturalnych UE. W naszej ocenie wysokie koszty bieżącej ochrony środowiska utrzymają się co najmniej do 2013 roku (koniec Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko na lata 2007-2013). Trudno jednoznacznie ocenić, jaką pulę w nowym budżecie Programu na lata 2013-2020 będą stanowić wydatki na inwestycje wodno-kanalizacyjne, niemniej jednak nie spodziewamy się, by mogły być one znacząco mniejsze od puli 2007-2013. Zgodnie z udostępnianymi przez GUS danymi, od 2000 roku, rośnie bowiem ilość ścieków wymagających oczyszczenia (co ma związek z coraz większą konsumpcją i nieprzerwanie dodatnią dynamiką PKB Polski).

Zarząd grupy Introl, w zrewidowanej prognozie wyników na 2010 rok, przewiduje osiągnięcie przez spółkę 232 mln PLN przychodów ze sprzedaży, 51,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży oraz 13 mln PLN zysku netto. Implikuje to tezę, że Introl będzie miał lepsze od 1H'10 drugie półrocze 2010 roku, w którym wygeneruje 121 mln PLN przychodów, 28,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży oraz 8,2 mln PLN zysku netto. Na cały 2010 rok nasze prognozy nie różnią się istotnie od prognoz zarządu spółki i oczekujemy, że spółka wypracuje 235 mln PLN (wzrost o blisko 41,5% to efekt niskiej bazy; przychody w 2009 roku spółki spadły o prawie 17% do 168 mln PLN z 202 mln PLN w 2008; oraz realizacji przypadających na 2010 rok kontraktów (w EC Kraków, modernizacja pompowni w Wieliszewie) sprzedaż oraz blisko 51,2 mln PLN zysk brutto na sprzedaży).

Introl jest atrakcyjnie wyceniany na tle spółek z branży AKPiA. Spółka jest obecnie handlowana z EV/EBITDA'10 oraz EV/EBITDA'11 równymi odpowiednio 7,3x oraz 6,5x, co stanowi odpowiednio 19,1% i 19,4% dyskonto do mediany porównywanych spółek. Biorąc powyższe przesłanki pod uwagę, dostrzegamy 13,2% potencjał do wyżki kursu akcji i decydujemy się wznowić wydawanie rekomendacji dla akcji Introłu od zalecenia AKUMULUJ z ceną docelową 7,8 PLN.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji równą 5,50%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Spodziewamy się realizacji prognozy zarządu wyników na 2010 rok. Szacujemy, że przychody wyniosą 235 mln PLN, a zysk netto będzie zbliżony do 13,2 mln PLN. Decydujący wpływ na wyniki w skali roku powinny mieć rezultaty działalności za 3-4Q'10, na który przypadają finalizacje znacznych kontraktów.
- Prognozujemy wzrost przychodów w 2011 roku o 11%. Spodziewamy się w przyszłym roku kontynuacji ożywienia gospodarczego w Polsce za sprawą realizacji głównych inwestycji infrastrukturalnych związanych bezpośrednio lub pośrednio z Euro 2012 oraz odbicia w budownictwie kubaturowym. W naszej ocenie największymi beneficjentami tej sytuacji powinny być: restrukturyzowana spółka PWP (urządzenia ochrony środowiska) oraz spółki Prozap (systemy automatyki) i Introbat (systemy AKPiA), w których spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży. Na kolejne lata prognozy zakładamy średniorocznie wzrost przychodów o 1,5% - 2,5%. Jest to założenie konserwatywne. Introbat może bowiem znacząco partycypować w przypadających na lata 2012-2020 inwestycjach w infrastrukturę energetyczną.
- Szacujemy w bieżącym oraz w przyszłym roku erozję marży brutto na sprzedaży spółki. W naszej ocenie będzie to rezultatem zaostrzającej się konkurencji oraz postępującej presji na oferowane ceny usług i produktów Introbatu. Zakładamy powolną odbudowę marż spółki od 2012 roku, za sprawą wygaszenia starego portfela kontraktów i wzrostu przychodów z generalnego wykonawstwa.
- Nie zakładamy większych zmian w systemie dotowania spółek pracy chronionej przez PFRON (więcej w rozdziale główne czynniki ryzyka).
- W prognozie nie zakładamy akwizycji. Jest to założenie ostrożne, gdyż rynek na którym działa spółka jest już nasycony i dlatego w przyszłości nie należy wykluczać projektów konsolidujących rynek, w szczególności w obszarze energetyki. Obecnie na rynku nowych instalacji energetycznych brakuje kontraktów. Szczególnie mniejsze i średnie podmioty są w trudnej sytuacji i ich wyceny, z punktu widzenia przejmującego, mogą być atrakcyjniejsze niż obecnie.
- Nakłady inwestycyjne będą ograniczone do inwestycji odtworzeniowych majątku spółki;
- Na wszystkie lata prognozy szczegółowej zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 50% zysku netto.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,0%;
- Dług netto z końca 2009 roku został skorygowany o wypłaconą w lipcu dywidendę z zysku za 2009 rok;
- Do wartości spółki została dodana rynkowa wartość pakietów MSZ oraz Polnej.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2019.
- Wycena została sporządzona na dzień 04.11.2010 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 207,2 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 7,8 PLN.

Model DCF

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	235,0	261,0	265,7	270,6	275,8	281,2	286,9	292,9	299,2	305,8
EBIT [mln PLN]	17,4	18,9	20,1	20,8	21,2	21,6	22,1	22,6	23,1	23,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,3	3,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5
NOPLAT [mln PLN]	14,1	15,3	16,3	16,8	17,2	17,5	17,9	18,3	18,7	19,2
Amortyzacja [mln PLN]	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8	4,8	4,8
CAPEX [mln PLN]	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	4,9	4,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,4	-3,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	12,6	11,9	15,6	16,1	16,4	16,6	17,1	17,4	17,8	18,2
DFCF [mln PLN]	12,4	10,6	12,5	11,7	10,8	9,9	9,2	8,5	7,9	7,3
Suma DFCF [mln PLN]	101,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	221,1		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	88,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	189,7									
Dług netto [mln PLN]	-14,7									
Wartość akcji MSZ i Polna	2,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	207,2									
Ilość akcji [mln szt.]	26 639									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7,8									

Przychody zmiana r/r	39,5%	11,1%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	46,9%	8,3%	6,4%	3,3%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%
FCF zmiana r/r	-	-5,6%	30,8%	3,5%	1,7%	1,6%	2,5%	1,8%	2,6%	2,4%
Marża EBITDA	9,4%	9,0%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Marża EBIT	7,4%	7,2%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Marża NOPLAT	6,0%	5,9%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%
CAPEX / Przychody	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	103,2%	103,4%	102,5%	102,0%	103,0%	104,5%	103,1%	104,3%	102,9%	102,4%
Zmiana KO / Przychody	0,6%	1,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,0%	12,4%	12,6%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Kalkulacja WACC

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Udział kapitału własnego	92,6%	95,4%	98,0%	99,0%	99,1%	99,1%	99,1%	99,2%	99,2%	99,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	7,4%	4,6%	2,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
WACC	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	1,50%	2,00%	3,00%
beta	0,7	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1	8,6	8,9	9,2	10,0
	0,8	6,9	7,1	7,3	7,4	7,7	8,2	8,4	8,7	9,3
	0,9	6,7	6,9	7,0	7,1	7,4	7,7	8,0	8,2	8,8
	1,0	6,4	6,6	6,7	6,8	7,1	7,4	7,6	7,8	8,2
	1,1	6,2	6,4	6,5	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4	7,8
	1,2	6,0	6,1	6,2	6,3	6,5	6,8	6,9	7,0	7,4
	1,3	5,8	5,9	6,0	6,1	6,3	6,5	6,6	6,7	7,0
	1,4	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1	8,6	8,9	9,2	10,0
	1,5	6,9	7,1	7,3	7,4	7,7	8,2	8,4	8,7	9,3

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	2,0%	12,8	12,3	11,9	11,5	11,1	10,8	10,4	10,1	9,9
	3,0%	11,3	10,8	10,3	9,9	9,5	9,1	8,8	8,5	8,2
	4,0%	10,1	9,6	9,1	8,7	8,3	7,9	7,6	7,3	7,0
	5,0%	9,2	8,7	8,2	7,8	7,4	7,0	6,7	6,5	6,2
	6,0%	8,5	7,9	7,5	7,0	6,7	6,4	6,1	5,8	5,6
	7,0%	7,8	7,3	6,9	6,5	6,1	5,8	5,5	5,3	5,1
	8,0%	7,3	6,8	6,4	6,0	5,6	5,4	5,1	4,9	4,7

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	1,50%	2,00%	3,00%
premia za ryzyko	2,0%	8,2	8,6	8,8	9,0	9,6	10,4	10,9	11,5	13,0
	3,0%	7,5	7,8	7,9	8,1	8,6	9,1	9,5	9,9	10,9
	4,0%	6,9	7,1	7,3	7,4	7,7	8,2	8,4	8,7	9,3
	5,0%	6,4	6,6	6,7	6,8	7,1	7,4	7,6	7,8	8,2
	6,0%	6,0	6,1	6,2	6,3	6,5	6,8	6,9	7,0	7,4
	7,0%	5,6	5,8	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3	6,5	6,7
	8,0%	5,3	5,4	5,5	5,5	5,7	5,8	5,9	6,0	6,2
	2,0%	8,2	8,6	8,8	9,0	9,6	10,4	10,9	11,5	13,0
	3,0%	7,5	7,8	7,9	8,1	8,6	9,1	9,5	9,9	10,9

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2010-2012 do wybranych spółek, które są zbliżone profilem działalności. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W odniesieniu do lat wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy wagę po 1/3. Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 207,5 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 7,8 PLN.

Akcje spółki są handlowane ze znacznym dyskontem dla mnożnika EV/EBITDA na wszystkie lata prognozy. Introl w 2010 roku pochwali się bowiem skokowym wzrostem przychodów (+39,5% r/r, do poziomu 235 mln PLN) i wygeneruje znaczny strumień zysku operacyjnego (ponad 17,4 mln PLN, +46,9% r/r) oraz gotówki (EBITDA na poziomie 22,1 mln PLN, +34,8%), co przy niskiej kapitalizacji skorygowanej o gotówkę netto wskazuje na ponad 19,1% premię, z jaką są notowani branżowi konkurenci spółki. Podobna premia utrzymuje się w latach 2011-2012.

