



Dom Maklerski BDM S.A.

INTROL

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 7,80 PLN

09 LUTY 2011

Po silnym wzroście przychodów i zysków w 1H'10 Introl pokazał także dobre wyniki za 3Q'10, w którym przychody ze sprzedaży wzrosły do 58,8 mln PLN (+39,3% r/r), a EBIT wyniósł 5,3 mln PLN (+85% r/r). Introl jest obecnie handlowany ze znacznym dyskontem do porównywanych spółek z $P/E'11=10,4x$ i $EV/EBITDA'11=6,1x$. Zwracamy uwagę, że do poprawy przychodów i rentowności w 2011 roku mocno przyczynią się restrukturyzowana spółka PWP i JCommerce oraz korzystające na ożywieniu gospodarczym spółki Energomontaż i Introbát, w których spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży. W naszych nowych szacunkach uwzględniamy kontrybucję lepszych od naszych wcześniejszych założeń wyników powyższych spółek (+3,0 mln PLN EBIT), co skłoniło nas do podwyższenia tegorocznego zysku operacyjnego do poziomu 21,2 mln PLN. Biorąc powyższe przesłanki pod uwagę decydujemy się zmienić nasze poprzednie zalecenie z AKUMULUJ do KUPUJ pozostawiając cenę docelową na poziomie 7,8 PLN.

Pozytywnie oceniamy dywersyfikację portfela zamówień grupy Introl, który obejmuje zlecenia z wielu obszarów. Spółka powinna w dalszym ciągu korzystać na inwestycjach w sektorze wodno-ściekowym obejmujących inwestycje w modernizację oraz budowę nowej infrastruktury, dodatkowo ważny dla grupy jest obszar energetyki niskich napięć oraz segment górniczy (w szczególności projekty realizowane dla Jastrzębskiej SW).

Zmiany w przepisach regulujących funkcjonowanie PFRON, które weszły w życie od 2011 roku (zmiana wskaźnika wyliczeń – zamrożenie na poziomie 2009 roku), wg nas, nie wpłyną istotnie na działalność Introlu. Spółka zatrudnia obecnie ok. 300 niepełnosprawnych osób. Według naszych szacunków zmniejszenie dofinansowania z PFRONu wyniesie w 2011 roku ok. 300 tys. PLN, a do 2013 roku będzie to 0,5 mln PLN.

W prognozie wyników na 2010 rok przewiduje osiągnięcie przez spółkę 238,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży, 16,9 mln PLN EBIT oraz 13,2 mln PLN zysku netto. Szacunki te są zbliżone do wcześniejszej prognozy opublikowanej przez spółkę. Na 2011 rok spodziewamy się wzrostu przychodów spółki o ok. 11,4%. Oczekujemy, że w 2011 roku Introl uzyska przychody w kwocie 265,0 mln PLN. Z jednej strony na wzrost przychodów będzie miało wpływ ożywienie gospodarcze w Polsce, a z drugiej znacznie lepsza postawa restrukturyzowanych spółek (PWP, JCommerce) i mocno cierpiących na kryzysie: Prozap (systemy automatyki) i Introbát (systemy AKPiA), w których spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży.

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody [mln PLN]	168,4	238,5	265,6	283,7	296,5	306,2
EBITDA [mln PLN]	16,4	21,7	26,2	28,2	29,3	30,1
EBIT [mln PLN]	11,9	16,9	21,2	23,2	24,2	24,9
Zysk netto [mln PLN]	10,6	13,2	16,7	18,7	19,8	20,6
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
P/E	16,3	13,2	10,4	9,3	8,7	8,4
EV/EBITDA	9,2	7,6	6,1	5,4	4,9	4,5
EV/EBIT	12,7	9,8	7,5	6,6	6,0	5,4

Wycena DCF [PLN]	7,8
Wycena porównawcza [PLN]	7,8
Wycena końcowa [PLN]	7,8
Potencjał do wzrostu / spadku	23,8%
Koszt kapitału	11,1%

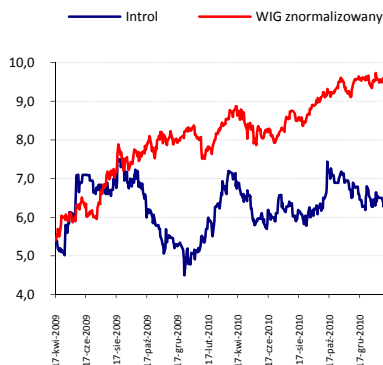
Cena rynkowa [PLN]	6,5
Kapitalizacja [mln PLN]	173,2
Ilość akcji [mln szt.]	26,6

