



Dom Maklerski BDM S.A.

INTROL

RAPORT ANALITYCZNY

Okres 2H'12-1H'13 przyniósł pozyskanie przez Introl kilku dużych (z perspektywy spółki) zleceń, których termin realizacji przypada głównie na okres 2014-15. Zabezpiecza to spółce backlog na trudny czas w branży budowlanej (okres przejściowy pomiędzy budżetami unijnymi). Spółka pozyskuje także kompetencje w realizacji zleceń o dotychczas niespotykanej wielkości >50 mln PLN: i) udział w konsorcjum budującym spalarnię odpadów w Koninie, ii) generalne wykonawstwo bloku kogeneracyjnego w EC Rzeszów. Obecnie celem spółki staje się pozyskanie kontraktów nawet o wartości ok. 100 mln PLN (przede wszystkim w obszarze energetyki, instalacji ekologicznych, infrastruktury okotógórnictwa, instalacji przemysłowych). Duży portfel zleceń na 2014 rok, pozwala spółce na ostrożne ofertowanie. Uważamy, że zarząd Introlu konserwatywnie podchodzi do wyboru zleceń. Jednocześnie stabilne wyniki spółki ciągle zapewnia część produkcyjną i dystrybucyjną (ok. 43% przychodów oraz 60% wyniku brutto ze sprzedaży w 2013 roku). Według naszych prognoz Introl handlowany jest na poziomie P/E'13=13,6x oraz P/E'14=11,0x, co czyni go jednym z tańszych podmiotów z ekspozycją na budownictwo przed zastrzykiem gotówki, jakiego powinna doświadczyć branża wraz z nowym budżetem UE. Podwyższamy nasze zalecenie do Kupuj, zmieniając cenę docelową z 8,00 PLN do 9,92 PLN.

W 2Q'13 Introl opublikował prognozę wyników na 2013 roku. Zakłada ona wypracowanie 367,0 mln PLN przychodów, 62,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży oraz 17,0 mln PLN zysku netto (łącznie z udziałami mniejszości). Po okresie 1-3Q'13 wykonanie wynosi 68% na poziomie przychodów, 64% na zysku brutto ze sprzedaży oraz 44% na zysku netto. Obecna sytuacja jest prawie analogiczna jak miało to miejsce w 4Q'12. Uważamy, że w 4Q'13 spółka pokaże porównywalne wyniki r/r, głównie dzięki (cechującemu się sezonowością) segmentowi usług AKPiA, co pozwoli wypracować rezultaty zbliżone do oficjalnej prognozy (spodziewamy się 360 mln PLN przychodów oraz 15,7 mln PLN zysku netto).

W dalszej perspektywie oczekujemy, że okres 2014-15 powinien przynieść dobre dynamiki wyników na bazie już podpisanych umów (EC Rzeszów, zakłady unieszkodliwiania odpadów w Koninie i Kielcach). Jednocześnie spodziewamy się, że kurs mogłoby wspierać kolejne pozyskane przez spółkę duże zlecenia (zarząd Introlu deklaruje aktywność w tym zakresie na bazie zbudowanych w ostatnich kwartałach kompetencji). Czynnikiem ryzyka dla takiej strategii jest nadal ograniczona gotowość banków do finansowania kontraktów w sektorze budowlanym.

W ramach strategii zbudowania przejrzystej struktury holdingowej a także zwiększenia efektów synergii i możliwości pozyskiwania większych kontraktów wygaszana będzie działalność produkcyjno-usługowa w ramach jednostki dominującej Introl. Będzie ona przenoszona do spółek zależnych. W sierpniu dokonano zmiany nazwy spółki zależnej Energomontaż Chorzów na Introl-Energomontaż i jednocześnie rozszerzono przedmiot działalności spółki. Introl-Energomontaż będzie odpowiadał m.in. za kontrakty w ramach generalnego wykonawstwa.

Zakładamy wypracowanie 432 mln PLN przychodów oraz 19,3 mln PLN zysku netto w 2014 roku oraz wzrost tych wartości w kolejnym roku odpowiednio do 456 mln PLN i 21,3 mln PLN.

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	280,2	365,4	360,2	432,2	456,5	495,8
EBITDA [mln PLN]	14,8	28,9	26,7	32,6	35,3	39,0
EBIT [mln PLN]	9,4	23,2	20,7	26,4	28,8	32,1
Zysk netto [mln PLN]	7,5	14,3	15,7	19,3	21,3	24,0
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
P/E	28,5	14,9	13,6	11,0	10,0	8,9
EV/EBITDA	15,4	8,0	8,8	7,3	6,6	5,8
EV/EBIT	24,3	10,0	11,4	9,0	8,1	7,1

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części 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.

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 9,92 PLN

19 LISTOPAD 2013

Wycena DCF [PLN]	9,18
Wycena porównawcza [PLN]	10,65
Wycena końcowa [PLN]	9,92
Potencjał do wzrostu / spadku	24,0%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	8,00
Kapitalizacja [mln PLN]	213,1
Ilość akcji [mln szt.]	26,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,40
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,25
Stopa zwrotu za 3 mc	19,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	28,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	36,8%
Struktura akcjonariatu:	
Wiesław Kapral	39,4%
Józef Bodziony	38,2%
Amplico OFE	5,7%
Pozostali	16,7%

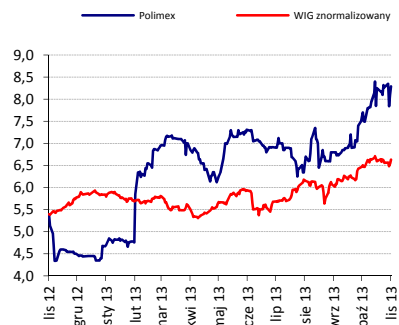
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	7
STRUKTURA GRUPY	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'13	9
PORTFEL ZLECEŃ.....	13
PROGNOZA NA 2013 I KOLEJNE LATA.....	15
DANE FINANSOWE	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Introl opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2013 – 2015 dała wartość 1 akcji na poziomie 9,18 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2013-2022 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 10,65 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 9,92 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	9,18
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	10,65
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		9,92

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 4,5%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne zmiany w modelu:

- Uważamy, że podobnie jak w 2012, główna część wyniku zostanie wypracowana w ostatnim kwartale roku. Spodziewamy się, że spółka wypracuje rezultaty nieznacznie poniżej oficjalnej prognozy, jednak odchylenie nie powinno przekroczyć kilku procent.
- W 2014 roku spodziewamy się wyraźnego wzrostu przychodów w segmencie usług AKPiA, na bazie pozyskanych już zleceń (Rzeszów, Konin, Kielce). Zakładamy także, że segment usługowy będzie głównym kontrybutorem do wzrostu przychodów w latach 2015-16. Oczekujemy, że środki unijne przełożą się na poprawę ogólnej koniunktury w sektorze budowlanym a jednocześnie na bazie budowanych kompetencji Introl będzie w stanie pozyskiwać kolejne zlecenia o wartości jednostkowej 50-100 mln PLN. W przypadku pozostałych segmentów (produkcja, dystrybucja) dynamika uzyskiwanych wyników jest w dużej mierze pochodną sytuacji w przemyśle. Zakładamy w modelu spadek skonsolidowanych przychodów w okresie 2019-20 wiążemy z końcem budżetu unijnego 2014-20.
- Poziom marży EBITDA w latach szczegółowej prognozy zakładamy w przedziale 7,2%-7,9%. Ważona przychodami średnia marża EBITDA w okresie 2006-12 wyniosła 8,9% (7,9% w 2012 roku). Spadek marży na przestrzeni ostatnich lat wiążemy z rozwojem nowych biznesów (m.in. IB System) oraz wzrostem walki konkurencyjnej w obszarach związanych z budownictwem.
- Zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 60-70% skonsolidowanego 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 (kurs 1,97 PLN).
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2022.
- Wycena została sporządzona na dzień 19.11.2013 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 244,5 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 9,18 PLN.

Model DCF

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	360,2	432,2	456,5	495,8	507,3	512,5	500,9	496,6	506,5	516,6
EBIT [mln PLN]	20,7	26,4	28,8	32,1	33,0	32,5	28,5	28,1	31,7	32,4
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]	3,9	5,0	5,5	6,1	6,3	6,2	5,4	5,3	6,0	6,2
NOPLAT [mln PLN]	16,7	21,4	23,3	26,0	26,7	26,3	23,1	22,8	25,7	26,3
Amortyzacja [mln PLN]	6,1	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,5	7,6	7,7	7,7
CAPEX [mln PLN]	-6,1	-7,4	-7,8	-8,4	-8,1	-8,2	-8,0	-7,8	-7,9	-7,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-10,7	-11,0	-3,5	-5,5	-2,3	-1,3	1,3	0,2	-2,1	-2,1
FCF [mln PLN]	6,0	9,2	18,6	19,0	23,5	24,2	23,9	22,7	23,4	24,0
DFCF [mln PLN]	5,9	8,4	15,5	14,5	16,4	15,5	14,0	12,2	11,4	10,7
Suma DFCF [mln PLN]	124,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	328,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	146,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	271,2									
Dług netto 2012 [mln PLN]	18,1									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	9,9									
Inne aktywa [mln PLN]	1,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	244,5									
Ilość akcji [mln szt.]	26,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	9,18									
Przychody zmiana r/r	-1,4%	20,0%	5,6%	8,6%	2,3%	1,0%	-2,3%	-0,9%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	-11,1%	27,6%	9,2%	11,6%	2,6%	-1,4%	-12,3%	-1,3%	12,6%	2,4%
FCF zmiana r/r	-55,1%	54,2%	102,0%	1,9%	23,7%	3,1%	-1,1%	-5,1%	3,0%	2,7%
Marża EBITDA	7,4%	7,5%	7,7%	7,9%	7,9%	7,8%	7,2%	7,2%	7,8%	7,8%
Marża EBIT	5,7%	6,1%	6,3%	6,5%	6,5%	6,3%	5,7%	5,7%	6,3%	6,3%
Marża NOPLAT	4,6%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%	5,1%	4,6%	4,6%	5,1%	5,1%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	100,6%	118,7%	119,1%	123,4%	113,9%	111,5%	106,7%	103,3%	102,5%	101,7%
Zmiana KO / Przychody	3,0%	2,5%	0,8%	1,1%	0,4%	0,3%	-0,3%	0,0%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	15,3%	14,3%	13,9%	19,8%	24,8%	11,6%	4,3%	20,8%	20,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Stopa wolna od ryzyka	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
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	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	86,3%	88,7%	90,3%	91,9%	93,1%	94,6%	96,0%	97,8%	98,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	13,7%	11,3%	9,7%	8,1%	6,9%	5,4%	4,0%	2,2%	1,2%	0,0%
WACC	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,4%	9,4%	9,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	7,99	8,44	8,99	9,67	10,55	11,73	13,37	15,83	19,94
	0,8	7,57	7,96	8,44	9,03	9,77	10,75	12,08	14,00	17,02
	0,9	7,17	7,52	7,94	8,45	9,09	9,91	11,00	12,53	14,83
	1,0	6,81	7,12	7,49	7,93	8,48	9,18	10,09	11,33	13,12
	1,1	6,48	6,76	7,08	7,47	7,95	8,54	9,31	10,33	11,76
	1,2	6,18	6,42	6,71	7,05	7,47	7,98	8,63	9,48	10,64
	1,3	5,89	6,11	6,37	6,67	7,04	7,48	8,04	8,75	9,70

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								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	8,46	8,97	9,61	10,41	11,45	12,88	14,95	18,19	24,02
	4%	7,57	7,96	8,44	9,03	9,77	10,75	12,08	14,00	17,02
	5%	6,81	7,12	7,49	7,93	8,48	9,18	10,09	11,33	13,12
	6%	6,18	6,42	6,71	7,05	7,47	7,98	8,63	9,48	10,64
	7%	5,63	5,83	6,06	6,33	6,65	7,03	7,51	8,12	8,91
	8%	5,16	5,32	5,50	5,72	5,97	6,27	6,63	7,07	7,64
	9%	4,74	4,87	5,02	5,20	5,40	5,63	5,91	6,25	6,67

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	15,60	14,58	13,68	12,88	12,17	11,52	10,93	10,40	9,91
	4%	13,41	12,40	11,52	10,75	10,07	9,46	8,92	8,42	7,98
	5%	11,73	10,75	9,91	9,18	8,54	7,98	7,48	7,03	6,63
	6%	10,40	9,46	8,66	7,98	7,39	6,87	6,41	6,00	5,63
	7%	9,32	8,42	7,67	7,03	6,48	6,00	5,57	5,20	4,86
	8%	8,42	7,58	6,87	6,27	5,75	5,30	4,91	4,56	4,25
	9%	7,67	6,87	6,20	5,63	5,15	4,73	4,36	4,04	3,75