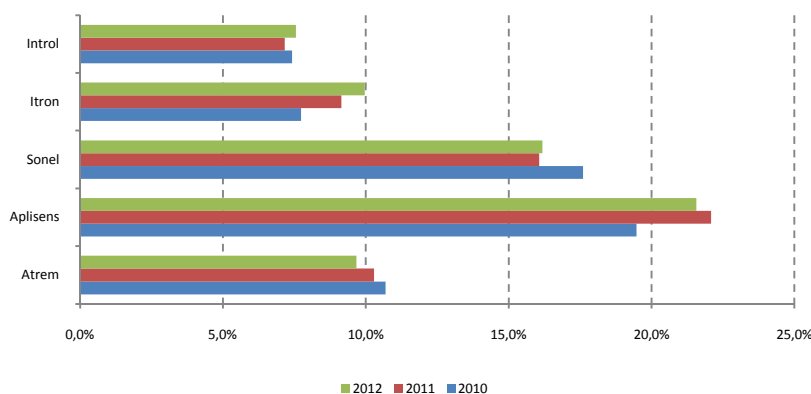
Wycena 1 akcji wg mnożnika P/E na 2010 rok wskazuje na blisko 4% dyskonto względem porównywanych spółek. Dyskonto jest pochodną wygenerowania znacznego dodatniego CFO w 2010 roku. Niższa wartość dyskonta w porównaniu z wyceną mnożnika EV/EBITDA wynika z niższego od konkurentów salda z działalności finansowej (Aplisens i Sonel nie posiadają zadłużenia) oraz zanotowania 400 tys. PLN straty w 1H'10 z tytułu aktualizacji wartości inwestycji w akcje MSZ i Polnej).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
ATREM	11,1	10,2	9,9	8,0	7,8	7,2
APLISENS	13,5	11,6	11,2	7,3	6,4	6,1
SONEL	17,4	16,4	15,7	10,3	9,7	9,4
ITRON	16,0	13,8	13,0	9,9	8,5	7,5
Mediana	14,5	12,5	11,9	8,9	8,1	7,4
Introl	14,1	12,4	11,3	7,2	6,5	5,9
Premia/dyskonto do spółki	-2,6%	-1,0%	-4,5%	-19,1%	-19,4%	-19,9%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	7,2	7,1	7,3	8,4	8,4	8,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		7,2			8,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena spółki [mln PLN]	207,5					
Wycena 1 akcji [PLN]	7,8					

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Zmiana ustawy o dotacjach z PFRON;** system rehabilitacji zawodowej i społecznej polega w Polsce na dofinansowaniu przez państwo zarówno miejsc pracy osób niepełnosprawnych, jak i wspomaganiu różnych przedsięwzięć ułatwiających im normalne życie. Finanse na to wszystko pochodzą przede wszystkim z PFRON-u, który rocznie obraca kwotą wynoszącą ponad 4,5 mld PLN. Zgodnie z prawem każda firma i instytucja, w której pracuje więcej niż 25 pracowników musi mieć w swoim zasobie kadrowym 6% osób niepełnosprawnych. W przeciwnym wypadku zobowiązana jest płacić karę na PFRON, która wynosi ponad 40% przeciętnego wynagrodzenia w kraju za każdego niezatrudnionego niepełnosprawnego. W ostatnich miesiącach w sejmie trwały prace nad nowelizacją ustawy o rehabilitacji, która ma uratować przed niewypłacalnością PFRON. Problem z niewypłacalnością PFRON polega na tym, że w ostatnich latach radykalnie stopniały bieżące nadwyżki wpłat od pracodawców nad wydatkami. Zmniejszanie się tych nadwyżek doprowadziło do ograniczenia wydatków PFRON w latach 2009 i 2010 na samorządy i organizacje pozarządowe, zagrażając realizacji ich zadań w przyszłości. Proponowane przez posłów nowe przepisy ograniczają niektóre ulgi, jakie mają w tej chwili zakłady pracy chronionej (np. podatek od gruntów). Planowano także zniesienie dofinansowania do zatrudnienia pracowników z umiarkowanym i lekkim stopniem niepełnosprawności, którzy posiadają prawo do emerytury oraz zmniejszenie dotacji na pozostałych pracowników z III grupą inwalidztwa. Projekt ustawy wywołał jednak znaczną krytykę ze strony pracodawców, jak i związków osób niepełnosprawnych. 29 października 2010 roku sejm przyjął nowelę ustawy o zatrudnianiu i rehabilitacji osób niepełnosprawnych, która zwiększa dofinansowanie do zatrudniania osób ze znacznym stopniem inwalidztwa oraz tylko nieznacznie redukuje wysokość wsparcia do osób lekkim stopniem niepełnosprawności. Introl zatrudnia ok. 300 osób niepełnosprawnych (25% całości osób zatrudnionych). Biorąc pod uwagę trudną sytuację finansową PFRON-u, w najbliższych latach należy brać pod uwagę bardziej restrykcyjną zmianę prawodawstwa w zakresie zatrudnienia osób niepełnosprawnych.
- **Zaostrzająca się konkurencja na rynku AKPiA, presja na oferowane marże.** Obecnie spółki z branży AKPiA mocno rywalizują ze sobą, skutkiem czego ich rentowność spada. Zarówno w 2010 oraz w 2011 roku spodziewamy się niższych marż w ujęciu r/r uzyskiwanych przez Introl.
- **Wolniejsze od spodziewanego ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie;**
- **Działalność w niszowych segmentach rynku.** W perspektywie kilku lat spółka może nie być konkurencyjna (głównie w sferze oferowanej technologii i możliwości biura projektowego) wobec głównych konkurentów.
- **Ograniczenie inwestycji w infrastrukturę wodno-kanalizacyjną.**
- **Ograniczenie wydatków na ochronę środowiska w nowym budżecie UE.**

WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'10

W 2Q'10 przychody Introlu znacznie się zwiększyły z poziomu 41,2 mln PLN w 2Q'09 do 69 mln PLN w 2Q'10 (+67,5% r/r). Zmiana ta wynika z realizacji istotnych wartościowo kontraktów przez spółki Energomontaż oraz Introl SA. Dodatkowo sprzedaż grupy zwiększyła przychody spółki JCommerce (ok. 2,2 mln PLN w 1H'09). Na wzrost przychodów miała także wpływ zmiana polityki rachunkowości spółki dotycząca ujęcia dotacji, które są od początku 2010 roku ujmowane w przychodach ze sprzedaży produktów a nie w pozycji pozostałe przychody operacyjne. Następnym wyższych przychodów są wyższe wartościowo pozycje wynikowe rachunku zysków i strat, jednak zwracamy uwagę na niższą r/r marża brutto na sprzedaży. Jest to efekt zaostrzającej się konkurencji na rynku AKPiA oraz polityki spółki. Władze Introlu dążą bowiem do maksymalizacji sprzedaży i realizacji kontraktów nawet kosztem uzyskiwanych marż.

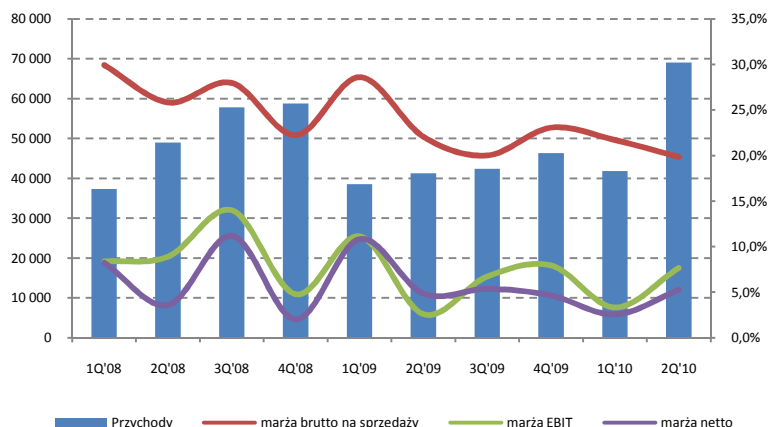
Wyniki skonsolidowane spółki [mln PLN]

	2Q'09*	2Q'10*	zmiana r/r	2008	2009	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	41,2	69,0	67,5%	202,8	166,1	-18,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	13,7	50,6%	53,0	39,3	-25,9%
EBITDA	2,2	6,4	193,5%	23,4	16,4	-30,0%
EBIT	1,1	5,3	399,0%	18,4	11,3	-38,5%
Zysk netto	2,0	3,6	81,6%	12,5	10,0	-20,1%

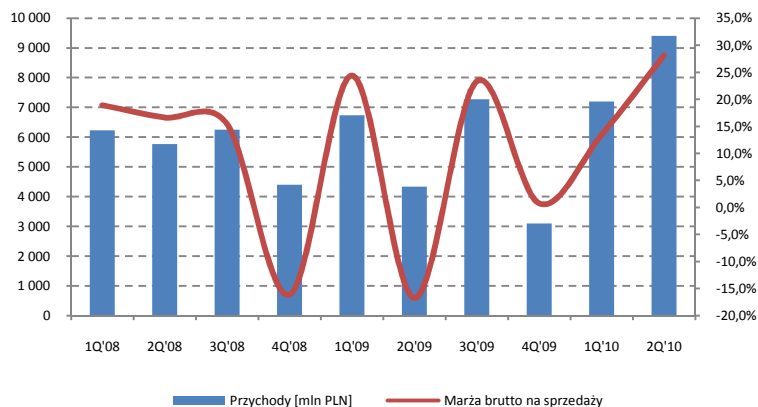
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,1%	19,8%	26,1%	23,6%
Marża EBITDA	5,3%	9,2%	11,5%	9,9%
Marża EBIT	2,6%	7,7%	9,1%	6,8%
Marża zysku netto	4,9%	5,3%	6,2%	6,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka, *dane pro forma.

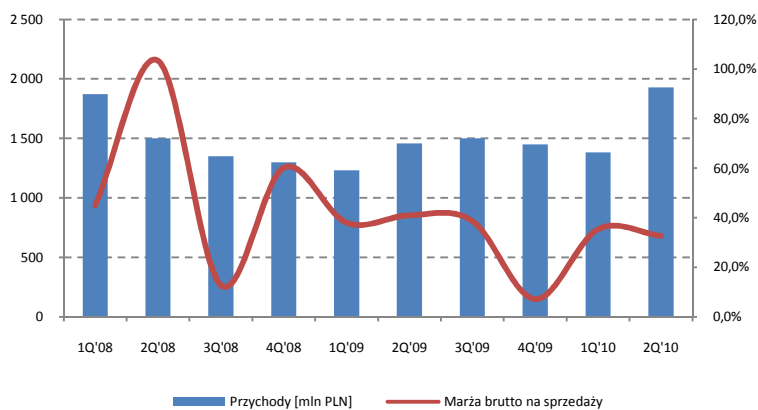
Wskaźniki rentowności na poziomie skonsolidowanym [tys. PLN]



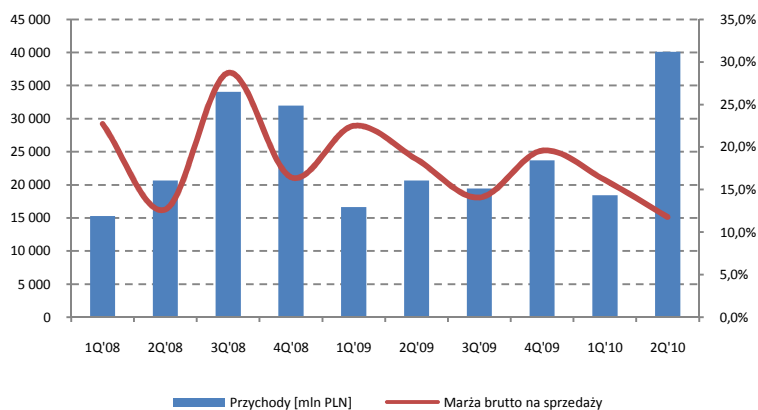
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki segmentu produkcja elementów odlewniczych [tys.PLN]


