



Dom Maklerski BDM S.A.

INTROL

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 5,40 PLN

13 MARCA 2012

Słabe otoczenie wokół sektora około-budowlanego oraz wyniki Introlu w 4Q'11 i 2011 roku determinowały w ostatnich miesiącach przecenę kursu akcji. Zwracamy jednak uwagę, że rezultaty za 4Q'11 były obciążone dwoma odpisami oraz uwzględniały negatywny wpływ osłabienia PLN względem EUR na realizowanych kontraktach. W naszej ocenie Introl wchodzi w 2012 rok z dość mocnym portfelem zamówień, co będzie widać po wynikach w kolejnych kwartałach. Sądzymy, że spółce uda się powrócić do wyników osiągniętych w 2010 roku, co przy obecnej sytuacji na rynku powinno być dobrym rezultatem i paradoksalnie obecnie mocną stroną grupy jest brak uzależnienia od głównego zleceniodawcy. Według naszych szacunków Introl jest handlowany z dyskontem do porównywalnych spółek z GPW, i do najbardziej zbliżonego profilem działalności Atremu, z $P/E'12=8,9x$ i $EV/EBITDA'12=5,3x$. Biorąc powyższe czynniki pod uwagę podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ wyznaczając cenę docelową na poziomie 5,40 PLN/akcję.

Wyniki za 4Q'11 były słabe jednak wpływ na to miały dwie zawiązane rezerwy (m.in. na kontrakt realizowany dla SEJ Jastrzębie oraz PGE Opolu) i osłabienie PLN względem EUR. Ujemną kontrybucję miała też nowa spółka w grupie, czyli IBSystems, jednak należy zauważyć, że rok 2011 był początkowym etapem funkcjonowania i podmiot ten miał małą ilość realizowanych kontraktów.

W 2012 roku w obszarze oferowanych usług spółka powinna jednak systematycznie realizować coraz więcej projektów w ramach generalnego wykonawstwa (m. in. prace w sektorze energetyki, prowadzenie inwestycji związanych z budowlami modernizacyjnymi stacji uzdatniania wody, pompowni, chlorowni, dostarczanie ekologicznych rozwiązań w przemyśle oraz budowa oczyszczalni ścieków). Zwracamy bowiem uwagę, że 4Q'11 przyniósł spółce duże i perspektywiczne kontrakty, w tym roboty budowlane w systemie „pod klucz”. Spółka w 2012 roku będzie realizować m.in.: projekt techniczny „Energetyczne wykorzystanie gazu z odmetanowania” w KW Murcki Staszic do produkcji energii elektrycznej i ciepła w EC Wieczorek, wykonanie instalacji elektrycznych na budowie ogólnopolskiej hali widowiskowo – sportowej w Szczecinie, zabudowę agregatu prądowłórczego wraz z infrastrukturą niezbędną do jego funkcjonowania w KW oddział Knurów, modernizację filtrów pospiesznych nowych SUW Maczki, remont kapitalny instalacji odsiarczania spalin w Elektrowni Rybnik, a także budowę rurociągu odmetanowania w szybie KWK Wujek. Dlatego liczymy, że spółka w 2012 roku pokaże wyniki istotnie lepsze niż w 2011 roku.

Najbliższe lata dla całej branży jak i dla spółki mogą być trudne. W naszej ocenie w obecnej sytuacji pozytywnym aspektem w przypadku Introlu jest jednak to, że przychody grupy są mocno zdwersyfikowane ze względu na obszar działalności oraz ze względu na głównych klientów. Dodatkowo budowane od dłuższego czasu kompetencje w spółkach zależnych powinny zmaterializować się w najbliższych latach, kiedy to działalność na krajowym rynku może być coraz bardziej wymagająca.

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody [mln PLN]	168,4	238,6	279,8	300,0	310,5	319,8
EBITDA [mln PLN]	16,4	20,6	16,4	23,2	23,7	24,2
EBIT [mln PLN]	11,9	16,2	11,0	17,6	18,0	18,4
Zysk netto [mln PLN]	10,6	13,2	9,0	12,7	12,9	13,3
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	10,7	8,6	12,5	8,9	8,8	8,5
EV/EBITDA	5,5	5,5	7,7	5,3	5,1	4,8
EV/EBIT	7,6	6,9	11,5	7,0	6,6	6,3

Wycena DCF [PLN]	5,40
Wycena porównawcza [PLN]	5,40
Wycena końcowa [PLN]	5,40
Potencjał do wzrostu / spadku	30,1%
Koszt kapitału	9,8%
Cena rynkowa [PLN]	4,15
Kapitalizacja [mln PLN]	110,5
Ilość akcji [mln szt.]	26,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,06
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,00
Stopa zwrotu za 3 mc	-17,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-8,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-35,2%
Struktura akcjonariatu:	
Józef Bodziony*	38,2%
Wiesław Kapral*	38,3%
Pozostali	23,5%

*razem z podmiotami zależnymi

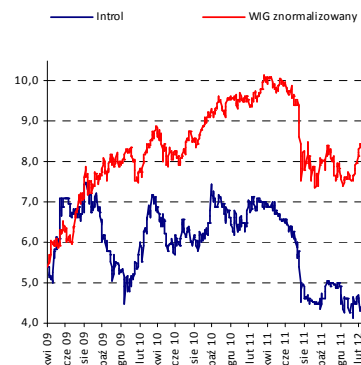
Krzysztof Zarychta

zarychta@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'11 I 2011	9
PROGNOZA NA 1Q'12 I 2012 ROK.....	12
DANE FINANSOWE	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Oceniając wartość spółki wykorzystaliśmy także metodę porównawczą do zbliżonej profilem działalności spółek notowanych na GPW i zagranicą.

Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach na lata 2012-2013 dała wartość 1 akcji spółki na poziomie 5,4 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2012-2021 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 5,4 PLN. **Wycena końcowa jest średnią arytmetyczną z tych metod i wynosi 5,4 PLN.**

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	5,4
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	5,4
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		5,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

Oczekujemy, że w 1Q'12 Introl w relacji rok do roku poprawi rezultaty. Szacujemy sprzedaż spółki na poziomie 51,6 mln PLN (+7,2% r/r) oraz poprawy marży brutto na sprzedaży do poziomu 20,1% co powinno ukształtować zysk brutto blisko 10,3 mln PLN. Nie spodziewamy się negatywnych zdarzeń jednorazowych; po uwzględnieniu kosztów sprzedaży i zarządu zysk operacyjny powinien być zbliżony do 1,7 mln PLN. Szacujemy zysk netto równy 1,0 mln PLN. Zwracamy uwagę, że znacznie silniejszy powinien być już 2Q'12, w którym oczekujemy ponad 90 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz blisko 7 mln PLN EBITDA. Zysk netto na poziomie jednostki dominującej według naszych szacunków wyniesie 4,1 mln PLN. W całym 2012 roku spodziewamy się sprzedaży spółki bliskiej 300 mln PLN (+7,2%), oraz 23,2 mln PLN EBITDA (+41,5%). Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej oraz podatku dochodowego prognozujemy zysk netto bliski 12,7 mln PLN (+40% r/r).

Podsumowując w naszej ocenie Introl wchodzi w 2012 rok z dość mocnym portfelem zamówień, co będzie widać po wynikach w kolejnych kwartałach. Sądzymy, że spółce uda się powrócić do wyników osiągniętych w 2010 roku, co przy obecnej sytuacji na rynku powinno być dobrym rezultatem i paradoksalnie obecnie mocną stroną grupy jest brak uzależnienia od głównego zleceniodawcy. Według naszych szacunków Introl jest handlowany z dyskontem do porównywanych spółek z GPW z $P/E'12=8,9x$ i $EV/EBITDA'12=5,3x$. Biorąc powyższe czynniki pod uwagę podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ wyznaczając cenę docelową na poziomie 5,40 PLN/akcję.

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 5,45%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Zakładamy wzrost przychodów Introlu w 2012 roku o ponad 7%. W obszarze oferowanych usług spółka powinna systematycznie realizować coraz więcej projektów w ramach generalnego wykonawstwa (m. in. prace w sektorze energetyki, prowadzenie inwestycji związanych z budowlami modernizacyjnymi stacji uzdatniania wody, pompowni, chlorowni, dostarczanie ekologicznych rozwiązań w przemyśle oraz budowa oczyszczalni ścieków. Zwracamy bowiem uwagę, że 4Q'11 przyniósł spółce duże i perspektywiczne inwestycje, w tym roboty budowlane w systemie „pod klucz”. Spółka w 2012 roku będzie realizować m.in.: projekt techniczny „Energetyczne wykorzystanie gazu z odmetanowania” w KW Murcki Staszic do produkcji energii elektrycznej i ciepła w EC Wieczorek, wykonanie instalacji elektrycznych na budowie ogólnopolskiej hali widowiskowo – sportowej w Szczecinie, zabudowę agregatu prądotwórczego wraz z infrastrukturą niezbędną do jego funkcjonowania w KW oddział Knurów, modernizację filtrów pospiesznych nowych SUW Maczki, remont kapitalny instalacji odsiarczania spalin w Elektrowni Rybnik a także budowę rurociągu odmetanowania w szybie KWK Wujek;
- Oczekujemy poprawy marż operacyjnych spółki w 2012 roku. Uważamy, że negatywne one-off, które towarzyszyły spółce w 4Q'11 nie powinny mieć już miejsca zarówno w 1Q'12 jak i w 2012 roku, a poziom zawiązanych obecnie rezerw uważamy za konserwatywny. W naszej ocenie Introl wchodzi w 2012 z oczyszczonym bilansem, co powinno mieć swój pozytywny wpływ na wyniki. Dodatkowym motorem zysków spółki będzie według nas dodatnia kontrybucja spółek, które zamknęły rok 2011 na minusie (zwłaszcza IB System, a także i4T) oraz postępujące ożywienie w sektorze usług skierowanych do górnictwa i energetyki niskich napięć;
- Konserwatywnie zakładamy spadek marży operacyjnej spółki w kolejnych latach naszej prognozy za sprawą rosnącej konkurencji na rynku AKPiA;
- 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 i ochrony środowiska;
- W 2012 roku uwzględniamy w nakładach inwestycyjnych spółki wydatki na zwiększenie parku maszynowego w Limatherm SA o łącznej wartości 1 mln EUR oraz budowę nowej linii hali montażowej o powierzchni 600m2 w Chorzowie o wartości 1 mln PLN. Nakłady inwestycyjne w pozostałych latach są ograniczone do inwestycji odtworzeniowych majątku spółki;
- Na wszystkie lata prognozy szczegółowej zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 60% zysku netto.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,0%;
- Do wartości spółki została dodana rynkowa wartość pakietu akcji Mostostalu Zabrze.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2021.
- Wycena została sporządzona na dzień 13.03.2012 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 143,1 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 5,4 PLN.