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

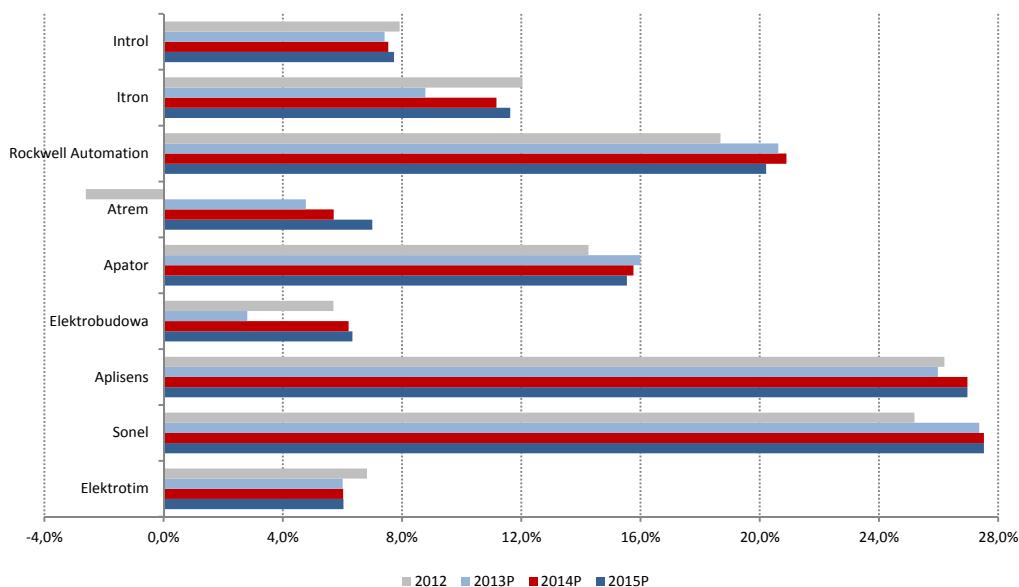
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2013-2015 do wybranych spółek o zbliżonym profilu działalności (bierzemy pod uwagę zarówno typową branżę AKPiA jak i spółki budowlane, z którymi Introl konkuruje na przetargach). Dla 2013 roku przypisaliśmy wagę równą 20% a dla pozostałych lat wagi po 40%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 283,8 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 10,65 PLN.**

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Itron	18,6	14,5	11,4	11,2	7,8	6,7
Rockwell Automation	18,4	17,0	17,2	11,2	10,3	9,5
Atrem	36,0	15,6	8,4	11,0	7,5	4,8
Apator	20,7	19,0	17,5	12,6	11,9	11,1
Elektrobudowa	74,0	17,7	14,6	26,9	10,8	9,2
Aplisens	18,3	16,0	15,4	10,8	9,6	8,9
Sonel	18,7	16,2	14,7	8,1	7,4	7,0
Elektrotim	15,9	14,8	13,0	6,2	6,2	5,6
Mediana	18,6	16,1	14,6	11,1	8,7	7,9
Introl	13,8	11,2	10,1	8,9	7,4	6,6
Premia/dyskonto dla Introlu	-26,2%	-30,7%	-30,7%	-19,4%	-15,3%	-16,4%
Wycena wg wskaźnika	11,0	11,7	11,7	10,3	9,7	9,8
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		11,6			9,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	10,65					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, szacunki własne, wg cen z 19.11.2013