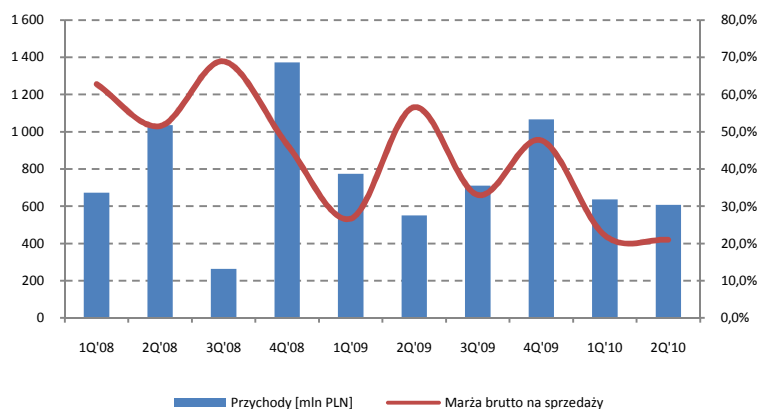
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki segmentu produkcja AKPiA [tys. PLN]


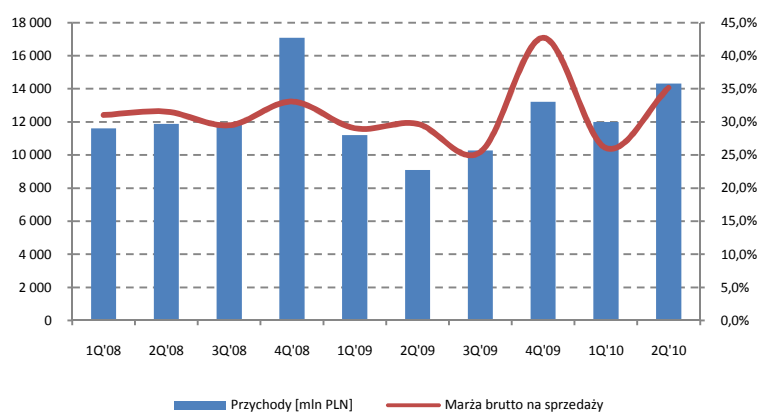
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki segmentu usługi AKPiA oraz elektryczne [tys. PLN]


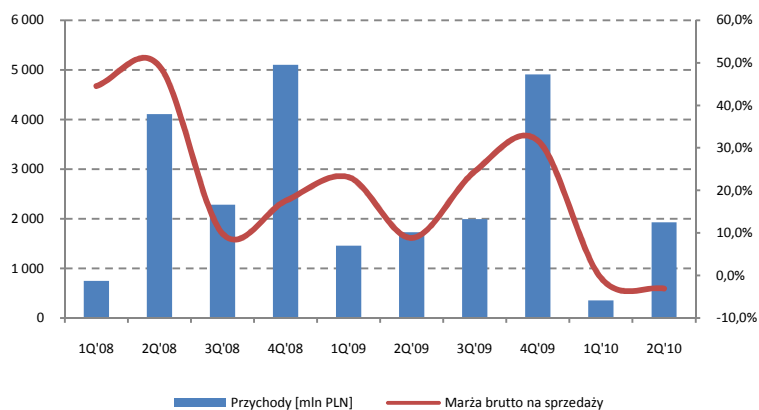
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki segmentu usługi utrzymania ruchu [tys.PLN]


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki segmentu dystrybucja z doradztwem technicznym [tys.PLN]


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki segmentu produkcja urządzeń ochrony środowiska [tys.PLN]


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

PROGNOZA NA 3Q'10 I 4Q'10 ORAZ W UJĘCIU ROCZNYM NA 2010 ROK

Zarząd grupy Introl, w zrewidowanej prognozie wyników na 2010 rok, przewiduje osiągnięcie przez spółkę 232 mln PLN przychodów ze sprzedaży, 51,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży oraz 13 mln PLN zysku netto. Implikuje to tezę, że Introl będzie miał lepsze od 1H'10 drugie półrocze 2010 roku, w którym wygeneruje 121 mln PLN przychodów, 28,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży oraz 8,2 mln PLN zysku netto.

Przedstawiona poniżej prognoza na 3Q'10 i 4Q'10 obarczona jest ryzykiem przesunięcia rozliczenia poszczególnych kontraktów. W naszych założeniach, przyjęliśmy że ok. 52% przychodów ze sprzedaży za 2H'10 będzie wykazane w 3Q'10, a pozostałe 48% wyniku zostanie raportowane w 4Q'10. Zatem szacujemy, że w 3Q'10 Introl wypracuje 64,5 mln PLN przychodów (+52,4% r/r) oraz 13,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży. Spodziewamy się, że mimo słabszych przychodów q/q w 4Q'10 spółka pokaże lepsze marże. Szacujemy wypracowanie przez Introl 14,9 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (+39,3% r/r) i 4,4 mln PLN zysku netto (+102% r/r). Część kontraktów w ciągu roku jest bowiem realizowana na tzw. zerowej marży, i dopiero w 4Q'10 będzie miało miejsce ich rozliczenie.

Na cały 2010 rok nasze prognozy nie różnią się istotnie od prognoz zarządu spółki i oczekujemy, że spółka wypracuje 235 mln PLN (wzrost o blisko 41,5% do efekt niskiej bazy; przychody w 2009 roku spółki spadły o prawie 17% do 168 mln PLN z 202 mln PLN w 2008; oraz realizacji przypadających na 2010 rok kontraktów (w EC Kraków, modernizacja pompowni w Wieliszewie) sprzedaż oraz blisko 51,1 mln PLN zysk brutto na sprzedaży. Podobnie jak w 1H'10, w ujęciu 2010/2009, będzie to oznaczać erozję marży brutto spółki do poziomu 21,8% wobec 23,6% w 2009 roku.

Prognoza skonsolidowanego wyniku spółki [mln. PLN]

	3Q'09	3Q'10E	zmiana r/r	4Q'09	4Q'10E	zmiana r/r	2009	2010E	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	42,4	64,5	52,4%	46,3	59,6	28,5%	166,1	235,0	41,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,5	13,5	58,8%	10,7	14,9	39,3%	39,3	51,1	30,2%
EBITDA	4,0	6,5	63,0%	4,8	6,8	40,6%	16,4	22,1	34,8%
EBIT	2,8	5,2	84,0%	3,7	5,5	50,2%	11,3	17,4	54,3%
Zysk netto	2,3	4,1	81,9%	2,2	4,4	102,7%	10,0	13,2	32,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,0%	20,8%		23,1%	25,0%		23,6%	21,8%	
Marża EBITDA	9,4%	10,1%		10,4%	11,4%		9,9%	9,4%	
Marża EBIT	6,7%	8,1%		7,9%	9,3%		6,8%	7,4%	
Marża zysku netto	5,4%	6,4%		4,7%	7,3%		6,0%	5,6%	

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

PROGNOZY WYNIKÓW NA LATA 2011-2019

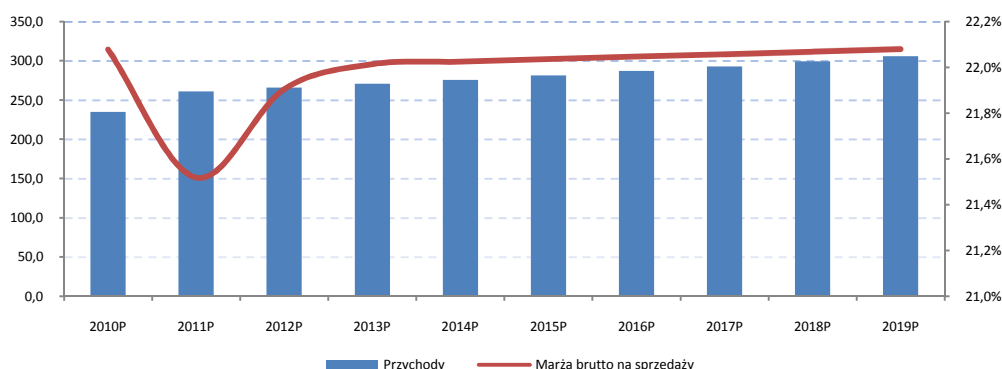
Prognozowane skonsolidowane wyniki spółki [mln PLN]

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Przychody	235,0	261,0	265,7	270,6	275,8	281,2	286,9	292,9	299,2	305,8
Zysk brutto ze sprzedaży	51,1	56,2	58,1	59,4	60,6	61,8	63,1	64,5	65,9	67,4
EBITDA	22,1	23,6	24,8	25,4	25,9	26,4	26,8	27,4	27,9	28,5
EBIT	17,4	18,9	20,1	20,8	21,2	21,6	22,1	22,6	23,1	23,7
Zysk netto	13,2	15,1	16,5	17,4	17,9	18,4	18,9	19,5	20,0	20,6
Marża brutto na sprzedaży	21,8%	21,5%	21,9%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Marża EBITDA	9,4%	9,0%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%
Marża EBIT	7,4%	7,2%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Marża netto	5,6%	5,8%	6,2%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

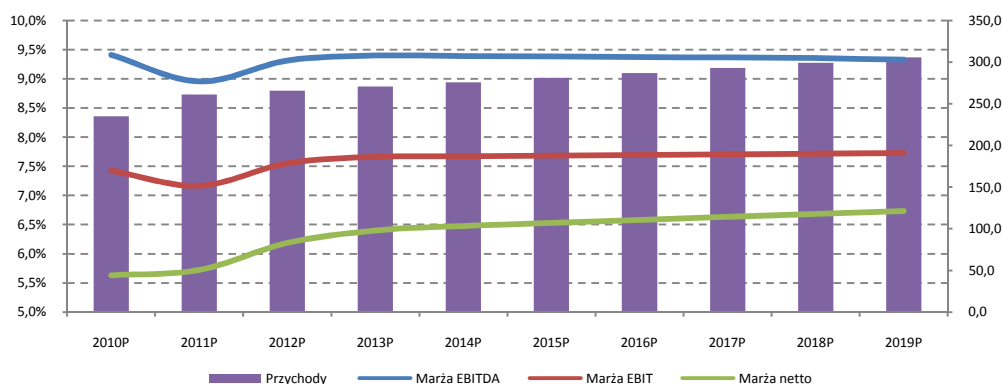
Szacujemy, że w 2011 roku Introl uzyska przychody w kwocie 261,0 mln PLN. Spodziewamy się w przyszłym roku kontynuacji ożywienia gospodarczego w Polsce za sprawą realizacji głównych inwestycji infrastrukturalnych związanych bezpośrednio lub pośrednio z Euro 2012 oraz odbicia w budownictwie kubaturowym. W naszej ocenie największymi beneficjentami tej sytuacji najbardziej powinny być: restrukturyzowana spółka PWP (urządzenia ochrony środowiska) oraz spółki Prozap (systemy automatyki) i Introbat (systemy AKPiA), w których spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży. Spodziewamy się dalszej erozji marż spółki na skutek presji na oferowane ceny ze strony narastającej konkurencji. Od 2012 roku założymy wzrost rocznych przychodów średniorocznie o 1,5% - 2,5% oraz symboliczny wzrost marż spółki. Do tego czasu spodziewamy się bowiem konsolidacji branży (mniejszym podmiotom trudno będzie konkurować z większymi kapitałowo spółkami, które mogą sobie pozwolić na przejściowe wykonywanie zero-marżowych kontraktów), co umożliwi spółce stopniową podwyżkę cen.