Model DCF

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	300,0	310,5	319,8	327,8	334,4	341,1	347,9	354,8	361,9	369,2
EBIT [mln PLN]	17,6	18,0	18,4	18,5	18,7	19,0	19,2	19,5	19,7	20,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8
NOPLAT [mln PLN]	14,3	14,6	14,9	14,9	15,2	15,4	15,6	15,8	16,0	16,2
Amortyzacja [mln PLN]	5,6	5,6	5,7	5,8	6,0	6,1	6,2	6,3	6,3	6,3
CAPEX [mln PLN]	-7,3	-6,0	-6,1	-6,3	-6,5	-6,6	-6,7	-6,6	-6,5	-6,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,4	-3,1	-2,1	-1,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7
FCF [mln PLN]	9,2	11,1	12,4	12,6	13,1	13,3	13,5	13,9	14,2	14,4
DFCF [mln PLN]	8,5	9,4	9,5	8,8	8,3	7,7	7,1	6,6	6,2	5,7
Suma DFCF [mln PLN]	78,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	187,0		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	74,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	152,1									
Dług netto [mln PLN]	10,1									
Wartość akcji MSZ	1,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	143,1									
Ilość akcji [mln szt.]	26,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	5,4									

Przychody zmiana r/r	7,2%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	60,7%	2,5%	2,2%	0,1%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
FCF zmiana r/r	-	21,4%	11,2%	2,2%	3,6%	1,7%	1,2%	2,8%	2,4%	1,8%
Marża EBITDA	7,7%	7,6%	7,6%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%
Marża EBIT	5,9%	5,8%	5,8%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%
Marża NOPLAT	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
CAPEX / Przychody	2,4%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	131,1%	107,0%	107,1%	107,9%	109,0%	107,9%	108,2%	104,9%	102,4%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	1,1%	1,0%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,6%	29,4%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stopa wolna od ryzyka	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
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	85,6%	86,4%	86,8%	87,3%	87,6%	88,0%	88,3%	88,6%	88,9%	89,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	13,6%	13,2%	12,7%	12,4%	12,0%	11,7%	11,4%	11,1%	10,8%	10,5%
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM 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%	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
	3,0%	6,8	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	6,3	6,2	6,2
	4,0%	6,2	6,1	6,0	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4
	5,0%	5,8	5,7	5,5	5,4	5,3	5,2	5,0	5,0	4,9
	6,0%	5,5	5,3	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6	4,5
	7,0%	5,2	5,0	4,9	4,7	4,6	4,5	4,4	4,3	4,2
	8,0%	5,0	4,8	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2012-2013 do wybranych spółek, które są zbliżone profilem działalności. Dla roku 2011 przypisaliśmy wagę równą 0%, a na lata 2012-2013 wagi równe 50%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 143,1 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 5,4 PLN.**

Akcje spółki notowane są z wyraźnym dyskontem w stosunku do mediany porównywanych spółek. W naszej ocenie Introl w 2012 roku pokaże wysoki progres wyników. Z jednej strony oczekujemy, że spółce pomoże postępujące ożywienie w sektorze AKPIA oraz usług skierowanych do górnictwa i energetyki niskich napięć, a z drugiej spodziewamy się, że silną dodatnią kontrybucję do wyników grupy będą wносить spółki, które w 2011 roku wykazywały straty (start-up: IB system oraz i4T, a także Atechem).

Zwracamy także uwagę, że dyskonto jest jeszcze większe przy porównaniu ze spółką Atrem. W naszej ocenie Atrem jest spółką o najbardziej zbliżonym profilu działalności. Atrem i) generuje przychody z podobnych segmentów co Introl (segment usług instalacji budowlanych, segment energetyki niskich i średnich napięć, produkcja urządzeń AKPIA, projektowanie oraz wyposażenie tzw. inteligentnych budynków, segment odnawialnych źródeł energii oraz ochrony środowiska – projektowanie i wykonawstwo biogazowni, spalarni, utylitarni odpadów), ii) posiada relatywnie zbliżoną kapitalizację, iii) w wielu przetargach stanowi bezpośrednią konkurencję dla Introlu.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2011	2012P	2013P	2011	2012P	2013P
ATREM	14,8	12,4	11,4	8,5	7,9	6,9
APLISENS	14,7	13,1	13,1	5,1	4,9	4,6
SONEL	15,2	12,5	11,4	4,5	4,4	4,2
ITRON	12,3	11,0	10,0	8,1	7,4	7,4
mediana	14,8	12,4	11,4	6,6	6,1	5,7
INTROL	12,5	8,9	8,8	7,7	5,3	5,1
Premia/dyskonto do spółki	-15,2%	-28,1%	-22,8%	14,4%	-15,7%	-14,5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	5,0	5,9	5,5	3,7	5,1	5,0
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		5,7			5,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena spółki [mln PLN]	143,1					
Wycena 1 akcji [PLN]	5,4					

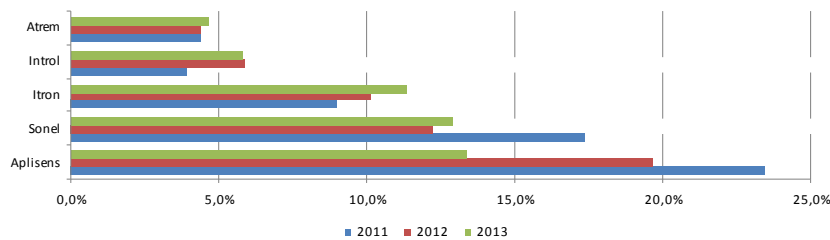
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie Introlu do Atremu

	P/E			EV/EBITDA		
	2011	2012P	2013P	201P	2012P	2013P
ATREM	14,8	12,4	11,4	8,5	7,9	6,9
INTROL	12,5	8,9	8,8	7,7	5,3	5,1
Premia/dyskonto do spółki	-15,7%	-28,0%	-22,7%	-11,0%	-34,6%	-28,7%