Porównanie rentowności EBITDA

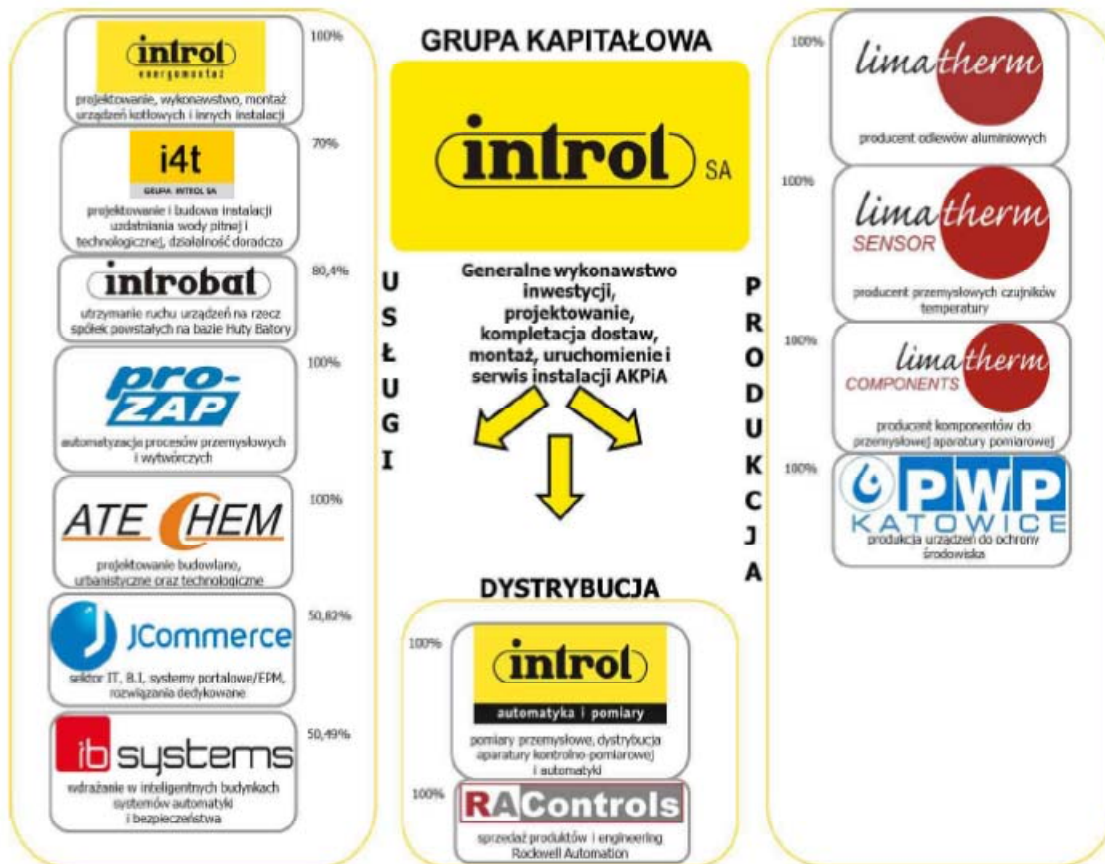


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

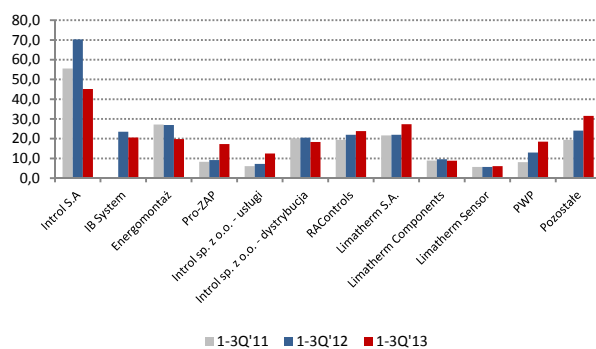
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Sprzedaż i marże w segmencie usług.** Za około 50-60% wyniku brutto na sprzedaży spółki odpowiadają segmenty produkcji oraz dystrybucji. Działalność Introlu w tych obszarach cechuje się względną stabilnością i przewidywalnymi marżami. Pozostałe 40-50% wyniku generuje segment usługowy Introlu. W przypadku silniejszej dekonjunktury w sektorze usługowym osiągnięte wyniki spółki mogą być niższe od naszych założeń i przekładać się na niższą wycenę. Spółka częściowo działając na rynku budowlanym jest narażona na konieczność zawiązywania rezerw i tworzenia odpisów, co może negatywnie wpłynąć na wyniki;
- **Nasycony rynek oraz mocna konkurencja.** W przypadku ochłodzenia koniunktury w sektorze usług instalacyjno-elektrycznych 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 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 oraz presję na marżę spółki. Do głównych konkurentów spółki w obszarze budownictwa można zaliczyć: Control Process, Energoaparatwę, Carboautomatykę, Elektrobudowę czy Energoinstal.
- **Zmniejszenie wydatków jednostek samorządu terytorialnego na obiekty służące ochronie środowiska oraz produkcji energii.** Deficyt budżetowy w Polsce może wymusić ograniczenie wydatków JST, co przełoży 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;
- **Finansowanie działalności budowlanej.** Działalność w obszarze budowlanym wymaga angażowania znacznych środków w finansowanie kapitału obrotowego. Do pozyskiwania przez spółkę większych jednostkowo niż dotychczas umów (>50 mln PLN), konieczna będzie ścisła współpraca z bankami w celu zapewnienia finansowania poszczególnych umów oraz uzyskania gwarancji. W trudnej sytuacji na rynku budowlanych (upadłość, zatory płatnicze) banki konserwatywnie podchodzą do finansowania podmiotów z branży. W przypadku umowy na budowę bloku dla EC Rzeszów, spółka pozyskała 35,6 mln PLN kredytu obrotowego w BZ WBK dedykowanego wyłącznie pod wymieniony kontrakt.
- **Wahania kursów walutowych.** Wyniki części spółek z grupy mogą podlegać wpływom zmian kursów walut ze względu na realizację sprzedaży (m.in. Limatherm S.A.) lub zakupów w walutach obcych (m.in. część dostaw w części budowlanej). W celu ograniczenia ryzyka spółka zabezpiecza się za pomocą kontraktów forward. Spółka stosuje zasady rachunkowości zabezpieczeń.
- **Spór sądowy z SEJ.** W styczniu 2012 Introl otrzymał notę księgową na kwotę 3,9 mln PLN od SEJ z tytułu kary umownej za przekroczenie terminu wykonania umowy. Introl zaproponował ugodę i wypłatę odszkodowania na rzecz SEJ w wysokości 643 tys. PLN (rezerwa utworzona w 4Q'11). Mimo, że w opinii zarządu Introlu, roszczenia SEJ są bezpodstawne, SEJ dokonał kompensaty żadanego odszkodowania z innych wierzytelności względem Introlu. Spółka złożyła w Sądzie Okręgowym pozew o zapłatę przez SEJ kwoty 4,3 mln PLN. W przypadku przegrania sprawy, Introl będzie zmuszony dokonać odpisu aktualizującego należności w kwocie 3,9 mln PLN;

STRUKTURA GRUPY

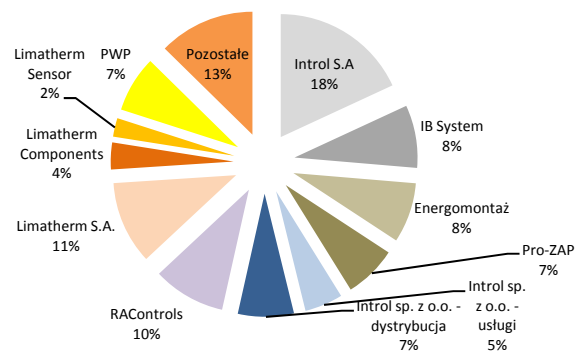


Przychody ze sprzedaży wg spółek [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, sprzedaż poza grupę

Struktura przychodów ze sprzedaży wg spółek w 1-3Q'13



Źródło: BDM S.A., spółka, sprzedaż poza grupę

W kwestii raportowanych przez spółkę wyników jednostkowych (Introl S.A.) zwracamy uwagę, że w sierpniu dokonano zmiany nazwy spółki zależnej Energomontaż Chorzów na Introl-Energomontaż i jednocześnie rozszerzono przedmiot działalności spółki. Dokonanie powyższych zmian wynika ze strategii, polegającej na budowaniu przejrzystej struktury holdingowej oraz pełniejszego wykorzystania efektu synergii, poprzez stopniowe wygaszania w Introl S.A. (jednostka dominująca) działalności produkcyjno-usługowej świadczonej na rzecz podmiotów zewnętrznych. Działalność taka będzie przenoszona do spółek zależnych o profilu najbardziej odpowiadającemu danej działalności (Introl-Energomontaż będzie odpowiadał m.in. za kontrakty w ramach generalnego wykonawstwa).

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'13

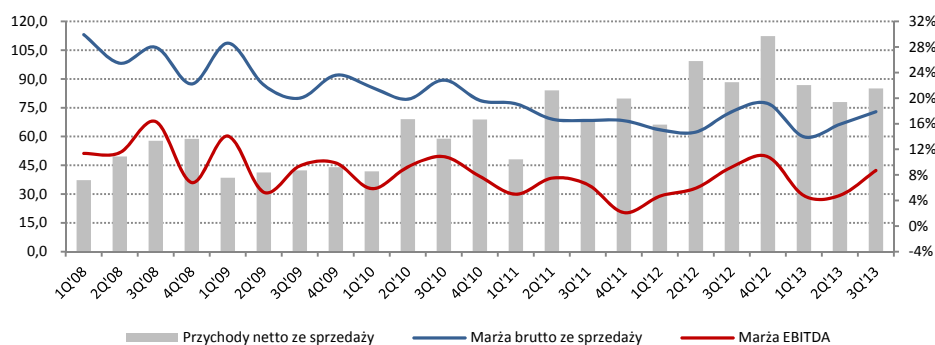
Po relatywnie słabym 2Q'13 wyniki za 3Q'13 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Na poziomie skonsolidowanym nieznacznie spadła sprzedaż (-3,7% r/r). Odpowiada za to głównie segment usług AKPiA (-18% r/r), gdzie zmniejszeniu uległa sprzedaż Introl S.A. oraz IB Systemu, ze względu na niższy portfel zleceń realizowany w bieżącym okresie. W pozostałych obszarach przychody w 3Q'13 wzrosły o 11% r/r. Marża brutto ze sprzedaży utrzymana została na poziomie grupy na ubiegłorocznym poziomie. Niższy wynik w segmencie usługowym został nadrobiony przez bardzo dobre wyniki segmentu produkcyjnego (m.in. sprzyjający kurs EUR/PLN). Większa kontrybucja działalności pozabudowlanej wpłynęła na wzrost kosztów sprzedaży (5,0 mln PLN vs 4,1 mln PLN). Koszt zarządu był na poziomie zbliżonym r/r (4,6 mln PLN). W efekcie EBIT spadł z 6,6 mln PLN do 5,8 mln PLN. Nieco korzystniejsze niż rok wcześniej było saldo finansowe, przy jednocześnie wyższej efektywnej stopie podatku, co w efekcie wpłynęło na spadek zysku netto z 4,4 mln PLN do 3,7 mln PLN. Zadłużenie netto po 3Q'13 wynosi 21,8 mln PLN (wobec 33,2 mln PLN przed rokiem, obecnie dług netto/EBITDA=0,8x).