Prognozowane wyniki Introlu na poziomie skonsolidowanym



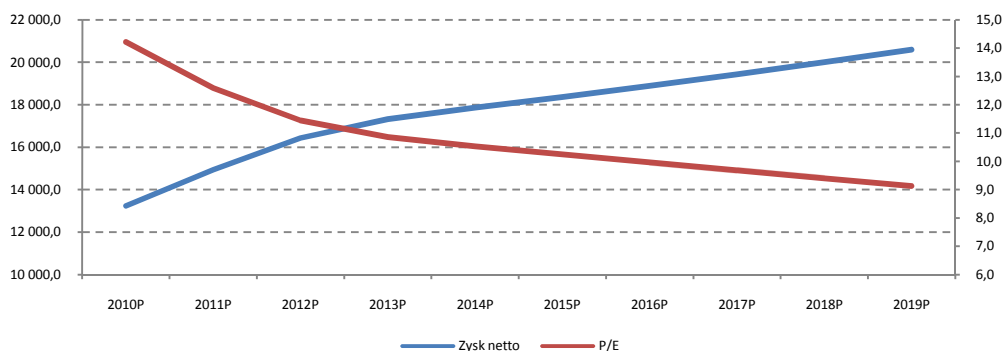
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Prognozowane wyniki Introlu na poziomie skonsolidowanym



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Prognozowany zysk netto oraz implikowane P/E*

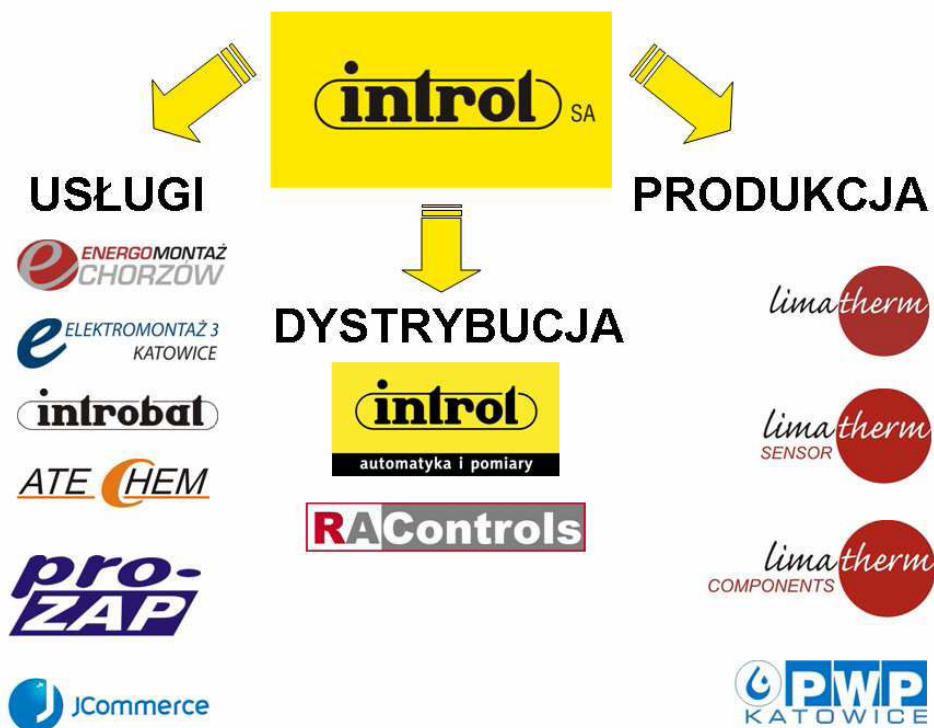


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka, * przy cenie akcji 6,89 PLN.

DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI I OTOCZENIE RYNKOWE

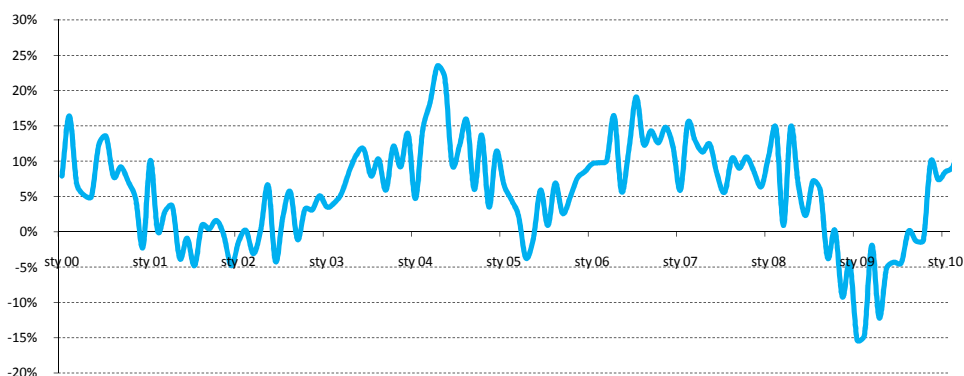
Grupa Kapitałowa INTROL składa się z 13 spółek prowadzących działalność związaną z automatyką przemysłową, energetyką i ochroną środowiska. Introl jest podmiotem dominującym w stosunku do wszystkich pozostałych spółek. Najważniejszymi dla Introlu branżami działalności są energetyka, budownictwo i ochrona środowiska. Poszczególne spółki wchodzące w skład grupy można przyporządkować do trzech podstawowych segmentów działalności: produkcji, dystrybucji oraz usług.

Struktura grupy



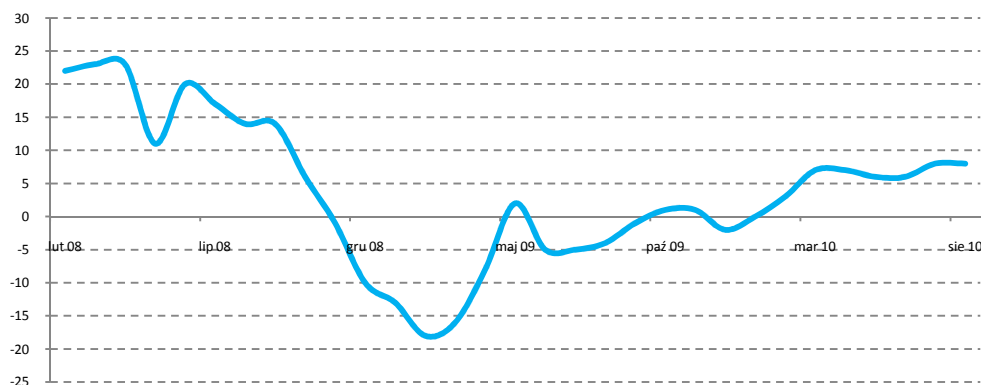
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

Introl prowadzi swoją działalność na rynku aparatury kontrolno – pomiarowej i automatyki (AKPiA). Głównym rynkiem zbytu pod kątem lokalizacji geograficznej jest Polska (88,2% przychodów w 2009 roku, 88,4% w 2008). Sprzedaż zagraniczna w tym okresie wynosiła 11,8% przychodów (11,6% w 2008 roku). Usługi świadczone przez Introl stanowią jedną z wielu płaszczyzn rynku budowlano-montażowego, która jest określana jako wykonawstwo instalacji budowlanych. Ten sektor rynku charakteryzuje się dużo niższą wartością kontraktów w porównaniu do typowych kontraktów budowlanych (wartość umów opiewa na kwoty od kilkuset tysięcy do kilku mln PLN). Działalność spółki jest silnie związana z koniunkturą i sezonowością występującą w produkcji budowlano – montażowej i produkcji przemysłowej. Rok 2009, za sprawą spowolnienia gospodarczego w Polsce, braku realizacji wielu inwestycji budowlanych i ograniczonej akcji kredytowej dla firm, zapisał się także słabszymi wynikami Introlu. Przychody r/r spadły o blisko 17%, a marże na poszczególnych poziomach rachunku wyników średnio o 2-3 pkt. %.

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce

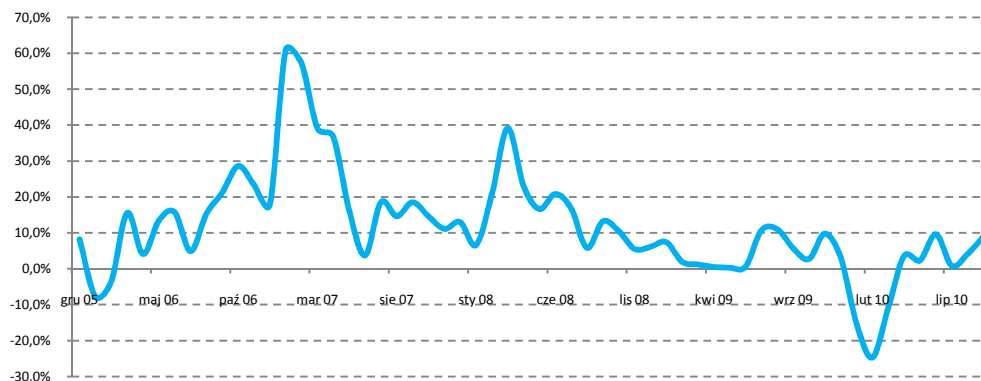
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Produkcja przemysłowa przez prawie cały 2009 rok znajdowała się w regresie w stosunku do analogicznych wyników 2008 roku. Wyraźne ożywienie widać pod koniec ubiegłego roku i na początku 2010. Dobra koniunktura w przemyśle trwa także w 2-3Q'10. W tym okresie przychody Introlu wzrosły o 110,9 mln PLN wobec 79,7 mln PLN (+39% r/r). Ostatni, wrześniowy, odczyt wskaźnika wskazuje na wzrost do 11,8% wobec spadku o 1,3% we wrześniu 2009.

Wskaźnik koniunktury w przemyśle

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

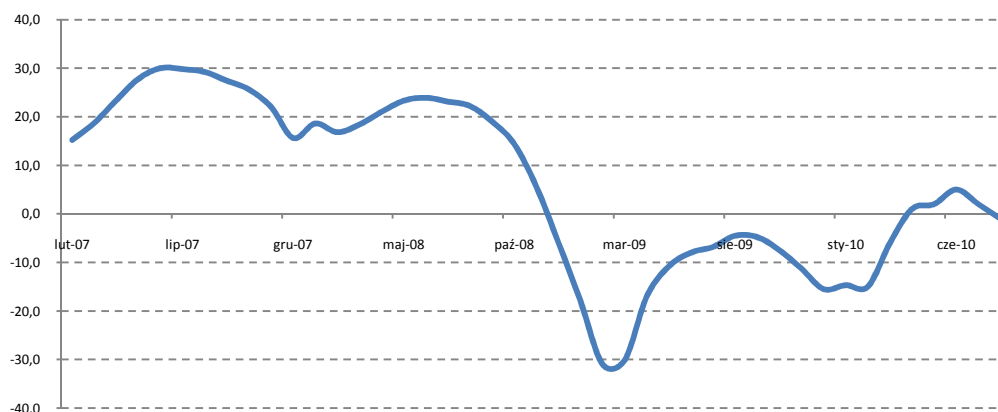
Po słabym 1Q'10 dynamika produkcji budowlano - montażowej w Polsce w 2-3Q'10 jest dodatnia. Ożywienie gospodarcze powinno przełożyć się na znaczną poprawę wyników grupy Introl w 2010 roku. W zrewidowanej prognozie wyników, zarząd spodziewa się wypracowania w bieżącym roku 232 mln PLN przychodów (+38%).