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,7

Stopa zwrotu za 3 mc	-9,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	9,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,8%

Struktura akcjonariatu:	
Józef Bodziony*	38,2%
Wiesław Kaprał*	38,3%
Pozostali	23,5%
*razem z podmiotami zależnymi	

Krzysztof Zarychta
zarychta@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-35
Dom Maklerski BDM 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 3Q'10	9
PROGNOZA NA 4Q'10 I 2010 ROK	10
PROGNOZA NA 1Q'11 I 2011 ROK	11
WYNIKI SPÓŁEK ZALEŻNYCH ORAZ PROGNOZY	12
DANE FINANSOWE	13

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: BDM 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 bieżące 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 nieprzerwanie dodatnią dynamiką PKB Polski).

Introl jest atrakcyjnie wyceniany na tle spółek z branży AKPiA. Spółka jest obecnie handlowana z EV/EBITDA'10 oraz EV/EBITDA'11 równymi odpowiednio 6,1x oraz 5,4x, co stanowi odpowiednio 25,2% i 28,0% dyskonto do mediany porównywanych spółek. Biorąc powyższe przesłanki pod uwagę, dostrzegamy 23,8% potencjał do wyżki kursu akcji i decydujemy się zmienić nasze poprzednie zalecenie z AKUMULUJ do KUPUJ pozostawiając cenę docelową na poziomie 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 6,29%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Spodziewamy się wzrostu przychodów spółki w 2011 roku o ok. 11,4%. Szacujemy, że w 2011 roku Introl uzyska przychody w kwocie 265,0 mln PLN. Z jednej na wzrost przychodów będzie miało wpływ ożywienie gospodarcze w Polsce, a z drugiej znacznie lepsza postawa restrukturyzowanych spółek (PWP, JCommerce) i mocno cierpiących na kryzysie: Prozap (systemy automatyki) i Introbat (systemy AKPiA), w których spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży;
- Szacujemy w bieżącym oraz w przyszłym roku poprawę marży operacyjnej Introłu. Zwracamy uwagę, że zakończona restrukturyzacja i dobry portfel zamówień w spółkach: Introbat, JCommerce, oraz PWP, które zaniżały wyniki Introłu w 2010 roku, przyczynią się do zwiększenia ekspozycji całej grupy na poprawę rentowności (szczegółowe założenia wyników spółek znajdują się w osobnym rozdziale). Kontrybucja wyników powyższych spółek w prognozie wyniku grupy w 2011 roku wynosi około 3,0 mln PLN EBIT;
- 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;
- 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 został oszacowany na koniec 2010 roku;
- Do wartości spółki została dodana rynkowa wartość pakietów MSZ oraz Polnej.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2020.
- Wycena została sporządzona na dzień 09.02.2011 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 206,9 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 7,8 PLN.

Model DCF

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	265,6	283,7	296,5	306,2	314,2	321,4	327,8	334,4	341,1	347,9
EBIT [mln PLN]	21,2	23,2	24,2	24,9	25,5	26,0	26,5	27,0	27,4	27,9
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]	4,0	4,4	4,6	4,7	4,9	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3
NOPLAT [mln PLN]	17,2	18,8	19,6	20,2	20,7	21,1	21,5	21,8	22,2	22,6
Amortyzacja [mln PLN]	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,6	5,7
CAPEX [mln PLN]	4,8	5,0	5,3	5,4	5,6	5,5	5,6	5,8	5,7	5,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-4,5	-3,0	-2,1	-1,6	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
FCF [mln PLN]	12,9	15,8	17,3	18,3	19,1	19,8	20,3	20,6	21,0	21,3
DFCF [mln PLN]	11,7	12,9	12,7	12,1	11,3	10,6	9,7	8,9	8,2	7,4
Suma DFCF [mln PLN]	105,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	236,5		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	91,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	197,3									
Dług netto [mln PLN]	-7,2									
Wartość akcji MSZ i Polna	2,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	206,9									
Ilość akcji [mln szt.]	26 639									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7,8									