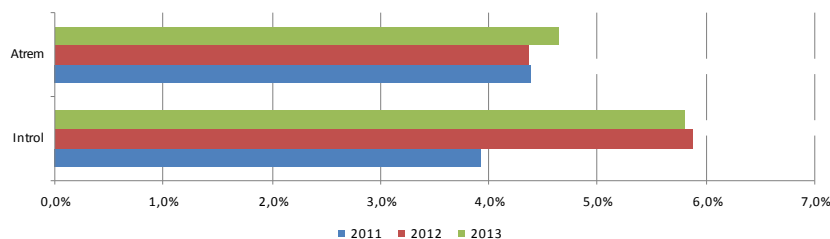
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności EBIT Introlu oraz Atremu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Nasycony rynek oraz mocna konkurencja.** W przypadku ochłodzenia koniunktury w sektorze usług instalacyjno-budowlanych oraz prac związanych z budową obiektów ochrony środowiska spółka może utracić część przychodów. W dużej mierze sytuacja ta może być pochodną słabej sytuacji w branży budowlanej oraz coraz mniejszej ilości inwestycji infrastrukturalnych przy jednoczesnym braku wiążących rozstrzygnięć w sektorze inwestycji energetycznych. Spowoduje to wzmożoną konkurencję w przetargach na wykonanie mniejszych instalacji i prac (do 50 mln PLN) oraz presję na marżę spółki;
- **Zmniejszenie wydatków jednostek samorządów terytorialnego na obiekty służące ochronie środowiska oraz produkcji energii.** Deficyt budżetowy w Polsce wymusza ograniczenie wydatków JST, co przekłada się na zmniejszenie ilości przetargów na prace związane z modernizacją i budową obiektów ochrony środowiska (suszarnie, spalarnie, instalacje biomasy, oczyszczalnie ścieków) ze względu na cięcia wydatków samorządowych;
- **Negatywne one-off.** Spółka częściowo działając na rynku budowlanym jest narażona na konieczność zawiązywania rezerw i tworzenia odpisów, co może negatywnie wpłynąć na wyniki;
- **Zmniejszenie unijnego budżetu Polski w latach 2013-2020, co w konsekwencji może zmniejszyć wydatki samorządów na ochronę środowiska;**
- **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;

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'11 i 2011

Zarówno w 4Q'11 jak i w 2011 roku nastąpił dynamiczny wzrost sprzedaży realizowanej przez spółkę. Zwiększenie przychodów miało miejsce we wszystkich segmentach prowadzonej działalności i wynikało głównie ze wzrostu zamówień na usługi Introlu oraz liczby kontraktów na generalne wykonawstwo. Po czterech kwartałach największe przychody Introl odnotował z usług AKPIA, elektrycznych, instalacyjnych, projektowych i budowlanych, które stanowiły 49% całkowitych przychodów spółki (wzrost o 13%, 138,7 mln PLN). Usługi te były świadczone głównie przez Introl SA (69,3 mln PLN), Introl sp. z o.o (11,8 mln PLN), Pro-Zap (12,6 mln PLN), Energomontaż Chorzów (37,8 mln PLN). W drugiej kolejności uplasowały się przychody z dystrybucji z doradztwem technicznym, które wzrosły o 24% i wyniosły 67,1 mln PLN. Największe przychody w tym segmencie odnotowały spółki: Introl Sp. z o.o (30,1 mln PLN) oraz RAC (12,6 mln PLN). Produkcja elementów odlewniczych stanowiła 10% sprzedaży, i była świadczona przez Limatherm SA.

Niestety w stosunku do 2010 roku oraz w relacji do 4Q'11 nastąpił spadek rentowności grupy ze względu na spadek marży brutto na realizowanych kontraktach (większa konkurencja, co było pochodną słabej koniunktury na rynku budowlanym) zwłaszcza dotyczących generalnego wykonawstwa. Należy także zwrócić uwagę na słabo radzący sobie start-up, spółkę IB-Systems która prawdopodobnie nie osiągnęła zakładanej rentowności i wygenerowała stratę (szacujemy -2,3 mln PLN). Uważamy także, że w 4Q'11 spółka musiała zawiązać rezerwy na część realizowanych kontraktów (m. in na kontrakt realizowany dla SEJ Jastrzębie w kwocie 643 tys. PLN) oraz utworzyć odpisy aktualizujące należności.

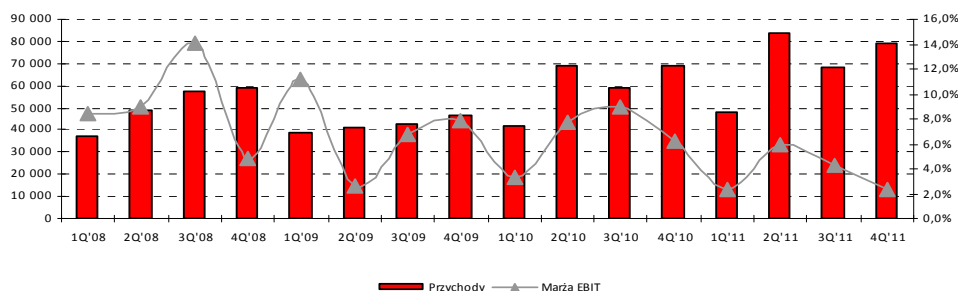
Podsumowując, spółka w 4Q'11 wypracowała 79,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży przy 16,7% marży brutto, co pozwoliło osiągnąć 13,2 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (-2,2% r/r). Po uwzględnieniu salda z pozostałej działalności operacyjnej zysk EBIT ukształtował się na poziomie 1,8 mln PLN (-56,7% r/r). Zysk netto na poziomie jednostki dominującej wyniósł 0,9 mln PLN (-71,6% r/r). W całym 2011 roku Introl osiągnął blisko 280 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+17,2% r/r) oraz 11,0 mln PLN EBIT (-32,3% r/r). Zysk netto przekroczył niewiele ponad 9,0 mln PLN (-31,3% r/r).