Dynamika produkcji budowlano – montażowej w Polsce

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Wzrost dynamiki w całym sektorze budownictwa w 2009 roku o 3,7% w stosunku do 2008 to zasługa realizacji dużych inwestycji infrastrukturalnych, które zostały sfinansowane z budżetów samorządów i państwa. Prognozujemy, że w 2010 roku dynamika wzrostu będzie zbliżona do ubiegłorocznej. Zakładamy, że przy utrzymaniu się ożywienia gospodarczego, do jeszcze mocniejszej poprawy sytuacji w budownictwie kubaturowym dojdzie w 2H'10/2011 (Introl sfinalizuje większość tegorocznych kontraktów w 3-4Q'10). Spodziewamy się, że w 2H'10 nadal głównym kołem zamachowym w budownictwie będą inwestycje finansowane ze środków publicznych (głównie infrastruktura). Szacujemy, że powrót do dwucyfrowego wzrostu dynamiki budowlano-montażowej powinien nastąpić w 2011 roku (nałożenie się realizacji głównych inwestycji infrastrukturalnych związanych bezpośrednio lub pośrednio z Euro 2012 oraz odbicia w budownictwie kubaturowym).

Wskaźnik koniunktury w budownictwie

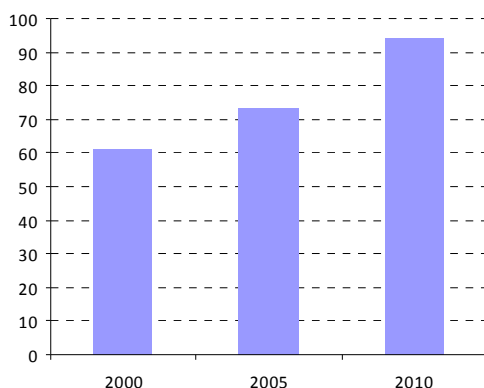


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

RYNEK AKPiA

Poniższy wykres prezentuje wzrost światowego rynku AKPiA według raportu Intechno Consulting (Process Automation Markets 2010. Development of the automation market for the process industries until 2010). Raport ten szacuje, że wartość światowego rynku AKPiA osiągnie w 2010 roku sumę 94,2 mld USD. Śródroczne tempo wzrostu w latach 2000-2010 wyniesie 4,4%.

Wartość światowego rynku AKPiA



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Process Automation Markets 2010. Development of the automation market for the process industries until 2010

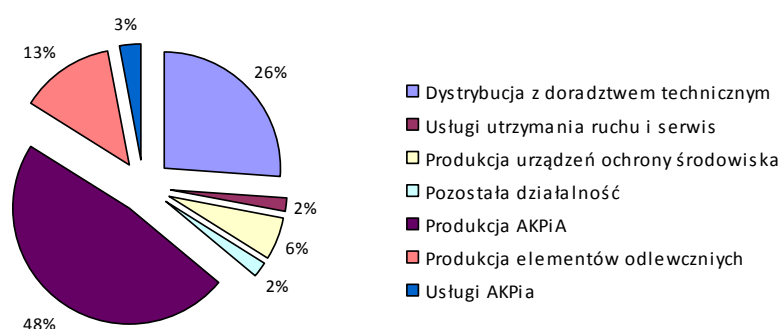
Measurement, Control & Automation Association szacuje, że w USA wartość rynku to około 0,1% PKB przy najwęższej definicji, z perspektywy producentów AKPiA. Biorąc pod uwagę szerszą definicję, obejmującą również usługi projektowania, instalowania, rozruchu i dystrybucji oraz sprzedaży, wartość rynku zwiększa się do około 0,3-0,4% PKB. Introl zakłada, że w Polsce wartość tego rynku może stanowić około 0,2% PKB, czyli około 2,54 mld PLN (zgodnie z najszerszą definicją).

Na polskim rynku AKPiA działa wielu krajowych producentów. Do największych zaliczyć można: Limatherm Sensor (należący do Introlu), Czaki Thermo-Product, Czah Pomiar, Termo-Precyzja i Alf-Sensor. Są to w znakomitej większości firmy o długoletniej tradycji, które zajmowały się obsługą odbiorców jeszcze w latach 80-tych XX wieku. Przykładem takiego producenta jest również Kujawska Fabryka Manometrów (obecnie WIKA), która specjalizuje się w produkcji przyrządów do pomiarów ciśnienia oraz temperatury.

Mimo ograniczonych możliwości finansowania nowych badań i rozwoju technologicznego w zestawieniu z zagranicznymi potentatami (Siemens, Emerson), krajowi producenci skutecznie konkurują na polskim rynku elastycznością składanych ofert oraz dostosowaniem usług do zleceń klientów. Specjalizacja krajowych przedsiębiorców sięga bardzo daleko i obejmuje: projektowanie, konstruowanie i wytwarzanie czujników w małych seriach, a nawet w pojedynczych egzemplarzach. Pewną przewagę w konkurencji z podmiotami z zagranicy stanowi również fakt niższych cen przy jednoczesnym zachowaniu dobrej jakości i trwałości wyrobów. Biorąc powyższe pod uwagę, lokalni producenci mogą skutecznie konkurować z importerami, w tym z firmami dalekowschodnimi. Dodatkowo część krajowych firm działa jako dostawca OEM (*Original Equipment Manufacturer*, Producent Oryginalnego Wyposażenia) dla dużych, międzynarodowych koncernów obecnych w branży.

Rynek AKPiA jest dość niejednorodny i trudno wyznaczyć poszczególne jego segmenty. Większość firm zajmujących się dystrybucją, które działają na rynku krajowym oferuje zazwyczaj różne gamy urządzeń służących do pomiarów więcej niż jednej wielkości fizycznej. Świadczy to o specjalizacji poszczególnych firm i ukierunkowaniu na konkretne nisze rynkowe. Warto zwrócić uwagę, że współpraca z producentami zagranicznymi wynika często z sukcesywnego rozszerzania gamy dystrybuowanych produktów o nowe typy i modele, czego dobrym przykładem jest ewolucja oferty firmy Introl.

Struktura sprzedaży grupy Introl w 2009 roku

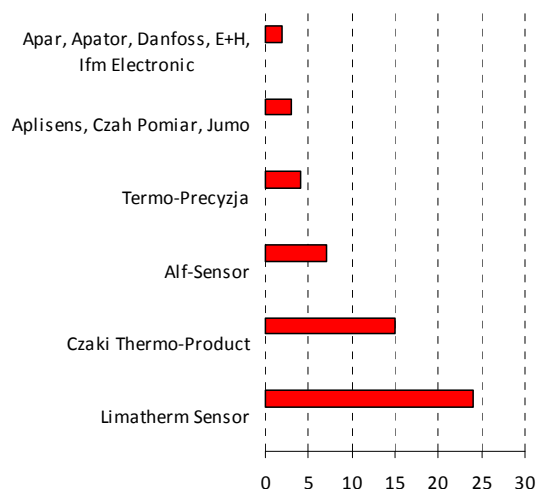


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Spółka

Bardzo często urządzenia pomiarowe narażone są na pracę w trudnych warunkach otoczenia, co sprawia, że ryzyko wystąpienia ich uszkodzeń wzrasta. W związku z tym wśród krajowych firm dystrybucyjnych wyróżnić można zarówno takie, które zajmują się niemal wyłącznie sprzedażą produktów, zapewniając jednocześnie podstawową pomoc techniczną, ale także spółki usługowo-handlowe. Liczba tych drugich stale wzrasta, gdyż oferowanie większej palety usług (w tym przede wszystkim serwisu produktów) i bliska współpraca z klientami umożliwiają wygenerowanie dodatkowej wartości dodanej wykraczającej poza samą sprzedaż. Oferowane usługi obejmują także wdrażanie całych systemów, a zwłaszcza dopasowanie urządzeń do wymagań i preferencji klienta. Dla odbiorców AKPiA, szczególnie służb utrzymania ruchu w zakładach produkcyjnych, jednym z głównych kryteriów wyboru dostawcy urządzeń jest możliwość szybkiego dostarczenia i wymiany aparatury oraz gwarancja szybkiego serwisu.

Właśnie z powyższych powodów coraz większa ilość firm zajmuje się kompleksową działalnością w zakresie AKPiA. Dobrym przykładem jest tutaj Introl, który wytwarza czujniki własne i dystrybuuje te pochodzące od innych producentów, a także wdraża urządzenia pomiarowe i zapewnia szeroki pakiet usług. Dodatkowo Introl oferuje usługi akredytowanego laboratorium pomiarowego. Umożliwia ono uzyskanie przez klientów dla swoich produktów tzw. świadectwa sprawdzenia lub innych dokumentów potwierdzające ich właściwości.

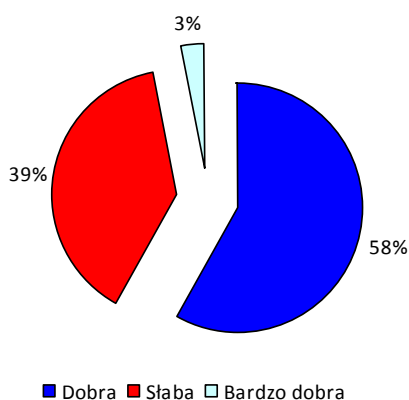
Najpopularniejsze w Polsce marki urządzeń AKPiA [% liczby oddanych głosów]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., „Ankieta pisma APA nr 02/2010 str. 50”

Jak wynika z ankiety przeprowadzonej przez magazyn „Automatyka Podzespoły Aplikacje”, liderami branży i najpopularniejszymi producentami w Polsce są firmy Limatherm Sensor (grupa Introl) oraz Czaki Thermo-Product. Obydwie spółki dostarczają urządzenia AKPiA na polski rynek od wielu lat. Następnymi, dobrze rozpoznawalnymi markami, są firmy: Alf-Sensor, Termo-Precyzja oraz Jumo.

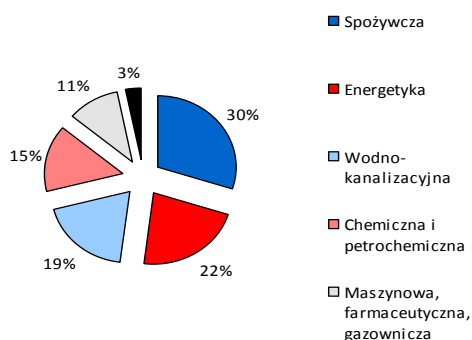
Ocena sytuacji na rynku AKPiA



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., „Ankieta pisma APA nr 02/2010 str. 52”

Według ankietowanych przez magazyn „APA”, większość firm działających w branży AKPiA ocenia obecną sytuację na rynku jako dobrą (58%), 3% jako bardzo dobrą, a 39% jako słabą. Przedsiębiorcy zapytani o najbardziej perspektywiczne branże na rok 2010, do których będą oni mogli skierować swoje produkty AKPiA, wskazali na sektor spożywczy, energetykę, sektor wodno-kanalizacyjny oraz branżę chemiczną.

Najbardziej perspektywiczne sektory rynku będące odbiorcami urządzeń AKPiA



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., „Ankieta pisma APA nr 02/2010 str. 58”

Szczególnie z tej listy interesujący wydaje się być sektor wodno-kanalizacyjny, w który, podobnie jak w całą branżę ochrony środowiska, od kilku lat w Polsce intensywnie się inwestuje. Zgodnie z ostatnimi raportami Introlu, spółka posiada w swoim portfelu na 2010-2012 rok cztery kontrakty na modernizację obiektów wodno-kanalizacyjnych na łączną kwotę ponad 40 mln PLN netto.