Przychody zmiana r/r	11,4%	6,8%	4,5%	3,3%	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	25,4%	9,4%	4,2%	3,0%	2,3%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
FCF zmiana r/r	-	22,5%	9,9%	6,0%	4,1%	3,5%	2,5%	1,6%	2,2%	1,5%
Marża EBITDA	9,9%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%
Marża EBIT	8,0%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%
Marża NOPLAT	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
CAPEX / Przychody	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	97,6%	100,5%	103,3%	104,4%	104,9%	102,4%	102,5%	102,9%	101,1%	102,1%
Zmiana KO / Przychody	1,7%	1,1%	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,4%	16,8%	16,8%	16,7%	16,8%	16,8%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Stopa wolna od ryzyka	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%
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	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Udział kapitału własnego	92,4%	95,3%	98,0%	99,0%	99,1%	99,1%	99,2%	99,2%	99,2%	99,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	4,7%	2,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
WACC	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%

Źródło: 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	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: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		Beta								
premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	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: 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%	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: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2010-2012 do wybranych spółek, które są zbliżone profilem działalności. Dla roku 2010 przypisaliśmy wagę równą 20%, a na lata 2011-2012 wagi równe 40%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie **208,6 mln PLN**, a w przeliczeniu na 1 akcję **7,8 PLN**.

Akcje spółki są handlowane ze znacznym dyskontem zarówno dla mnożnika EV/EBITDA jaki P/E na wszystkie lata prognozy. Spodziewamy się, że Introl, po mocnym wzroście przychodów w 2010 roku pochwali się skokowym wzrostem sprzedaży (+11,4% r/r, do poziomu 265 mln PLN) także w 2011 roku i wygeneruje znaczny strumień zysku operacyjnego (ponad 21,2 mln PLN, +25,4% r/r) oraz gotówki (EBITDA na poziomie 26,2 mln PLN, +20,4%). Przy obecnej niskiej kapitalizacji skorygowanej o gotówkę netto Introl jest notowany z ponad 25,2% dyskontem względem mnożnika EV/EBITDA'11 i 28,0% EV/EBITDA'12.

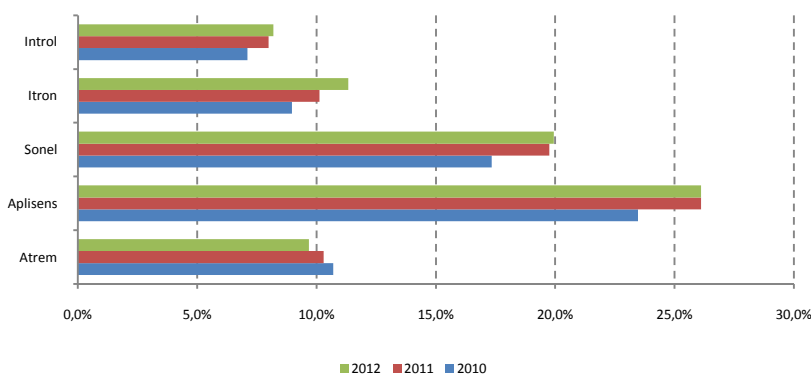
Wycena 1 akcji wg mnożnika P/E na 2011 rok wskazuje na blisko 13% dyskonto względem porównywanych spółek. Dyskonto jest pochodną wygenerowania znacznego dodatniego CFO w 2011 roku. Niższa wartość dyskonta w porównaniu z wyceną mnożnika EV/EBITDA wynika z niższego od konkurentów salda z działalności finansowej (Aplisens i Sonel nie posiadają zadłużenia).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
ATREM	11,8	10,9	10,5	8,5	8,2	7,6
APLISENS	12,6	11,5	10,9	5,8	5,1	4,9
SONEL	20,6	18,9	18,1	12,1	11,0	10,6
ITRON	14,0	12,3	11,0	8,0	8,1	7,4
Mediana	13,3	11,9	11,0	8,2	8,2	7,5
Introl	13,2	10,4	9,3	7,6	6,1	5,4
Premia/dyskonto do spółki	-1,2%	-12,7%	-15,4%	-7,1%	-25,2%	-28,0%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	6,6	7,4	7,7	7,0	8,5	8,7
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		7,4			8,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena spółki [mln PLN]	208,6					
Wycena 1 akcji [PLN]	7,8					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: BDM S.A.