Wyniki skonsolidowane spółki [mln PLN]

	4Q'10	4Q'11	zmiana r/r	2010	2011	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	68,9	79,4	15,3%	238,6	279,8	17,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,5	13,2	-2,2%	49,8	47,8	-4,0%
EBITDA	5,4	3,3	-39,0%	20,6	16,4	-20,4%
EBIT	4,2	1,8	-56,7%	16,2	11,0	-32,3%
Zysk netto	3,1	0,9	-71,6%	13,2	9,0	-31,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,7%	16,7%		20,8%	17,1%	
Marża EBITDA	7,8%	4,1%		8,6%	5,9%	
Marża EBIT	6,2%	2,3%		6,8%	3,9%	
Marża zysku netto	4,4%	1,1%		5,5%	3,2%	

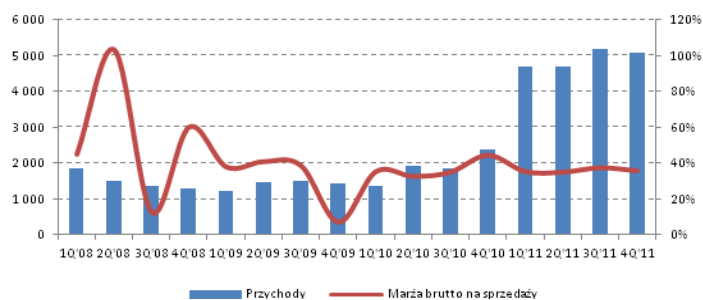
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Wskaźniki rentowności na poziomie skonsolidowanym



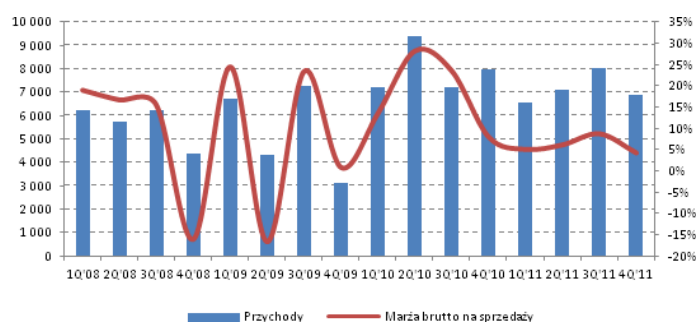
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Produkcja AKPiA



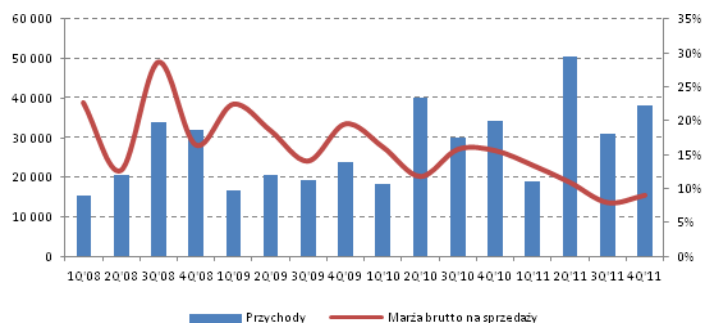
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Produkcja elementów odlewniczych



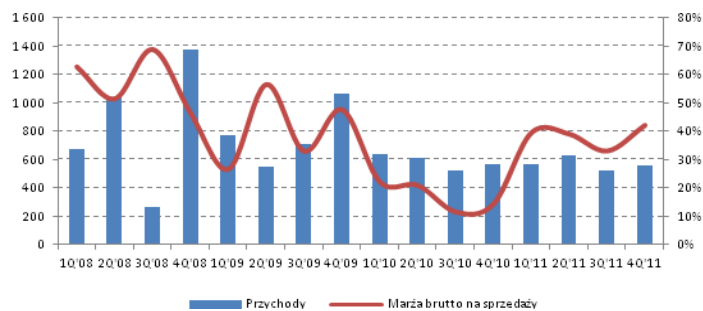
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Usługi AKPiA i elektryczne



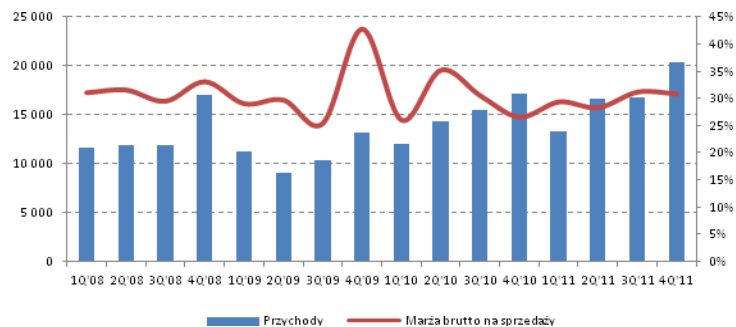
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Usługi utrzymania ruchu



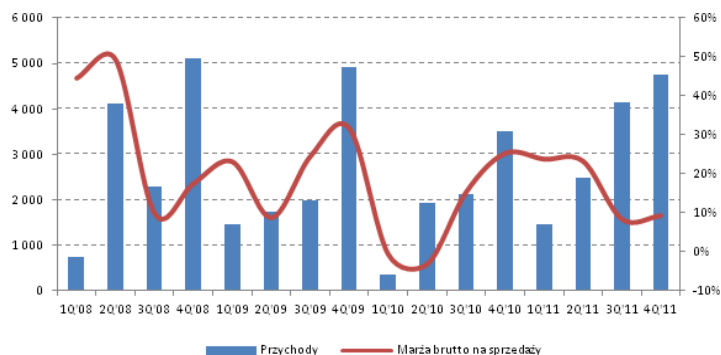
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Dystrybucja z doradztwem technicznym