INWESTYCJE W INFRASTRUKTURĘ WODNO-KANALIZACYJNĄ

Istotnym segmentem uzyskiwanych przez Introl przychodów jest sektor wodno-kanalizacyjny, obejmujący inwestycję w modernizację oraz budowę nowej infrastruktury, a także zagospodarowanie osadów i ścieków. Według raportowanych przez spółkę informacji bieżących, obecny backlog w tym segmencie wynosi 40,4 mln PLN, a więc ok. 25% przychodów osiągniętych w 2009 roku. Zdecydowana większość inwestycji przeprowadzanych przez jednostki samorządu terytorialnego jest współfinansowana z środków strukturalnych UE.

Łączna wielkość środków finansowych zaangażowanych w realizację Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko na lata 2007-2013 wynosi 37,6 mld EUR, z czego wkład unijny to 27,9 mld EUR, zaś wkład krajowy – 9,7 mld EUR. Podział środków UE dostępnych w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko pomiędzy poszczególne sektory przedstawia się następująco:

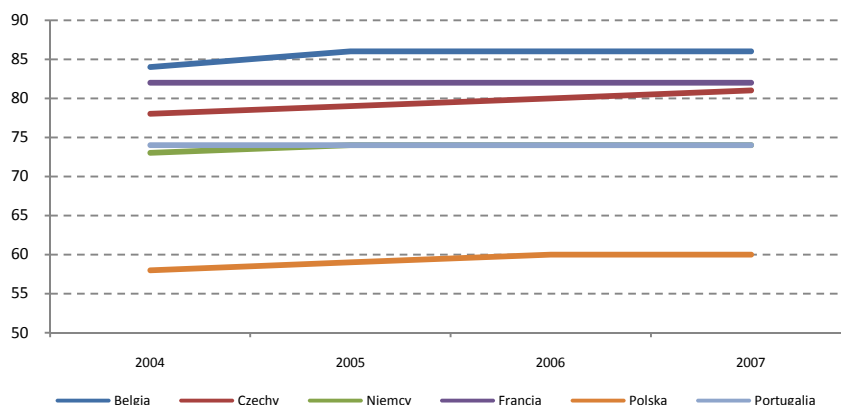
- transport – 19,4 mld EUR;
- środowisko – 4,8 mld EUR;
- energetyka – 1,7 mld EUR;
- szkolnictwo wyższe – 500,0 mln EUR;
- kultura – 490,0 mln EUR;
- zdrowie – 350,0 mln EUR.

W ramach programu realizowanych jest 15 priorytetów, z czego dwa główne (na które przewidziano najwięcej środków) to:

- Gospodarka wodno-ściekowa – 3 275,2 mln EUR;
- Gospodarka odpadami i ochrona powierzchni ziemi – 1 430,3 mln EUR.

Tak duża kwota środków przeznaczonych na inwestycję w gospodarkę wodno-ściekową i odpady nie może dziwić na tle zaawansowania technologicznego ludności w krajach Europy Zachodniej. Podczas gdy w Polsce procent ludności mającej dostęp do sieci kanalizacyjnej wynosi ok. 60%, to w krajach starej unii oraz w Czechach przekracza on 70%.

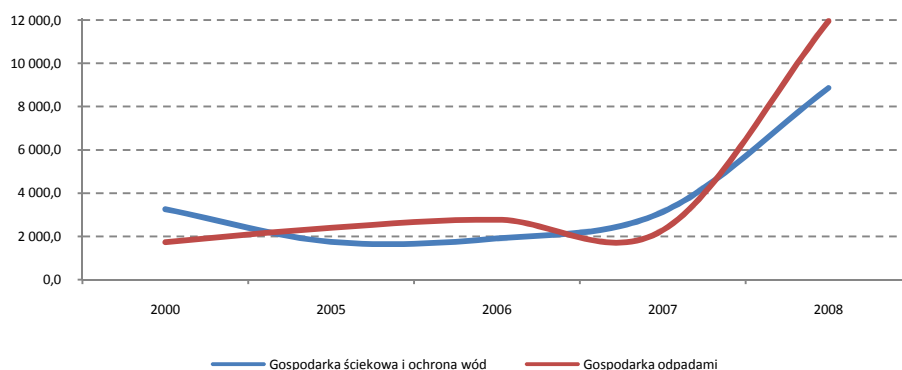
Odsetek ludności obsługiwanej przez sieć kanalizacyjną w wybranych krajach Europy



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

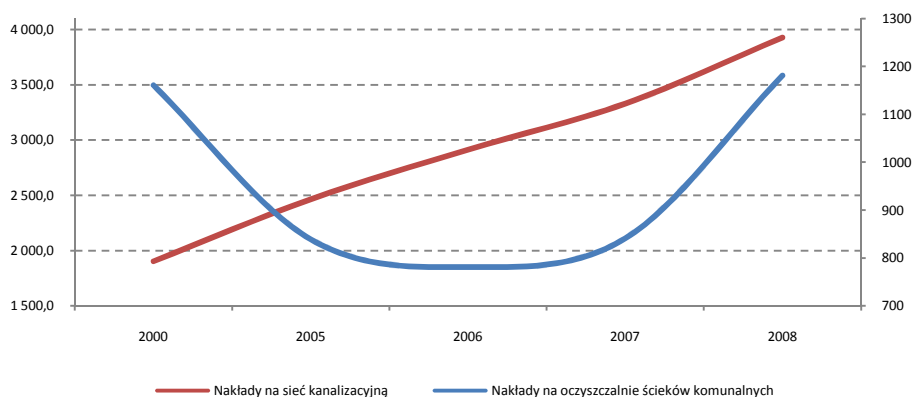
Od 2007 roku polskie firmy oraz samorządy mogą ubiegać się o środki unijne m.in. na budowę i modernizację oczyszczalni ścieków oraz systemów zaopatrzenia w wodę. Łączna kwota przewidziana na ten cel wynosi 2 475 mln EUR. Unijny program zakłada również dofinansowanie projektów dotyczących budowy instalacji odzysku odpadów oraz zakładania punktów selektywnego zbierania odpadów komunalnych. Na ten cel przeznaczono 990 mln EUR. 495 mln EUR pochłonię m.in. inwestycje w zakresie budowy urządzeń przeciwpowodziowych oraz zbiorników retencyjnych. Dzięki temu od 2007 roku możemy zaobserwować dynamiczny wzrost nakładów na środki trwałe obsługujące infrastrukturę wodno-ściekową.

Koszty bieżące ochrony środowiska [mln PLN]



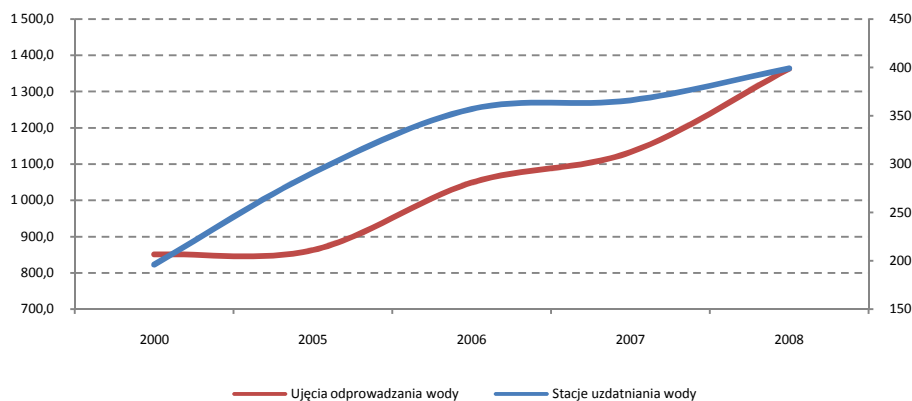
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Nakłady na środki trwałe służące ochronie środowiska [mln PLN]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

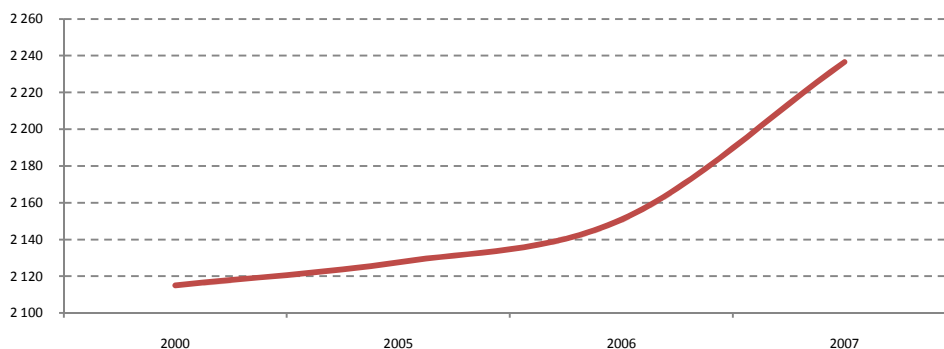
Nakłady na środki trwałe służące ochronie środowiska [mln PLN]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

W naszej ocenie wysokie koszty bieżącej ochrony środowiska utrzymają się co najmniej do 2013 roku (koniec Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko na lata 2007-2013). Trudno jednoznacznie ocenić, jaką pulę w nowym budżecie Programu na lata 2013-2020 będą stanowiły wydatki na inwestycje wodno-kanalizacyjne, niemniej jednak nie spodziewamy się, by mogły być one znacząco mniejsze od puli 2007-2013. Zgodnie z udostępnianymi przez GUS danymi, od 2000 roku, rośnie bowiem ilość ścieków wymagających oczyszczenia (co ma związek z coraz większą konsumpcją i nieprzerwaną dodatnią dynamiką PKB Polski).

Ścieki przemysłowe i komunalne odprowadzane do wód lub do ziemi [tys. m³]

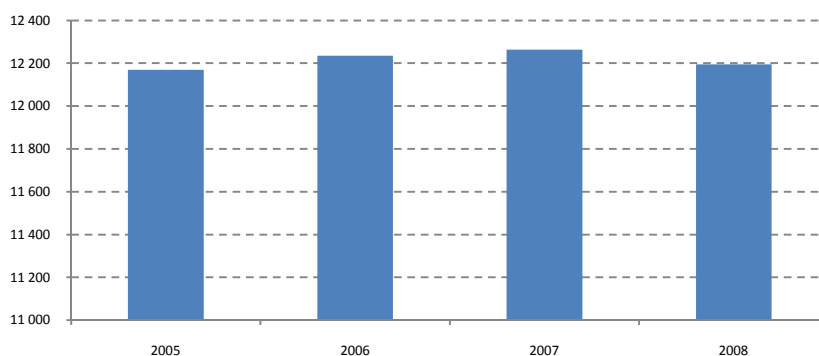


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Zwracamy także uwagę, że Introl po okresie wzmożonych inwestycji w gospodarkę wodno-ściekową będzie istotnie uczestniczył w przedsięwzięciach mających na celu zagospodarowanie odpadów ściekowych. Osady ściekowe, powstające w oczyszczalniach ścieków są odpadem, którego unieszkodliwianie i zagospodarowanie jest problemem światowym. Przez wiele lat były one wykorzystywane w rolnictwie. Z powodu wspólnego odprowadzania ścieków komunalnych i przemysłowych osady ściekowe są obecnie zanieczyszczone związkami metali ciężkich, substancjami organicznymi, bakteriami chorobotwórczymi, grzybami, jajami pasożytów i innymi niebezpiecznymi substancjami, co obecnie ogranicza ich zastosowanie do upraw roślin. Możliwe sposoby wykorzystania komunalnych osadów ściekowych określone są w załączniku nr 5 ustawy z dnia 27 kwietnia 2001 r. o odpadach. Są to przykładowo:

- wykorzystanie jako paliwa lub innego środka wytwarzania energii;
- rozpraszanie na powierzchni ziemi, w celu nawożenia lub ulepszenia gleby lub rekultywacji gleby i ziemi.