Wyniki skonsolidowane za 3Q'2013 [mln PLN]

	3Q'12	3Q'13	zmiana r/r	1-3Q'12	1-3Q'13	zmiana r/r
Przychody	88,3	85,1	-3,7%	253,9	249,9	-1,6%
Wynik brutto na sprzedaży	15,8	15,2	-3,7%	40,4	39,7	-1,6%
EBITDA	8,2	7,4	-9,4%	17,1	15,3	-10,9%
EBIT	6,6	5,8	-12,3%	12,9	10,7	-17,6%
Zysk brutto	5,5	5,2	-6,0%	9,2	9,9	7,3%
Zysk netto	4,4	3,7	-15,5%	6,8	7,6	10,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,9%	17,9%		15,9%	15,9%	
Marża EBITDA	9,2%	8,7%		6,8%	6,1%	
Marża EBIT	7,5%	6,8%		5,1%	4,3%	
Marża zysku netto	5,0%	4,3%		2,7%	3,0%	

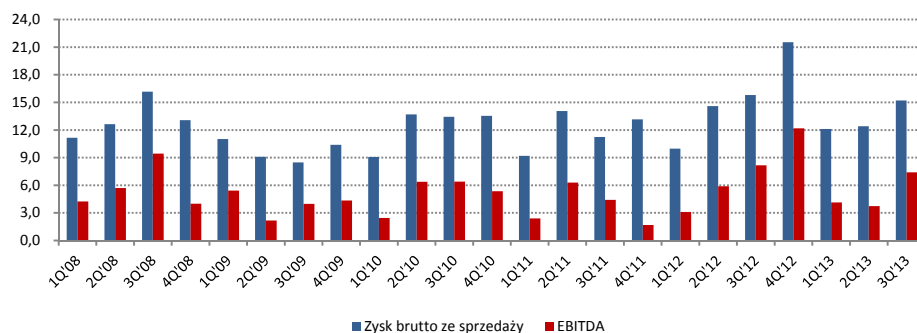
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] oraz rentowność



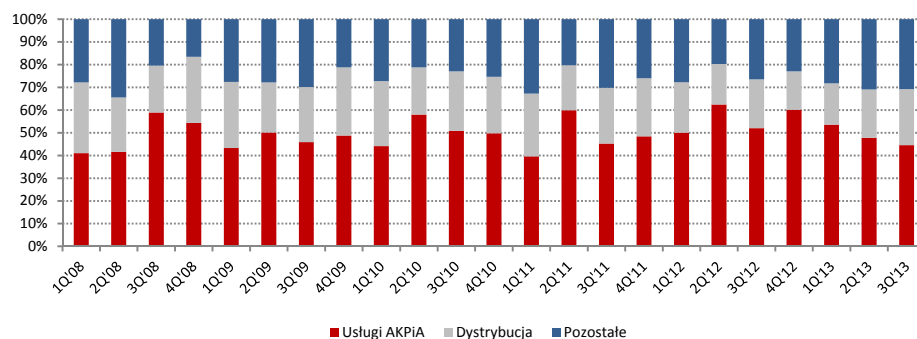
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk brutto ze sprzedaży oraz EBITDA [mln PLN]



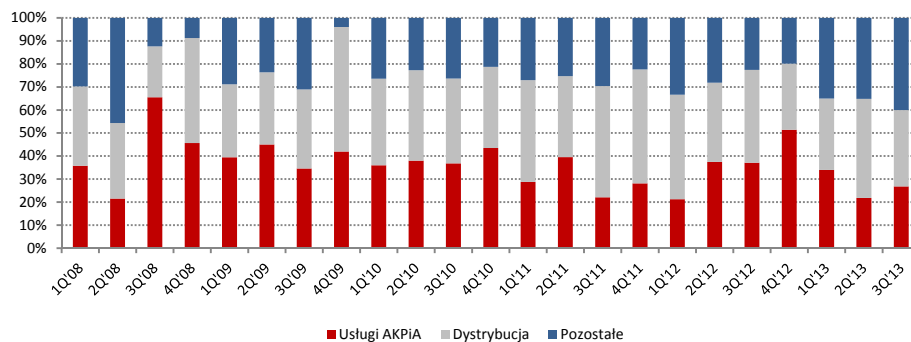
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura zysku brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