GLÓWNE 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. Przepisy, które weszły w życie od 2011 roku (zmiana wskaźnika wyliczeń – zamrożenie na poziomie 2009 roku), brak możliwości udzielenia ulgi kontrahentom, brak dofinansowania emerytów w stopniu lekkim) mogą spowodować zmniejszenie dotacji absorbowanych przez spółkę. Introl zatrudnia ok. 300 niepełnosprawnych osób. Według naszych szacunków zmniejszenie dofinansowania z PFRONu wyniesie w 2011 roku ok. 300 tys. PLN, a do 2013 roku będzie to 0,5 mln PLN.

- **Zaostrzająca się konkurencja na rynku AKPiA, presja na oferowane marże.** Obecnie spółki z branży AKPiA mocno rywalizują ze sobą, co może przełożyć się na spadek marż;

- **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 3Q'10

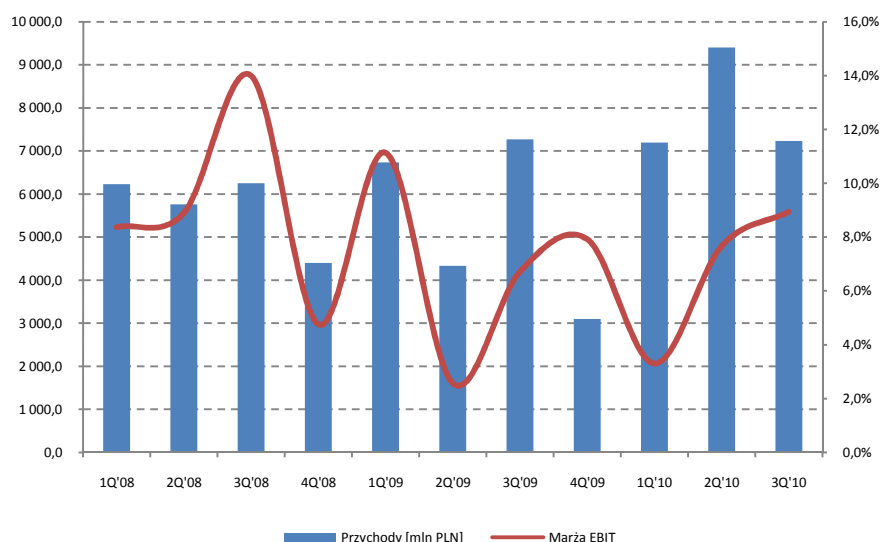
W 3Q'10 przychody Introlu znacznie się zwiększyły z poziomu 42,4 mln PLN w 3Q'09 do 58,9 mln PLN w 3Q'10 (+39,0% r/r). Zmiana ta wynika z realizacji istotnych wartościowo kontraktów przez spółki Energomontaż oraz Introl SA. Na wzrost przychodów miała także wpływ zmiana polityki rachunkowości spółki dotycząca ujęcia dotacji, które są od początku 2010 roku ujmowane w przychodach ze sprzedaży produktów a nie w pozycji pozostałe przychody operacyjne. Następstwem wyższych przychodów są wyższe wartościowo pozycje wynikowe rachunku zysków i strat. Spółce udało się także poprawić marżę na każdym poziomie rachunku zysków i strat. Wpływ na to miała postępująca restrukturyzacja spółki PWP, coraz lepsze wyniki Pro-Zapu oraz zakontraktowanie marż części realizowanych kontraktów.

Wyniki skonsolidowane spółki [mln PLN]

	3Q'09	3Q'10	zmiana r/r	2008	2009	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	42,4	58,9	39,0%	202,8	166,1	-18,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,5	13,4	58,7%	53,0	39,3	-25,9%
EBITDA	4,0	6,4	60,3%	23,4	16,4	-30,0%
EBIT	2,8	5,3	85,0%	18,4	11,3	-38,5%
Zysk netto	2,3	4,2	85,8%	12,5	10,0	-20,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,0%	22,8%		26,1%	23,6%	
Marża EBITDA	9,4%	10,9%		11,5%	9,9%	
Marża EBIT	6,7%	8,9%		9,1%	6,8%	
Marża zysku netto	5,4%	7,2%		6,2%	6,0%	

Źródło: BDM S.A., spółka,

Wskaźniki rentowności na poziomie skonsolidowanym



Źródło: BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 4Q'10 i 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.