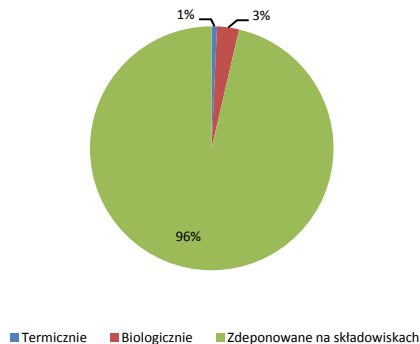
Odpady komunalne wytworzone w latach 2005-2008 w Polsce [tys. ton].



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Osady ściekowe mają cechy fizyczne i chemiczne zbliżone do torfu. Osad może być więc podobnie jak torf wykorzystywany jako opał. W Polsce zainstalowanych jest około 20 biogazowni w komunalnych oczyszczalniach ścieków. Wykorzystywanie osadu jako opału jest alternatywą dla procesu fermentacji beztlenowej osadu lub też jego uzupełnieniem. Tego typu instalacje, wykorzystujące osad ściekowy do produkcji ciepła na potrzeby własne oczyszczalni działają już w kilkunastu miejscach w Polsce (np. Swarzewo, Dębogórze, Radziejów i Brzozowe). Aby poddać osad ściekowy procesowi gazyfikacji w kotle musi on zostać albo w znacznym stopniu odwodniony, albo wymieszany z innym paliwem stałym jak drewno, słoma, czy miat węglowy, aby uzyskać odpowiednią zawartość suchej masy i wartość opałową.

Metody unieszkodliwiania odpadów komunalnych w Polsce w 2008 roku



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS

Mimo możliwości obecnej technologii, wciąż znakomita większość odpadów komunalnych łąduje na składowiskach. W 2008 roku było to blisko 8,7 mln ton, podczas gdy odpady zutylizowane w spalarniach wyniosły nieco ponad 62 tys. ton. Tak znaczna dysproporcja stwarza w naszej ocenie spory potencjał do wzrostu rynku spalania odpadów komunalnych, w którym będzie także partycypować Introl.

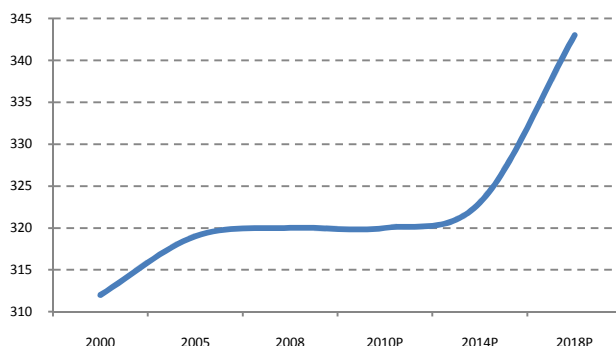
Prognoza wytwarzania odpadów komunalnych [tys. Mg]

	2010	2014	2018
Odpady komunalne	1 096,7	1 701,2	2 341,8
Odpady zielone z ogrodów i parków	345,2	359,0	373,4
Niesegregowane odpady komunalne	9 870,5	9 640,1	9 367,4
Odpady z targowisk	120,0	125,6	130,7
Odpady z czyszczenia ulic i placów	266,2	276,9	287,9
Odpady wielkogabarytowe	478,5	497,0	517,5
Suma	12 177,1	12 599,8	13 018,7

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Krajowy Plan Gospodarki Odpadami 2010

Zgodnie z danymi GUS oraz Krajowego Planu Gospodarki Odpadami, każdy mieszkaniec Polski w latach 2000, 2005 i 2008 wyprodukował odpowiednio 312, 319 i 320 kg odpadów komunalnych. Z kolei prognozy na lata 2010, 2014 i 2018 zakładają, że ilość odpadów w Polsce w przeliczeniu na 1 mieszkańca wyniesie odpowiednio 320, 323 i 343 kg. Implikuje to tezę, że odpadów komunalnych będzie coraz więcej. Obecnie są one unieszkodliwiane poprzez: wywóz na składowiska (znakomita większość), odzysk oraz, w nieznacznym zakresie, spalanie.

Produkcja odpadów komunalnych w przeliczeniu na 1 mieszkańca [kg]

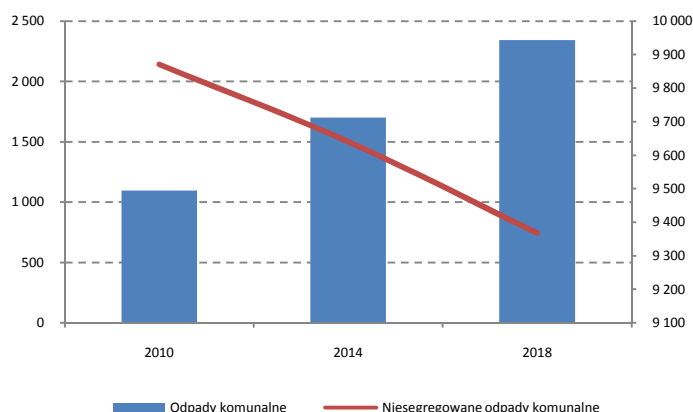


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., GUS, Krajowy Plan Gospodarki Odpadami 2010

Zgodnie z prognozą zawartą w „Krajowym Planie Gospodarki Odpadami 2010” w Polsce na przestrzeni lat 2010-2018 liczba produkowanych odpadów komunalnych zwiększy się o ponad 113% do poziomu 2,3 mln Mg. Przy tym ilość niesegregowanych odpadów komunalnych będzie systematycznie spadać, do poziomu 9,4 mln Mg w 2018 roku. Ważne dla rozwoju potencjalnych inwestycji w infrastrukturę zagospodarowującą odpady komunalne (suszarne, spalarnie) są także tezy zawarte w powyższym raporcie. Najważniejsze z nich to:

- zwiększenie udziału odzysku, w tym w szczególności odzysku energii z odpadów, zgodnego z wymaganiami ochrony środowiska;
- zmniejszenie ilości wszystkich odpadów kierowanych na składowiska odpadów;
- wyeliminowanie praktyki nielegalnego składowania odpadów;
- stworzenie kompleksowej bazy danych o wprowadzanych na rynek produktach i gospodarce odpadami w Polsce.

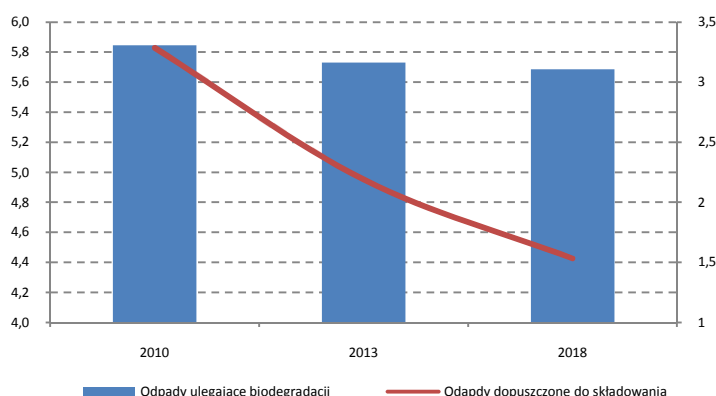
Odpady komunalne w Polsce w latach 2010-2018 [tys. Mg]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Krajowy Plan Gospodarki Odpadami 2010

Istotne dla realizacji założeń Krajowego Planu Gospodarki Odpadami jest unijne prawo. Wchodząc do Unii Europejskiej, Polska zobowiązała się do ograniczenia odpadów na wysypiskach. Dlatego do końca 2010 r. na składowiska ma trafiać nie więcej niż 75% masy odpadów komunalnych ulegających biodegradacji 1995 roku. W 2013 roku musi to być już nie więcej niż 50%, a w 2020 roku maksymalnie 35%. Ilość wytwarzanych odpadów ulegających biodegradacji w 1995r. wyznaczona została na poziomie 4,38 mln Mg (155 kg na 1 mieszkańca). Oznacza to, że nietrafiające na składowiska odpady komunalne będą musiały trafiać do miejsc odzysku (spalarni, suszarni).

Prognoza wytwarzania odpadów ulegających biodegradacji oraz odpadów dopuszczonych do składowiska [mln Mg]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Krajowy Plan Gospodarki Odpadami 2010

Biorąc powyższe przesłanki pod uwagę oczekujemy systematycznego przyrostu masy osadów ściekowych, co wynikać będzie przede wszystkim ze i) zwiększania liczby oczyszczalni ścieków w Polsce, ii) z wprowadzania wielostopniowych układów oczyszczania ścieków (biologiczne oczyszczanie ścieków, usuwanie biogenów) oraz iii) ze wzrostu efektywności oczyszczania ścieków w oczyszczalniach już istniejących. Zwiększeniu ilości produkcji odpadów komunalnych będzie towarzyszyć wzrost nakładów na ich zagospodarowanie. W naszej ocenie, bo okresie wzmózonych inwestycji w gospodarkę wodno-kanalizacyjną, Introl będzie znacząco partycypował w kontraktach dotyczących gospodarki osadami ściekowymi (budowa bigazowni) oraz odpadami komunalnymi (suszarnie, spalarnie).

PODSUMOWANIE DOTYCHCZASOWYCH PRZEJĘĆ ZA ŚRODKI POZYSKANE Z IPO

Od wejście na GPW w 2007 roku Introl przejął cztery spółki: PWP, Atechem, JCommerce oraz Prozap. Poniższa tabela przedstawia nakłady kapitałowe oraz wyniki przejmowanych spółek za lata 2008-2009.

Przejęcia Introlu od IPO [tys. PLN]

Atechem	2008	2009	<i>Wartość przejęcia /dokapitalizowania</i>	<i>1 566 tys. PLN</i>
Sprzedaż	1 778,4	969,5		
Zysk netto	201,2	- 72,1	<i>Posiadany udział</i>	<i>70,0%</i>
P/E	11,1	---		
Prozap	2008	2009	<i>Wartość przejęcia /dokapitalizowania</i>	<i>2 500 tys. PLN</i>
Sprzedaż	6 797,6	7 331,1		
Zysk netto	-1 036,2	-197,4	<i>Posiadany udział</i>	<i>99,6%</i>
P/E	-	---		
JCommerce	2008	2009	<i>Wartość przejęcia /dokapitalizowania</i>	<i>798 tys. PLN</i>
Sprzedaż	b.d	b.d		
Zysk netto	b.d	b.d	<i>Posiadany udział</i>	<i>50,8%</i>
P/E	---	---		
PWP	2008	2009	<i>Wartość przejęcia /dokapitalizowania</i>	<i>2 500 tys. PLN</i>
Sprzedaż	12 249,7	10 093,7		
Zysk netto	336,3	164,1	<i>Posiadany udział</i>	<i>50,2%</i>
P/E	14,8	30,4		

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Zwracamy uwagę, że w perspektywie 3-4 lat spółka będzie musiała oferować produkty dla przemysłu wykorzystujące własne rozwiązania IT, żeby utrzymać swoją pozycję rynkową (przykładem wykorzystania własnych rozwiązań IT w AKPiA jest spółka giełdowa Atrem). W tym celu Introl zakupił akcje w JCommerce za kwotę 0,8 mln PLN (spółka zatrudnia ok. 30 osób, w tym ponad 20 informatyków). Jak na razie Introl nie zdołał jednak wykorzystać usług tej firmy w projektach generalnego wykonawstwa. Liczymy, że pierwsze istotne projekty będą realizowane od 2011/2012 roku.