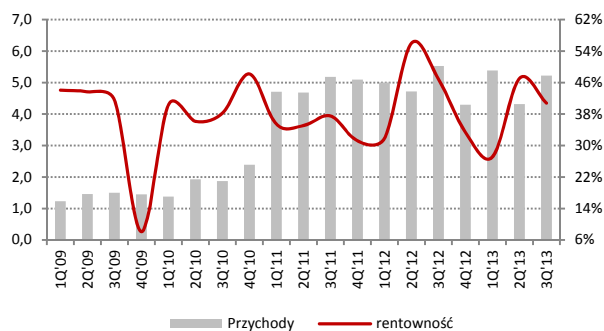
Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	44,1	41,9	69,0	58,9	68,9	48,1	84,1	68,1	79,8	66,2	99,3	88,3	111,5	86,8	78,0	85,1
zmiana r/r	-25,0%	8,7%	67,5%	39,0%	56,3%	14,9%	21,8%	15,8%	15,9%	37,7%	18,1%	29,6%	39,7%	31,1%	-21,5%	-3,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,4	9,1	13,7	13,4	13,5	9,2	14,1	11,3	13,2	10,0	14,6	15,8	21,0	12,1	12,4	15,2
rentowność	23,6%	21,7%	19,8%	22,8%	19,7%	19,1%	16,7%	16,5%	16,5%	15,1%	14,7%	17,9%	18,8%	14,0%	15,9%	17,9%
Koszty sprzedaży	3,7	3,6	3,6	3,4	3,8	4,0	3,9	4,1	4,1	4,7	4,5	4,1	4,8	5,4	5,2	5,0
Koszty zarządu	4,4	4,5	5,2	4,8	3,6	4,0	5,9	4,6	5,1	4,6	5,1	4,6	4,8	4,8	5,8	4,6
Saldo PPO/PKO	1,0	0,4	0,5	0,0	-2,0	0,0	0,7	0,4	-3,8	1,0	-0,5	-0,4	-2,9	0,7	0,8	0,2
EBIT	3,2	1,4	5,3	5,3	4,2	1,1	5,0	2,9	0,3	1,7	4,6	6,6	10,3	2,6	2,2	5,8
EBITDA	4,3	2,4	6,4	6,4	5,4	2,4	6,3	4,4	1,7	3,1	5,9	8,2	11,8	4,1	3,7	7,4
Produkcja AKPIA	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	1,5	1,4	1,9	1,9	2,4	4,7	4,7	5,2	5,1	5,0	4,7	5,5	4,3	5,4	4,3	5,2
Zysk brutto ze sprzedaży	0,1	0,6	0,7	0,7	1,2	1,7	1,6	1,9	1,6	1,6	2,6	2,6	1,4	1,5	2,0	2,1
rentowność	8,1%	40,4%	36,2%	38,2%	48,2%	35,4%	35,1%	37,5%	31,2%	31,9%	56,0%	46,9%	33,4%	27,1%	47,1%	40,8%
Elementy odlewnicze	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	3,0	7,2	9,4	7,2	8,0	6,6	7,1	8,0	6,9	8,5	6,3	7,2	7,2	9,4	9,1	8,8
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,1	1,2	3,0	2,0	0,7	0,4	0,5	0,8	0,3	1,3	0,1	-0,3	0,8	2,0	1,3	1,4
rentowność	-4,5%	16,2%	31,7%	28,0%	9,2%	5,7%	6,8%	9,7%	4,9%	15,3%	0,8%	-4,1%	10,8%	21,4%	14,4%	16,5%
Usługi AKPIA	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	21,5	18,5	40,1	29,9	34,3	19,1	50,4	30,9	38,7	33,2	62,0	46,0	67,6	46,5	37,3	37,9
Zysk brutto ze sprzedaży	4,4	3,3	5,2	5,0	5,9	2,6	5,6	2,5	3,7	2,1	5,5	5,9	10,8	4,1	2,7	4,1
rentowność	20,3%	17,7%	13,0%	16,6%	17,2%	13,9%	11,0%	8,1%	9,6%	6,4%	8,8%	12,7%	16,0%	8,8%	7,3%	10,8%
Usługi utrzymania ruchu i serwis	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	1,0	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,8	0,7	1,0	0,6	0,7	0,4
Zysk brutto ze sprzedaży	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1
rentowność	38,4%	24,4%	22,7%	13,0%	15,7%	39,5%	35,5%	33,1%	42,2%	33,3%	35,7%	42,9%	41,1%	41,0%	20,8%	19,4%
Dystrybucja	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	13,2	12,0	14,3	15,4	17,1	13,3	16,7	16,7	20,4	14,7	17,7	19,0	19,1	15,8	16,6	21,0
Zysk brutto ze sprzedaży	5,6	3,4	5,4	5,0	4,8	4,1	4,9	5,4	6,5	4,5	5,0	6,4	6,0	3,8	5,3	5,0
rentowność	42,5%	28,5%	37,5%	32,1%	27,8%	30,6%	29,7%	32,5%	32,0%	30,8%	28,4%	33,6%	31,7%	23,8%	32,2%	24,0%
Urządzenia ochrony środowiska	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	4,9	0,4	1,9	2,1	3,5	1,5	2,5	4,1	4,8	2,0	4,5	6,4	8,0	5,7	6,2	6,6
Zysk brutto ze sprzedaży	1,4	0,0	-0,1	0,3	0,9	0,3	0,6	0,3	0,4	0,4	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	1,4
rentowność	28,8%	-0,6%	-3,0%	15,3%	25,3%	23,8%	23,3%	8,4%	9,3%	18,7%	12,9%	7,4%	8,5%	10,5%	9,3%	21,4%
Pozostałe	4Q'09	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13
Przychody	-1,1	1,8	0,8	1,8	3,0	2,4	2,1	2,7	3,4	2,4	3,3	3,6	4,4	3,4	3,8	5,2
Zysk brutto ze sprzedaży	-1,4	0,5	-0,6	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,1	0,3	-0,1	0,6	0,5	0,9	-0,1	0,3	1,0
rentowność	129,5%	28,3%	-84,0%	23,3%	0,6%	-5,4%	29,4%	3,3%	9,9%	-5,0%	16,8%	14,3%	19,6%	-2,0%	8,0%	19,6%

Produkcja AKPIA: Limetherm Sensor i Componenets Elementy odlewnicze: Limetherm S.A.
Usługi AKPIA: Introl S.A., Energomontaż, i4tech, ProZAP, IB System, Atechem, Introl sp zoo (33%)
Usługi utrzymania ruchu i serwis: Introbat Dystrybucja: RAC, Introl Sp.z.oo (66%)
Urządzenia ochrony środowiska: PWP Pozostałe: Jcommerce

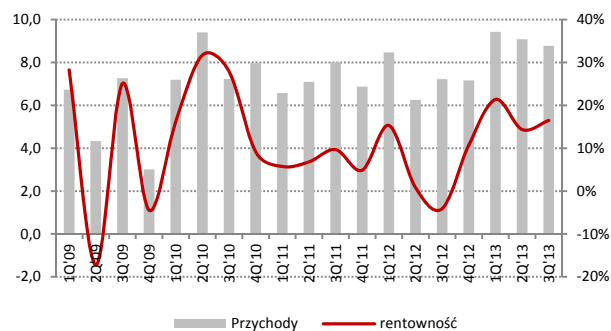
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Produkcja AKPIA [mln PLN]



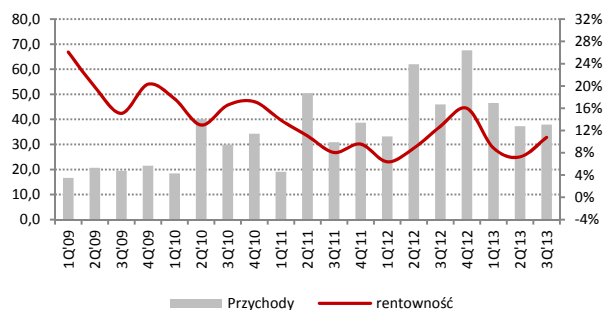
Źródło: BDM S.A., spółka

Produkcja odlewnicza [mln PLN]



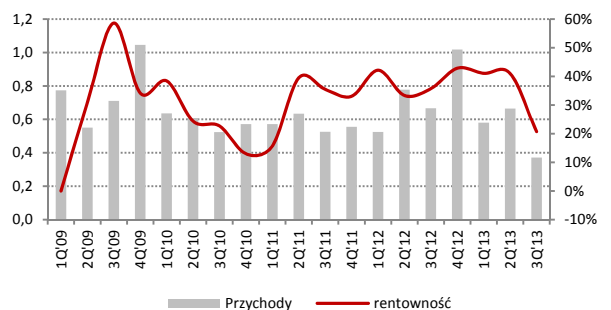
Źródło: BDM S.A., spółka

Usługi AKPIA [mln PLN]