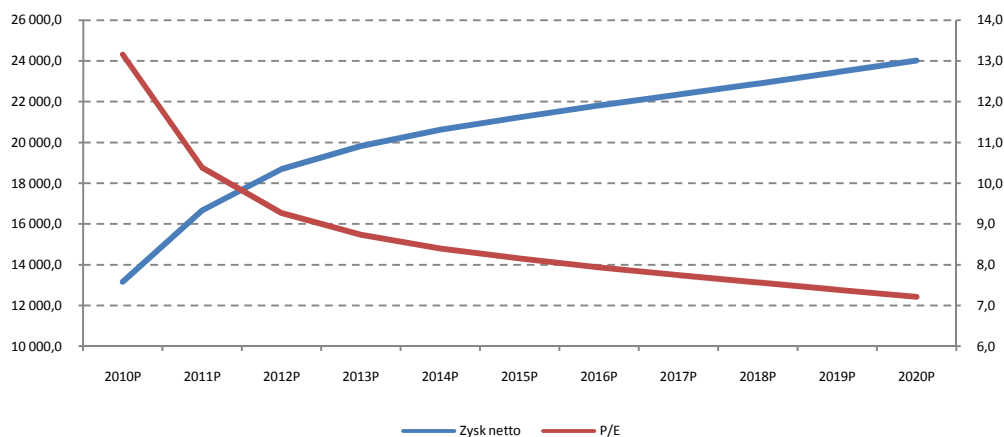
Na cały 2010 rok nasze prognozy nie różnią się istotnie od prognoz zarządu spółki i oczekujemy, że spółka wypracuje 238 mln PLN (wzrost o blisko 43,6% to efekt niskiej bazy; przychody w 2009 roku spółki spadły o prawie 17% do 168 mln PLN z 202 mln PLN w 2008; oraz realizacji przypadających na 2010 rok kontraktów (w EC Kraków, modernizacja pompowni w Wieliszewie) sprzedaż oraz blisko 50,0 mln PLN zysk brutto na sprzedaży. Podobnie jak w 1H'10, w ujęciu 2010/2009, będzie to oznaczać erozję marży brutto spółki do poziomu 21,1% wobec 23,6% w 2009 roku.

Prognoza skonsolidowanego wyniku spółki [mln. PLN]

	4Q'09	4Q'10P BDM	zmiana r/r	2009	2010P Introl	zmiana r/r	2010P BDM	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	46,3	68,7	48,3%	166,1	232,0	39,7%	238,0	43,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,7	14,1	32,0%	39,3	51,5	31,2%	50,0	28,1%
EBITDA	4,8	6,5	35,4%	16,4	-	-	22,0	32,6%
EBIT	3,7	5,0	35,6%	11,3	-	-	17,0	49,8%
Zysk netto	2,2	4,2	95,6%	10,0	13,0	30,0%	13,2	31,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,1%	20,5%		23,6%	22,2%		21,1%	
Marża EBITDA	10,4%	9,5%		9,9%	-		9,1%	
Marża EBIT	7,9%	7,3%		6,8%	-		7,1%	
Marża zysku netto	4,7%	6,1%		6,0%	5,6%		5,5%	

Źródło: BDM S.A., spółka

Prognozowany zysk netto oraz implikowane P/E*



Źródło: BDM S.A., spółka, * przy cenie akcji 6,50 PLN.

PROGNOZA NA 1Q'11 i 2011 ROK

Szacujemy, że w 2011 roku Introl uzyska przychody w kwocie 265,0 mln PLN. Z jednej na wzrost przychodów będzie miało wpływ ożywienie gospodarcze w Polsce, a z drugiej znacznie lepsza postawa restrukturyzowanych spółek (PWP, JCommerce) i mocno cierpiących na kryzysie: Prozap (systemy automatyki) i Introbat (systemy AKPiA), w których spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży.