Za pozostałe akcje/udziały w 3 spółkach, Introl zapłacił ok. 6,6 mln PLN. Łączne przychody tych podmiotów w latach 2008-2009 wynosiły odpowiednio 20,8 – 18,4 mln PLN. Skumulowana strata netto za dwa lata 2008 i 2009 wyniosła 0,6 mln PLN. Poprawę wyników Atechemu i Propzupu przyniosło 1H'10. Spółki wypracowały odpowiednio 185,2 tys. PLN i 822 tys. PLN zysku brutto na sprzedaży. Spodziewamy się, że także w 2H'10 spółki te pokażą zyski. W naszej ocenie, zysk netto, podobnie jak w 2009 roku, osiągnie również PWP.

WYNIKI SPÓŁEK ZALÉŻNYCH

Na przestrzeni 2008/2009 roku wszystkie spółki zależne GK Introl (za wyjątkiem Limatherm Components) odnotowały regres sprzedaży. Spadek przychodów oraz słabe wyniki to efekt spowolnienia gospodarczego w Polsce związanego z kryzysem finansowym (większość inwestycji infrastrukturalnych została przesunięta na koniec 2009 roku oraz 2010 rok).

Wyniki jednostkowe spółek w grupie kapitałowej Introl [tys. PLN]

		2008	2009	zmiana r/r
Introl SA	Przychody	42 951	31 834	-25,9%
	EBIT	3 975	3 257	-18,1%
	Zysk netto	5 971	13 795	131,0%
Limatherm	Przychody	25 020	18 225	-27,2%
	EBIT	126	-1 247	-
	Zysk netto	6	-1 272	-
Introl Sp.zoo	Przychody	46 315	37 805	-18,4%
	EBIT	3 239	3 397	4,9%
	Zysk netto	2 682	2 851	6,3%
Energomontaż	Przychody	36 546	29 664	-18,8%
	EBIT	3 788	1 454	-61,6%
	Zysk netto	2 935	934	-68,2%
Limatherm System	Przychody	10 602	8 215	-22,5%
	EBIT	2 450	1 598	-34,8%
	Zysk netto	2 006	1 309	-34,7%
Elektromontaż	Przychody	8 213	6 333	-22,9%
	EBIT	672	-578	-186,0%
	Zysk netto	446	-818	-283,6%
Introbat	Przychody	10 306	3 694	-64,2%
	EBIT	1 555	248	-84,0%
	Zysk netto	1 267	263	-79,3%
RAC	Przychody	19 867	17 556	-11,6%
	EBIT	2 737	1 644	-39,9%
	Zysk netto	1 926	1 319	-31,5%
Limatherm Components	Przychody	2 810	11 184	298,1%
	EBIT	-163	1 728	-1161,6%
	Zysk netto	-267	1 074	-501,7%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Aktywa trwałe	61,6	61,7	61,9	62,0	62,1	62,2	62,5	62,6	62,8	63,0	63,1
Wartości niematerialne i prawne	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6
Rzeczowe aktywa trwałe	50,2	50,3	50,4	50,4	50,5	50,5	50,6	50,7	50,8	50,8	50,8
Pozostałe aktywa trwałe	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Aktywa obrotowe	100,9	129,9	139,6	144,6	152,7	163,1	173,7	184,7	195,9	207,7	219,8
Zapasy	11,6	16,3	18,1	18,5	18,8	19,2	19,5	19,9	20,3	20,8	21,2
Należności krótkoterminowe	48,8	69,1	76,7	78,0	79,5	81,0	82,6	84,2	86,0	87,8	89,8
Inwestycje krótkoterminowe	36,9	41,1	41,5	44,7	51,1	59,6	68,2	77,1	86,2	95,7	105,4
Pozostałe aktywa trwałe	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aktywa razem	162,5	191,6	201,5	206,6	214,8	225,3	236,1	247,3	258,8	270,6	282,9
Kapitał (fundusz) własny	110,9	116,1	124,6	133,5	142,7	151,9	161,3	171,0	181,1	191,4	202,0
Kapitał (fundusz) podstawowy	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kapitał (fundusz) zapasowy i rezerwowy	95,5	97,6	104,2	111,7	120,0	128,6	137,6	146,8	156,3	166,0	176,0
Zysk netto	10,1	13,2	15,1	16,5	17,4	17,9	18,4	18,9	19,5	20,0	20,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	51,6	75,5	76,9	73,1	72,2	73,5	74,8	76,2	77,7	79,3	80,9
Rezerwy na zobowiązania	5,8	8,1	9,0	9,1	9,3	9,5	9,7	9,9	10,1	10,3	10,5
Zobowiązania długoterminowe	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Zobowiązania krótkoterminowe	42,5	64,1	64,7	60,7	59,6	60,7	61,9	63,1	64,3	65,7	67,1
Pasywa razem	162,5	191,6	201,5	206,6	214,8	225,3	236,1	247,3	258,8	270,6	282,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody netto ze sprzedaży	168,4	235,0	261,0	265,7	270,6	275,8	281,2	286,9	292,9	299,2	305,8
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	129,1	183,9	204,8	207,6	211,2	215,2	219,4	223,8	228,5	233,3	238,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	39,3	51,1	56,2	58,1	59,4	60,6	61,8	63,1	64,5	65,9	67,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	33,3	35,5	39,3	40,0	40,7	41,5	42,3	43,2	44,1	45,0	46,0
Zysk (strata) na sprzedaży	6,0	15,6	16,9	18,1	18,7	19,1	19,5	19,9	20,4	20,8	21,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	5,9	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3
EBITDA	16,4	22,1	23,6	24,8	25,4	25,9	26,4	26,8	27,4	27,9	28,5
EBIT	11,9	17,4	18,9	20,1	20,8	21,2	21,6	22,1	22,6	23,1	23,7
Saldo działalności finansowej	1,7	-0,5	-0,2	0,3	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5	1,6	1,8
Zysk (strata) brutto	14,0	16,9	18,6	20,3	21,4	22,1	22,7	23,4	24,0	24,7	25,5
Zysk (strata) netto	10,6	13,2	15,1	16,5	17,4	17,9	18,4	18,9	19,5	20,0	20,6

Przepływy pieniężne [mln PLN]

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	18,7	16,0	16,0	19,7	20,5	20,9	21,2	21,5	21,9	22,3	22,6
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-16,1	-4,0	-4,0	-3,9	-3,8	-3,7	-3,6	-3,4	-3,3	-3,1	-2,9
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-9,5	-7,8	-11,6	-12,5	-10,3	-8,7	-8,9	-9,2	-9,5	-9,7	-10,0
Przepływy pieniężne netto	-6,9	4,2	0,3	3,3	6,4	8,5	8,6	8,9	9,1	9,4	9,7
Środki pieniężne na początek okresu	43,9	36,9	41,1	41,5	44,7	51,1	59,6	68,2	77,1	86,2	95,7
Środki pieniężne na koniec okresu	36,9	41,1	41,5	44,7	51,1	59,6	68,2	77,1	86,2	95,7	105,4

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody zmiana r/r	-17,0%	39,5%	11,1%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%
EBITDA zmiana r/r	-30,0%	34,8%	6,6%	5,1%	2,7%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-35,4%	46,9%	8,3%	6,4%	3,3%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%
zmiana zysku netto	-15,2%	24,6%	14,1%	9,2%	5,4%	3,1%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	3,0%
Marża brutto na sprzedaży	23,3%	21,8%	21,5%	21,9%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Marża EBITDA	9,7%	9,4%	9,0%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%
Marża EBIT	7,0%	7,4%	7,2%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Marża brutto	8,3%	7,2%	7,1%	7,7%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%
Marża netto	6,3%	5,6%	5,8%	6,2%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
COGS / Przychody	76,7%	78,2%	78,5%	78,1%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%
SG&A / Przychody	19,8%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
SG&A / COGS	25,8%	19,3%	19,2%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%
ROE	9,6%	11,4%	12,1%	12,3%	12,2%	11,8%	11,4%	11,1%	10,8%	10,5%	10,2%
ROA	6,5%	6,9%	7,5%	8,0%	8,1%	7,9%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%	7,3%
Stopa zadłużenia	31,7%	39,4%	38,2%	35,4%	33,6%	32,6%	31,7%	30,8%	30,0%	29,3%	28,6%
Dług	14,2	14,2	9,2	4,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
D/(D+E)	8,7%	7,4%	4,6%	2,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
D/E	14,7%	13,9%	8,0%	3,3%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%
Dług / Kapitał własny	12,8%	12,2%	7,4%	3,2%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Dług netto	-22,7	-26,9	-32,2	-40,5	-49,0	-57,5	-66,1	-75,0	-84,1	-93,6	-103,3
Dług netto / Kapitał własny	-20,5%	-23,2%	-25,9%	-30,3%	-34,3%	-37,8%	-41,0%	-43,8%	-46,5%	-48,9%	-51,1%
EV [tys. PLN]	163 759	159 575	154 230	145 968	137 509	129 019	120 401	111 477	102 362	92 919	83 174
Dług / EV	8,7%	8,9%	6,0%	2,9%	1,5%	1,6%	1,8%	1,9%	2,1%	2,3%	2,6%
CAPEX / Przychody	10,8%	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	403,1%	103,2%	103,4%	102,5%	102,0%	103,0%	104,5%	103,1%	104,3%	102,9%	102,4%
Amortyzacja / Przychody	2,7%	2,0%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
Zmiana KO / Przychody	-4,0%	0,6%	1,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19,8%	2,0%	12,4%	12,6%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
MC/S	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E	17,6	14,1	12,4	11,3	10,7	10,4	10,1	9,9	9,6	9,3	9,0
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
P/CE	12,3	10,4	9,4	8,8	8,5	8,3	8,1	7,9	7,7	7,5	7,3
EV/EBITDA	10,0	7,2	6,5	5,9	5,4	5,0	4,6	4,2	3,7	3,3	2,9
EV/EBIT	13,8	9,2	8,2	7,3	6,6	6,1	5,6	5,0	4,5	4,0	3,5
EV/S	1,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
BVPS	4,2	4,4	4,7	5,0	5,4	5,7	6,1	6,4	6,8	7,2	7,6
EPS	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
CEPS	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
FCFPS	0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
DPS	0,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Payout ratio	75,3%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

Maciej Bobrowski
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.com.pl

Dyrektor Wydziału
IT, media, handel

Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.com.pl

Specjalista ds. analiz
Materiały budowlane,
budownictwo

Marcin Stebakow
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-438
e-mail: stebakow@bdm.com.pl

handel, branża spożywcza

Krzysztof Zarychta
Makler Papierów Wartościowych
tel. (0-32) 20-81-438
e-mail: zarychta@bdm.com.pl

chemia, surowce, energetyka

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Posszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Kluczule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.
Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 04.11.2010 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 09.11.2010 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.
Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.
Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.
W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.
BDM pełni rolę animatora dla instrumentów finansowych emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.
Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.
BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.
Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.
BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Poprzednie rekomendacje spółki		
Poprzednia rekomendacja		Kupuj
Wycena poprzedniej rekomendacji		9,50
Data poprzedniej rekomendacji		07.04.2008
Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji		6,89
Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'10		
Kupuj	1	50%
Akumuluj	1	50%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%