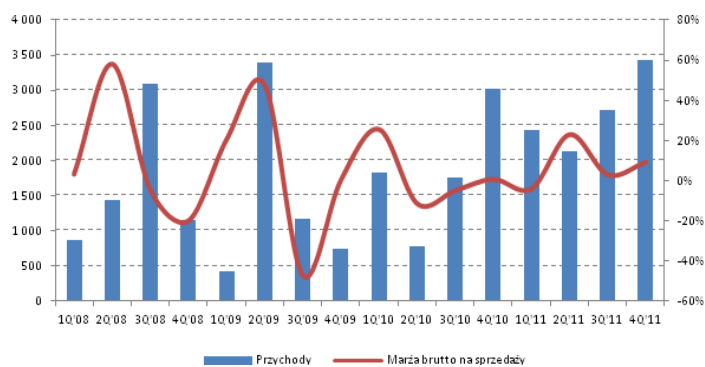
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Produkcja urządzeń ochrony środowiska



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Pozostała działalność



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

PROGNOZA NA 1Q'12 i 2012 ROK

Pierwszy kwartał roku jest sezonowo najsłabszy dla spółki. W obszarze oferowanych usług spółka powinna systematycznie realizować coraz więcej projektów w ramach generalnego wykonawstwa (m. in. prace w sektorze energetyki, prowadzenie inwestycji związanych z budowlami modernizacyjnymi stacji uzdatniania wody, pompowni, chlorowni, dostarczanie ekologicznych rozwiązań w przemyśle oraz budowa oczyszczalni ścieków. Zwracamy bowiem uwagę, że 4Q'11 przyniósł spółce duże i perspektywiczne inwestycje, w tym roboty budowlane w systemie „pod klucz”. Spółka w 2012 roku będzie realizować m.in.: projekt techniczny „Energetyczne wykorzystanie gazu z odmetanowania” w KW Murcki Staszic do produkcji energii elektrycznej i ciepła w EC Wieczorek, wykonanie instalacji elektrycznych na budowie ogólnopolskiej hali widowiskowo – sportowej w Szczecinie, zabudowę agregatu prądotwórczego wraz z infrastrukturą niezbędną do jego funkcjonowania w KW oddział Knurów, modernizację filtrów pospiesznych nowych SUW Maczki, remont kapitalny instalacji odsiarczania spalin w Elektrowni Rybnik a także budowę rurociągu odmetanowania w szybie KWK Wujek.

Introl w 2012 roku będzie także realizował dwa główne projekty inwestycyjne w spółkach zależnych: Limatherm SA oraz Pro-Zap. W Limatherm SA ma zostać zwiększony park maszynowy spółki o maszynę odlewniczą, piec topialni i dwie obrabiarki o łącznej wartości 1 mln EUR. Powiększenie parku maszynowego pozwoli spółce na wprowadzenie nowych rozwiązań techniczno – technologicznych, obniżających koszty oraz zwiększając moc produkcyjną spółki, co z kolei powinno pozytywnie wpłynąć na uzyskiwanie nowych projektów do realizacji. Planowana budowa hali montażowej o powierzchni 600m² w spółce Pro-Zap ma zwiększyć potencjał produkcyjny oraz poszerzyć kompetencję PZ. Wartość inwestycji szacowana jest na 1 mln PLN. Dodatkowo w Energomontażu Chorzów planowane jest dokończenie modernizacji hali (termomodernizacja oraz wymiana suwnicy).

Warto podkreślić, że przynosząca w 2010 roku stratę netto spółka JCommerce wypracowała według naszych szacunków w 2011 roku blisko 0,5 mln PLN zysku netto, co pozytywnie kontrybuowało w wynikach grupy (spółka realizowała m. in. prace przy wdrażaniu aplikacji wspierającej wewnętrzne procesy w ING Banku Śląskim). Obecnie oczekujemy, że IB Systems oraz i4T także od 2012 roku zaczną zarabiać, co pozytywnie wpłynie na marżę Introlu. W przypadku spółki IB Systems szacujemy, że obecny backlog spółki na 2012 rok przekracza 55 mln PLN. Ostatnia umowa spółki została zawarta z poznańskim Erbudem o wartości 6 mln PLN zakłada wykonanie instalacji elektrycznych w hali widowiskowo – sportowej w Szczecinie. Konserwatywnie oczekujemy, że spółka wypracuje w 2012 roku 2,0 mln PLN EBIT oraz 1,2 mln PLN zysku netto. Kolejny start-up - i4T – zajmuje się projektowaniem oraz realizacją kompletnych instalacji i obiektów w obszarze związanym z szeroką pojętą ochroną środowiska we wszystkich gałęziach przemysłu , a w szczególności w energetyce, gospodarce komunalnej, hutnictwie, górnictwie oraz przemyśle chemicznym . Spodziewamy się 5 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz co najmniej 100 tys. PLN zysku netto.

Oczekujemy, że w 1Q'12 Introl w relacji rok do roku rezultaty. Spodziewamy się przychodów na poziomie 51,6 mln PLN (+7,2% r/r) oraz poprawy marży brutto na sprzedaży do poziomu 20,1% co powinno ukształtować zysk brutto bliski 10,3 mln PLN. Nie spodziewamy się negatywnych zdarzeń jednorazowych; po uwzględnieniu kosztów sprzedaży i zarządu zysk operacyjny powinien być zbliżony do 1,7 mln PLN. Szacujemy zysk netto równy 1,0 mln PLN. Zwracamy uwagę, że znacznie silniejszy powinien być już 2Q'12, w którym oczekujemy ponad 90 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz blisko 7 mln PLN EBITDA. Zysk netto na poziomie jednostki dominującej według naszych szacunków wyniesie 4,1 mln PLN. W całym 2012 roku spodziewamy się sprzedaży spółki bliskiej 300 mln PLN (+7,2%), oraz 23,2 mln PLN EBITDA (+41,5%). Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej oraz podatku dochodowego prognozujemy zysk netto bliski 12,7 mln PLN (+40% r/r).