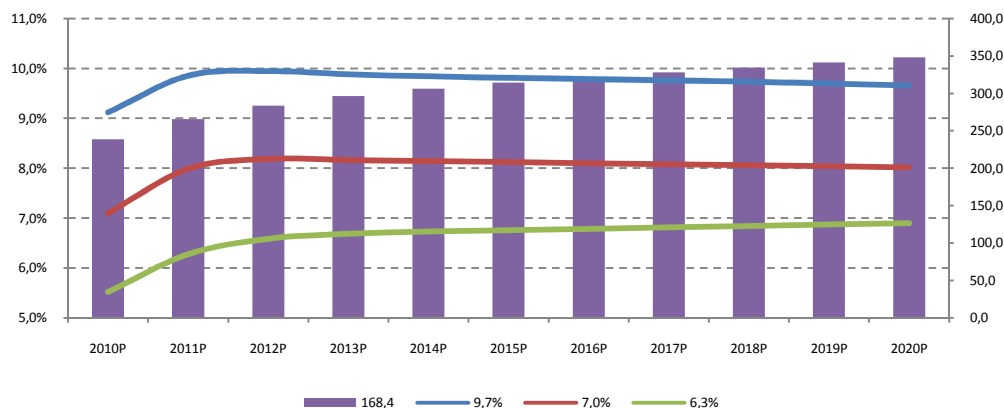
Szacujemy w bieżącym oraz w przyszłym roku poprawę marży operacyjnej Introlu. Rosnąca konkurencja powinna wprowadzić powodować erozję marż spółek zgrupowanych w segmencie usług, jednak zwracamy uwagę, że zakończona restrukturyzacja i dobry portfel zamówień w spółkach: Introbat, Pro-Zap oraz PWP, które zaniżały wyniki Introlu w 2010 roku, przyczynią się do zwiększenia ekspozycji całej grupy na poprawę rentowności (szczegółowe założenia wyników spółek znajdują się w osobnym rozdziale);

Prognoza skonsolidowanego wyniku spółki [mln PLN]

	1Q'10	1Q'11	zmiana r/r	2010P	2011P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	41,9	46,6	11,4%	238,5	265,6	11,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	10,1	11,6%	50,3	58,7	16,6%
EBITDA	2,4	3,1	25,5%	21,7	26,2	20,4%
EBIT	1,4	1,8	32,0%	16,9	21,2	25,4%
Zysk netto	1,1	1,4	26,4%	13,2	16,7	26,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,7%	21,7%		21,1%	22,1%	
Marża EBITDA	5,8%	6,6%		9,1%	9,9%	
Marża EBIT	3,3%	3,9%		7,1%	8,0%	
Marża zysku netto	2,6%	2,9%		5,5%	6,3%	

Źródło: BDM S.A.S.A.,

Prognozowane wyniki Introlu na poziomie skonsolidowanym



Źródło: BDM S.A., spółka

WYNIKI SPÓŁEK ZALEŻNYCH ORAZ PROGNOZY

Najmocniej na kryzysie gospodarczym ucierpiały spółki PWP, JCommerce oraz Introbat. Prognozujemy jednak silny wzrost przychodów i rentowności tych spółek, których łączną kontrybucję w prognozowanym wyniku EBIT w 2011 roku szacujemy na ok. 3,0 mln PLN.

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

		2008	2009	2010P	2011P
Introl SA	Przychody	42 951	31 834	65 200	72 984
	EBIT	3 975	3 257	1 950	2 183
	Zysk netto	5 971	13 795	10 900	12 201
Limatherm	Przychody	25 020	18 225	28 400	29 310
	EBIT	126	-1 247	1 250	1 290
	Zysk netto	6	-1 272	1 300	1 342
Introl Sp.zoo	Przychody	46 315	37 805	38 800	40 634
	EBIT	3 239	3 397	3 150	3 299
	Zysk netto	2 682	2 851	2 600	2 723
Energomontaż	Przychody	36 546	29 664	49 600	58 927
	EBIT	3 788	1 454	4 200	4 990
	Zysk netto	2 935	934	3 000	3 564
Limatherm System	Przychody	10 602	8 215	10 600	11 123
	EBIT	2 450	1 598	2 200	2 309
	Zysk netto	2 006	1 309	1 700	1 784
Introbat	Przychody	10 306	3 694	3 800	6 100
	EBIT	1 555	248	8	732
	Zysk netto	1 267	263	20	488
RAC	Przychody	19 867	17 556	24 500	25 500
	EBIT	2 737	1 644	2 800	2 914
	Zysk netto	1 926	1 319	2 250	2 342
Limatherm Components	Przychody	2 810	11 184	13 600	17 037
	EBIT	-163	1 728	1 000	1 363
	Zysk netto	-267	1 074	500	681
Pro-Zap	Przychody	-	-	12 200	12 456
	EBIT	-	-	1 430	1 407
	Zysk netto	-	-	1 100	1 189
PWP	Przychody	-	-	8 000	10 000
	EBIT	-	-	-1 200	300
	Zysk netto	-	-	-1 200	0
JCommerce	Przychody	-	-	4 600	4 961
	EBIT	-	-	-400	422
	Zysk netto	-	-	-550	298