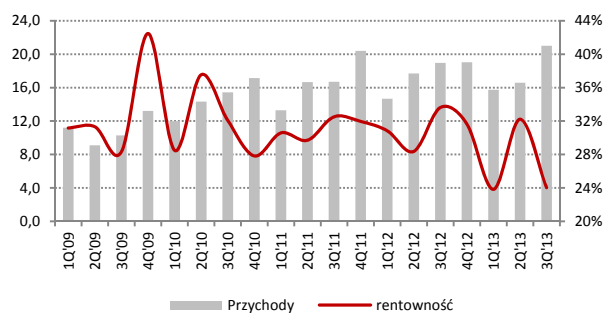
Źródło: BDM S.A., spółka

Usługi utrzymania ruchu i serwis [mln PLN]



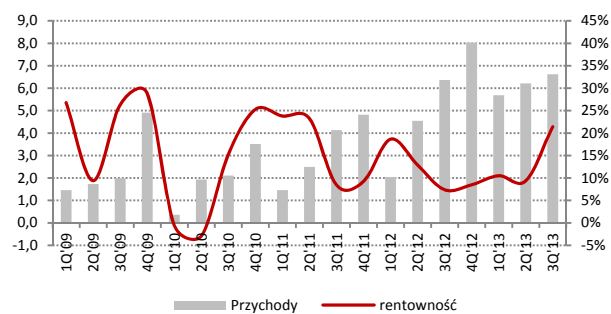
Źródło: BDM S.A., spółka

Dystrybucja [mln PLN]



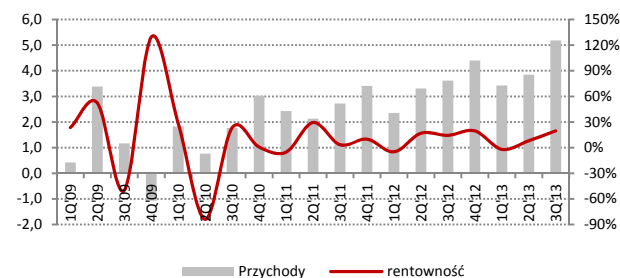
Źródło: BDM S.A., spółka

Urządzenia ochrony środowiska [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

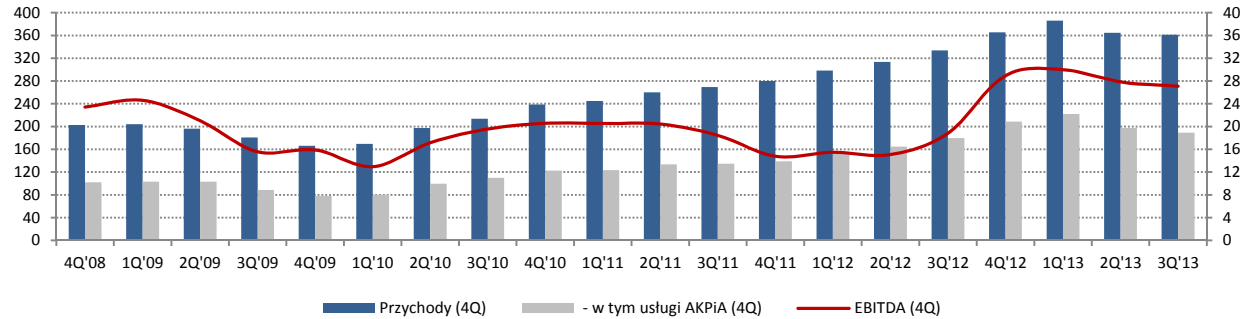
Pozostałe [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

PORTFEL ZLECEŃ

Wyniki narastająco (4Q) oraz ważne kontrakty [mln PLN, >10 mln PLN]



	1Q'09	2Q'09	3Q'09	4Q'09
wartość [mln PLN]			26,3	10,7
spółka			Energomontaż Chorzów	Introl
umowa			Zaprojektowanie i wykonanie instalacji transportu, magazynowania i przeróbki biomasy w EC Kraków	Modernizacji pompowni w Wieliszewie w zakresie branży technologicznej, elektrycznej, AKPiA i budowlanej
zleceniodawca			EC Kraków	MPWiK Warszawa
termin wykonania			lis 10	lis 10
	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10
wartość [mln PLN]			10,7	33,9
spółka			Introl	Introl
umowa			Modernizacja Stacji Uzdatniania Wody "Mała Nieszawka"	Budowa układów wysokosprawnej kogeneracji w SEJ
zleceniodawca			Toruńskie Wodociągi	SEJ (JSW)
termin wykonania			sie 12	lip 11
	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11
wartość [mln PLN]	11,9	19,4	19,7	13,9
spółka	Introl	Introl	Introl	Energomontaż Chorzów
umowa	Budowa zamkniętej instalacji pneumatycznego podawania biomasy do kotłów OP-140	Budowa źródła wytwarzającego energię elektryczną w skojarzeniu z ciepłem	Budowa układu wysokosprawnej kogeneracji o mocy 6 MWe na terenie Ciepłowni Miejskiej Nr 1 w Kutnie	Realizacja robót budowlanych na podstawie projektu technicznego pn: Wykorzystanie gazu do produkcji energii elektrycznej i ciepła w EC "Wieczorek"
zleceniodawca	SEJ (JSW)	PEC Gdynia	Eco Kutno	ZEC Katowice
termin wykonania	cze 12	sie 12	cze 12	paź 12
	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12
wartość [mln PLN]	10,8	10,9	18,3	20,9
spółka	IB System	PWP Katowice	Introl	Introl
umowa	Wykonanie systemu wykrywania i gaszenia źródeł zapłonu paliwa transportowanego przenośnikami taśmowymi w Elektrowni Dolna Odra	Rozbudowa gminnej oczyszczalni ścieków w Biertowicach	Wykonanie prac podwykonawczych z zakresu branży elektrycznej, teletechnicznej, niskoprądowej oraz sanitarnej w CH Galeria Solna w Inowrocławiu	Budowa elektrociepłowni w wysokosprawnej kogeneracji ze spalania gazu ziemnego
zleceniodawca	PGE	Gmina Sułkowice	Erbud	MPEC Leszno
termin wykonania	paź 12	wrz 14	kwi 13	mar 14
	1Q'13	2Q'13	3Q'13	
wartość [mln PLN]	11,2	10,4	14,9	50,0
spółka	IB System	PWP Katowice	IB System	Introl
umowa	Realizacja instalacji teletechnicznych i specjalnych Nowej Siedzibie Muzeum Śląskiego w Katowicach	Rozbudowa i modernizacja istniejącej i eksploatowanej oczyszczalni ścieków w Piekarach (gm. Liszki)	Wykonanie, montaż i uruchomienie instalacji teletechnicznych na budowie budynku biurowego dla UM i SWW w Poznaniu	Zaprojektowanie i budowa zakładu termicznego unieszkodliwiania odpadów komunalnych w Koninie
zleceniodawca	Budimex	Gmina Liszki	Erbud	MZGOK Konin
termin wykonania	mar 13	cze 13	gru 13	gru 15
	1Q'13	2Q'13	3Q'13	
wartość [mln PLN]	26,0	87,4		
spółka	Introl	Introl		
umowa	Prace podwykonawcze w ramach zadania: "Zaprojektowanie i budowa zakładu unieszkodliwiania odpadów dla miasta Kielce"	Budowa bloku kogeneracyjnego EC Rzeszów		
zleceniodawca	Mostostal Warszawa	PGE		
termin wykonania	cze 15	wrz 14		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