Prognoza skonsolidowanego wyniku spółki [mln PLN]

	1Q'11	1Q'12P	zmiana r/r	2011	2012P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	48,1	51,6	7,2%	279,8	300,0	7,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,2	10,3	12,5%	47,8	55,7	16,6%
EBITDA	2,4	3,0	26,6%	16,4	23,2	41,5%
EBIT	1,1	1,7	45,7%	11,0	17,6	60,7%
Zysk netto	0,8	1,0	30,2%	9,0	12,7	39,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,1%	20,1%		17,1%	18,6%	
Marża EBITDA	5,0%	5,9%		5,9%	7,7%	
Marża EBIT	2,4%	3,2%		3,9%	5,9%	
Marża zysku netto	1,6%	1,9%		3,2%	4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

Ważniejsze wygrane przetargi Introlu

Kontrahent	Zadanie	Wartość netto [mln PLN]	Data realizacji	Data podpisania
PGE Górnictwo	system wykrywania i gaszenia źródeł zapłonu paliwa	10,8	do 12.10.2012	07.02.2012
Budimex	instalacje teletechniczne w Muzeum Śląskim	11,2	do 30.03.2013	26.01.2012
Górnośląskie Pogotowie Wodociągowe	modernizacja filtrów pospiesznych	18,7	23 miesiące od podpisania	15.12.2011
KW	zabudowa agregatu prądotwórczego	8,1	240 dni od podpisania	13.12.2011
Erbud	wykonanie instalacji elektrycznej	6	31.12.2012	24.12.2012
Eco Kutno	budowa układu wysokosprawnej kogeneracji	19,7	30.06.2012	26.09.2011
ZEC Katowice	odmetanowanie gazu z KWK Murcki	14,0	19.10.2012	02.11.2011

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

Wyniki i prognozy w rozbiciu na kwartały [mln PLN]

	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12P	2Q'12P	3Q'12P	4Q'12P
Przychody ze sprzedaży	48,1	84,1	68,1	79,4	51,6	90,2	73,1	85,2
Zysk brutto ze sprzedaży	9,2	14,1	11,3	13,2	10,3	15,7	13,7	15,9
EBITDA	2,4	6,3	4,4	3,3	3,0	6,9	5,7	7,5
EBIT	1,1	5,0	2,9	1,8	1,7	5,6	4,3	6,1
Zysk netto	0,8	4,7	2,7	0,9	1,0	4,1	3,1	4,5
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,1%	16,7%	16,5%	16,7%	20,1%	17,4%	18,8%	18,7%
Marża EBITDA	5,0%	7,5%	6,5%	4,1%	5,9%	7,7%	7,8%	8,8%
Marża EBIT	2,4%	6,0%	4,3%	2,3%	3,2%	6,2%	5,8%	7,2%
Marża zysku netto	1,6%	5,6%	4,0%	1,1%	1,9%	4,5%	4,2%	5,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	73,4	75,7	77,4	75,9	76,2	76,6	77,1	77,5	78,0	78,2	78,3	78,3
Wartości niematerialne i prawne	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Rzeczowe aktywa trwałe	59,7	60,3	62,1	60,5	60,9	61,3	61,8	62,2	62,6	62,8	62,9	62,9
Pozostałe aktywa trwałe	5,8	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Aktywa obrotowe	111,1	134,3	145,6	154,4	161,4	168,0	174,4	181,1	187,9	195,0	202,5	210,2
Zapasy	16,3	16,8	18,0	18,6	19,2	19,6	20,0	20,4	20,9	21,3	21,7	22,1
Należności krótkoterminowe	73,7	98,9	106,6	111,0	114,3	117,1	119,5	121,8	124,3	126,7	129,3	131,8
Inwestycje krótkoterminowe	17,4	17,8	20,2	24,0	27,1	30,3	34,1	38,0	41,9	46,2	50,7	55,4
Pozostałe aktywa trwałe	2,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Aktywa razem	184,5	210,0	223,0	230,3	237,7	244,6	251,5	258,6	265,8	273,2	280,8	288,5
Kapitał (fundusz) własny	111,5	110,8	118,0	123,3	128,8	134,2	139,8	145,6	151,5	157,5	163,7	170,0
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	5,3
Kapitał (fundusz) zapasowy i rezerwowy	93,0	96,4	100,0	105,1	110,2	115,5	120,9	126,3	131,9	137,6	143,4	149,4
Zysk netto	13,2	9,0	12,7	12,9	13,3	13,4	13,7	14,0	14,3	14,6	14,9	15,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	73,0	99,2	105,0	107,1	108,9	110,4	111,7	113,0	114,3	115,7	117,1	118,5
Rezerwy na zobowiązania	7,5	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Zobowiązania długoterminowe	6,1	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Zobowiązania krótkoterminowe	59,5	83,6	89,4	91,4	93,2	94,8	96,1	97,4	98,7	100,1	101,4	102,8
Pasywa razem	184,5	210,0	223,0	230,3	237,7	244,6	251,5	258,6	265,8	273,2	280,8	288,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody netto ze sprzedaży	238,6	279,8	300,0	310,5	319,8	327,8	334,4	341,1	347,9	354,8	361,9	369,2
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	188,9	232,0	244,3	253,2	260,9	267,6	273,0	278,6	284,3	290,1	296,1	302,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	49,8	47,8	55,7	57,3	58,9	60,3	61,3	62,4	63,6	64,7	65,9	67,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	32,4	35,5	37,6	38,8	40,0	41,3	42,1	43,0	43,8	44,7	45,6	46,5
Zysk (strata) na sprzedaży	17,4	12,3	18,1	18,5	18,9	18,9	19,2	19,5	19,7	20,0	20,3	20,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,2	-1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
EBITDA	20,6	16,4	23,2	23,7	24,2	24,3	24,7	25,0	25,4	25,7	26,0	26,3
EBIT	16,2	11,0	17,6	18,0	18,4	18,5	18,7	19,0	19,2	19,5	19,7	20,0
Saldo działalności finansowej	-1,1	-1,0	-2,0	-2,2	-2,1	-2,0	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2
Zysk (strata) brutto	15,0	10,0	15,6	15,9	16,4	16,5	16,9	17,2	17,6	18,0	18,4	18,8
Zysk (strata) netto	13,2	9,0	12,7	12,9	13,3	13,4	13,7	14,0	14,3	14,6	14,9	15,3