Źródło: BDM S.A.,

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa trwałe	61,6	70,6	70,5	70,5	70,7	70,9	71,2	71,3	71,5	71,6	71,7	71,8
Wartości niematerialne i prawne	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Rzeczowe aktywa trwałe	50,2	59,3	59,2	59,2	59,4	59,6	59,9	60,1	60,2	60,4	60,5	60,6
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	3,6
Aktywa obrotowe	100,9	116,0	127,1	136,4	147,5	160,1	172,6	185,2	198,0	211,0	224,4	238,1
Zapasy	11,6	16,4	18,2	19,5	20,3	21,0	21,6	22,1	22,5	22,9	23,4	23,9
Należności krótkoterminowe	48,8	74,8	83,0	88,7	92,6	95,7	98,1	100,4	102,4	104,4	106,5	108,6
Inwestycje krótkoterminowe	36,9	21,4	22,4	24,9	31,1	40,1	49,5	59,4	69,7	80,2	91,1	102,2
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	3,8
Aktywa razem	162,5	186,6	197,6	207,0	218,2	231,1	243,8	256,6	269,4	282,6	296,1	309,9
Kapitał (fundusz) własny	110,9	116,1	126,2	136,5	147,0	157,7	168,6	179,8	191,3	203,0	215,0	227,3
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	95,5	97,6	104,2	112,5	121,8	131,8	142,1	152,7	163,6	174,8	186,2	197,9
Zysk netto	10,1	13,2	16,7	18,7	19,8	20,6	21,2	21,8	22,3	22,9	23,4	24,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	51,6	70,5	71,4	70,4	71,2	73,4	75,1	76,7	78,2	79,6	81,1	82,6
Rezerwy na zobowiązania	5,8	8,2	9,1	9,8	10,2	10,5	10,8	11,1	11,3	11,5	11,7	12,0
Zobowiązania długoterminowe	3,3	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	59,0	59,0	57,4	57,7	59,5	61,0	62,4	63,6	64,8	66,1	67,3
Pasywa razem	162,5	186,6	197,6	207,0	218,2	231,1	243,8	256,6	269,4	282,6	296,1	309,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży	168,4	238,5	265,6	283,7	296,5	306,2	314,2	321,4	327,8	334,4	341,1	168,4
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	129,1	188,1	206,9	220,5	230,4	238,1	244,4	250,1	255,1	260,3	265,6	129,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	39,3	50,3	58,7	63,2	66,0	68,1	69,8	71,4	72,7	74,1	75,5	39,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	33,3	34,7	39,5	42,2	44,1	45,5	46,7	47,8	48,7	49,7	50,7	33,3
Zysk (strata) na sprzedaży	6,0	15,6	19,2	21,1	22,0	22,6	23,1	23,6	24,0	24,4	24,8	6,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	5,9	1,8	2,0	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	5,9
EBITDA	16,4	21,7	26,2	28,2	29,3	30,1	30,8	31,5	32,0	32,6	33,1	16,4
EBIT	11,9	16,9	21,2	23,2	24,2	24,9	25,5	26,0	26,5	27,0	27,4	11,9
Saldo działalności finansowej	1,7	-0,2	-0,6	-0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5	1,7
Zysk (strata) brutto	14,0	16,7	20,6	23,1	24,5	25,5	26,2	26,9	27,6	28,3	28,9	14,0
Zysk (strata) netto	10,6	13,2	16,7	18,7	19,8	20,6	21,2	21,8	22,3	22,9	23,4	10,6

Przepływy pieniężne [mln PLN]