Przepływy pieniężne [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	4,5	2,3	15,1	17,4	16,9	17,4	18,2	18,6	18,9	19,3	19,7	20,0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-11,8	-2,7	-7,3	-6,0	-6,1	-6,2	-6,4	-6,5	-6,6	-6,5	-6,4	-6,3
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-12,0	0,8	-5,4	-7,6	-7,7	-8,0	-8,0	-8,2	-8,4	-8,6	-8,8	-9,0
Przepływy pieniężne netto	-19,3	0,4	2,4	3,8	3,2	3,2	3,7	3,9	4,0	4,3	4,5	4,7
Środki pieniężne na początek okresu	36,7	17,4	17,8	20,2	23,9	27,1	30,3	34,1	37,9	41,9	46,2	50,7
Środki pieniężne na koniec okresu	17,4	17,8	20,2	23,9	27,1	30,3	34,1	37,9	41,9	46,2	50,7	55,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	41,7%	17,2%	7,2%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	25,4%	-20,4%	41,5%	2,2%	2,1%	0,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	36,4%	-32,3%	60,7%	2,5%	2,2%	0,1%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
zmiana zysku netto	24,0%	-31,3%	39,9%	1,6%	3,2%	0,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%
Marża brutto na sprzedaży	20,8%	17,1%	18,6%	18,5%	18,4%	18,4%	18,3%	18,3%	18,3%	18,2%	18,2%	18,2%
Marża EBITDA	8,6%	5,9%	7,7%	7,6%	7,6%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%
Marża EBIT	6,8%	3,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%
Marża brutto	6,3%	3,6%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Marża netto	5,5%	3,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
COGS / Przychody	79,2%	82,9%	81,4%	81,5%	81,6%	81,6%	81,7%	81,7%	81,7%	81,8%	81,8%	81,8%
SG&A / Przychody	13,6%	12,7%	12,5%	12,5%	12,5%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
SG&A / COGS	17,1%	15,3%	15,4%	15,3%	15,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
ROE	11,8%	8,2%	10,7%	10,4%	10,3%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	9,0%
ROA	7,1%	4,3%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
Stopa zadłużenia	39,6%	47,3%	47,1%	46,5%	45,8%	45,1%	44,4%	43,7%	43,0%	42,3%	41,7%	41,1%
Dług	16,6	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3
D/(D+E)	9,0%	14,4%	13,6%	13,2%	12,7%	12,4%	12,0%	11,7%	11,4%	11,1%	10,8%	10,5%
D/E	17,5%	37,6%	34,5%	32,6%	30,7%	29,1%	27,6%	26,3%	25,0%	23,8%	22,7%	21,7%
Dług / Kapitał własny	14,9%	27,3%	25,7%	24,6%	23,5%	22,6%	21,7%	20,8%	20,0%	19,2%	18,5%	17,8%
Dług netto	-0,8	12,5	10,1	6,3	3,2	0,0	-3,8	-7,7	-11,6	-15,9	-20,4	-25,1
Dług netto / Kapitał własny	-0,7%	11,3%	8,6%	5,1%	2,5%	0,0%	-2,7%	-5,3%	-7,7%	-10,1%	-12,5%	-14,8%
EV [tys. PLN]	112 421	125 704	123 353	119 560	116 408	113 167	109 444	105 564	101 607	97 348	92 824	88 132
Dług / EV	14,8%	24,1%	24,6%	25,3%	26,0%	26,8%	27,7%	28,7%	29,8%	31,1%	32,6%	34,4%
CAPEX / Przychody	5,0%	1,4%	2,4%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	272,7%	73,6%	131,1%	107,0%	107,1%	107,9%	109,0%	107,9%	108,2%	104,9%	102,4%	101,3%
Amortyzacja / Przychody	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Zmiana KO / Przychody	5,2%	5,0%	1,1%	1,0%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,8%	34,2%	16,6%	29,4%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
MC/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	8,6	12,5	8,9	8,8	8,5	8,5	8,3	8,1	7,9	7,8	7,6	7,4
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE	6,5	7,8	6,2	6,1	6,0	5,9	5,8	5,7	5,5	5,4	5,3	5,2
EV/EBITDA	5,5	7,7	5,3	5,1	4,8	4,7	4,4	4,2	4,0	3,8	3,6	3,3
EV/EBIT	6,9	11,5	7,0	6,6	6,3	6,1	5,9	5,6	5,3	5,0	4,7	4,4
EV/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
BVPS	4,2	4,2	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7	5,9	6,1	6,4
EPS	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
CEPS	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
FCFPS	-0,3	-0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
DPS	0,30	0,34	0,20	0,29	0,29	0,30	0,30	0,31	0,31	0,32	0,33	0,34
Payout ratio	68,8%	70,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
IT, media, handel

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo

Krzysztof Zarychta
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-438
e-mail: zarychta@bdm.pl
surowce, energetyka

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	5,40	Kupuj	7,80	12.03.2012	4,15	41 395
Kupuj	7,80	Akumuluj	7,80	09.02.2011	6,45	48 123
Akumuluj	7,80	-	-	02.11.2010	6,90	46 575

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'12:

Kupuj	3	27%
Akumuluj	4	36%
Trzymaj	4	36%
Redukuj	0	60%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

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 znacznie niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

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

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

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).

Klauzule:

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 13.03.2012 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 16.03.2012 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 nie trafne. 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.

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, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.

Pomijając 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.