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	18,7	6,8	17,0	20,4	22,3	23,5	24,4	25,0	25,5	25,9	26,3	26,7
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-16,1	-14,5	-4,4	-4,5	-4,7	-4,7	-4,7	-4,4	-4,3	-4,2	-4,0	-3,9
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-9,5	-7,8	-11,6	-13,3	-11,4	-9,9	-10,3	-10,6	-10,9	-11,2	-11,4	-11,7
Przepływy pieniężne netto	-6,9	-15,5	1,0	2,5	6,2	8,9	9,4	9,9	10,3	10,5	10,9	11,1
Środki pieniężne na początek okresu	43,9	36,9	21,4	22,4	24,9	31,1	40,1	49,5	59,4	69,7	80,2	91,1
Środki pieniężne na koniec okresu	36,9	21,4	22,4	24,9	31,1	40,1	49,5	59,4	69,7	80,2	91,1	102,2

Źródło: BDM 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%	41,6%	11,4%	6,8%	4,5%	3,3%	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	-30,0%	32,6%	20,4%	7,8%	3,8%	2,9%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%
EBIT zmiana r/r	-35,4%	42,6%	25,4%	9,4%	4,2%	3,0%	2,3%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%
zmiana zysku netto	-15,2%	24,0%	26,7%	12,1%	6,1%	4,0%	3,0%	2,7%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża brutto na sprzedaży	23,3%	21,1%	22,1%	22,3%	22,3%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,1%
Marża EBITDA	9,7%	9,1%	9,9%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%
Marża EBIT	7,0%	7,1%	8,0%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%
Marża brutto	8,3%	7,0%	7,7%	8,1%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%
Marża netto	6,3%	5,5%	6,3%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%
COGS / Przychody	76,7%	78,9%	77,9%	77,7%	77,7%	77,8%	77,8%	77,8%	77,8%	77,8%	77,9%
SG&A / Przychody	19,8%	14,5%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
SG&A / COGS	25,8%	18,4%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
ROE	9,6%	11,3%	13,2%	13,7%	13,5%	13,1%	12,6%	12,1%	11,7%	11,3%	10,9%
ROA	6,5%	7,1%	8,4%	9,0%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%
Stopa zadłużenia	31,7%	37,8%	36,1%	34,0%	32,6%	31,7%	30,8%	29,9%	29,0%	28,2%	27,4%
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%	7,6%	4,7%	2,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%
D/E	14,7%	14,0%	7,9%	3,2%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
Dług / Kapitał własny	12,8%	12,2%	7,3%	3,1%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%
Dług netto	-22,7	-7,2	-13,2	-20,7	-29,0	-37,9	-47,4	-57,3	-67,6	-78,1	-89,0
Dług netto / Kapitał własny	-20,5%	-6,2%	-10,5%	-15,2%	-19,7%	-24,1%	-28,1%	-31,9%	-35,3%	-38,5%	-41,4%
EV [tys. PLN]	150 439	165 942	159 922	152 448	144 149	135 208	125 790	115 862	105 572	95 049	84 167
Dług / EV	9,4%	8,6%	5,8%	2,8%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	2,0%	2,2%	2,5%
CAPEX / Przychody	10,8%	6,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	403,1%	312,1%	97,6%	100,5%	103,3%	104,4%	104,9%	102,4%	102,5%	102,9%	101,1%
Amortyzacja / Przychody	2,7%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%
Zmiana KO / Przychody	-4,0%	5,1%	1,7%	1,1%	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19,8%	17,2%	16,7%	16,8%	16,8%	16,7%	16,8%	16,8%	16,7%	16,7%	16,7%
MC/S	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	16,3	13,2	10,4	9,3	8,7	8,4	8,2	7,9	7,7	7,6	7,4
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/CE	11,4	9,6	8,0	7,3	7,0	6,7	6,5	6,4	6,2	6,1	6,0
EV/EBITDA	9,2	7,6	6,1	5,4	4,9	4,5	4,1	3,7	3,3	2,9	2,5
EV/EBIT	12,7	9,8	7,5	6,6	6,0	5,4	4,9	4,4	4,0	3,5	3,1
EV/S	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
BVPS	4,2	4,4	4,7	5,1	5,5	5,9	6,3	6,8	7,2	7,6	8,1
EPS	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
CEPS	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
FCFPS	0,1	-0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
DPS	0,5	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	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: BDM S.A.

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

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

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	7,80	Akumuluj	7,80	22.12.2010	6,50	47 801
Akumuluj	7,80	-	-	02.11.2010	6,90	46 575

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'10:

Kupuj	1	20%
Akumuluj	2	40%
Trzymaj	1	20%
Redukuj	1	20%
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 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).

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 09.02.2011 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 15.02.2011 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.

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.

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.