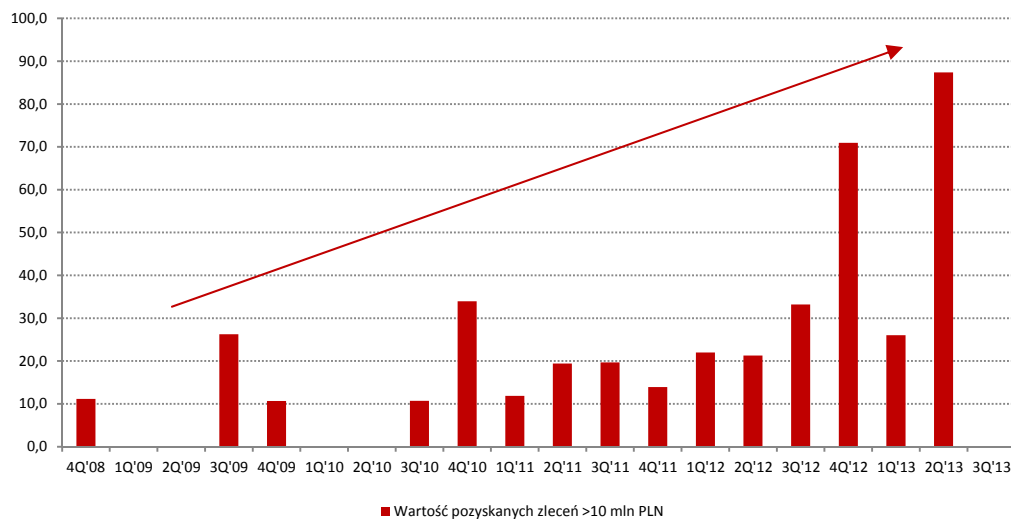
Okres 2H'12-1H'13 przyniósł pozyskanie przez Introl kilku dużych (z perspektywy spółki) zleceń, których termin realizacji przypada głównie na okres 2014-15. Zabezpiecza to spółce backlog na trudny czas w branży budowlanej (okres przejściowy pomiędzy budżetami unijnymi). Spółka pozyskuje także kompetencje w realizacji zleceń o dotychczas niespotykanej wielkości >50 mln PLN: i) udział w konsorcjum budującym spalarnię odpadów w Koninie – fakturowanie przychodów głównie w 2H'13-1H'15, ii) generalne wykonawstwo bloku kogeneracyjnego w EC Rzeszów – fakturowanie głównie w 2014 (duża część powinna przypaść na 1Q'14, ze względu na dostawę silników). Obecnie celem spółki staje się pozyskanie kontraktów nawet o wartości ok. 100 mln PLN (przede wszystkim w obszarze energetyki, instalacji ekologicznych, infrastruktury okołogórnictwa, instalacji przemysłowych). Duży portfel zleceń na okres 2014-15, pozwala spółce na ostrożne ofertowanie. Zwracamy uwagę, że zarząd Introlu stopniowo buduje kompetencje a także dość konserwatywnie podchodzi do wyboru zleceń (w żadnym kwartale od debiutu na GPW marża brutto w segmencie usług AKPiA nie była ujemna).

Najważniejsze realizowane obecnie kontrakty

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Lider konsorcjum	Konsorcjanci	Kontrakt	Wartość [mln PLN]*	Termin zakończenia
2013-06-28	PGE	Introl		Budowa bloku kogeneracyjnego EC Rzeszów	87,4	2014-09
2013-01-11	Mostostal W-wa	Introl	Technofruit, Purico	Prace podwykonawcze w ramach zadania: "Zaprojektowanie i budowa zakładu unieszkodliwiania odpadów dla miasta Kielce"	26,0	2015-06
2012-11-19	MZGOK Konin	Integral	Introl, Erbud	Zaprojektowanie i budowa zakładu termicznego unieszkodliwiania odpadów komunalnych w Koninie	50,0	2015-12
2012-10-22	MPEC Leszno	Introl		Budowa elektrociepłowni w wysokosprawnej kogeneracji ze spalania gazu ziemnego	20,9	2014-03
2012-08-13	KW	Energomontaż Ch.		Modernizacja instalacji ogrzewania szybów I i II budynków w KWK Chwałowice	8,0	2014-08
2012-08-01	Erbud	IB System		Wykonanie, montaż i uruchomienie instalacji teletechnicznych na budowie budynku biurowego dla UM i SWW w Poznaniu	14,9	2013-12
2012-06-22	Gm. Sułkowice	PWP Katowice		Rozbudowa gminnej oczyszczalni ścieków w Biertowicach	10,9	2014-09
2011-12-14	GPW	Introl		Modernizacja filtrów pospiesznych nowych SUW Maczki	7,8	2013-11
2012-03-06	Erbud	IB System		Wykonanie, montaż i uruchomienie instalacji elektrycznych na budowie budynku biurowego dla UM i SWW w Poznaniu	8,5	2013-12

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka, *wartość netto przypadająca na grupę Introl

Wartość pozyskanych w danych kwartale zleceń, których wartość jednostkowa jest >10 mln PLN [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka, *wg wartość netto przypadająca na grupę Introl

PROGNOZA NA 2013 I KOLEJNE LATA

Wyniki po 1-3Q'13 vs prognoza

	1-3Q'12	1-3Q'13	zmiana r/r	4Q'12	4Q'13P	zmiana r/r	2012	2013P*	zmiana r/r	2013P spółka	odchylenie
Przychody ze sprzedaży	253,9	249,9	-1,6%	111,5	110,3	-1,1%	365,4	360,2	-1,4%	367,0	-1,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	40,4	39,7	-1,6%	21,0	21,0	0,2%	61,4	60,8	-1,0%	62,5	-2,8%
EBITDA	17,1	15,3	-10,9%	11,8	11,4	-3,1%	28,9	26,7	-7,7%	-	-
EBIT	12,9	10,7	-17,6%	10,3	10,0	-3,0%	23,2	20,7	-11,1%	-	-
Zysk (strata) brutto	9,2	9,9	7,3%	9,6	9,5	-1,1%	18,8	19,4	3,0%	-	-
Zysk (strata) netto	6,8	7,6	10,4%	7,5	8,1	8,2%	14,3	15,7	9,3%	17,0	-7,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,9%	15,9%		18,8%	19,1%		16,8%	16,9%		17,0%	
Marża EBITDA	6,8%	6,1%		10,6%	10,4%		7,9%	7,4%		-	
Marża EBIT	5,1%	4,3%		9,2%	9,1%		6,4%	5,7%		-	
Marża zysku netto	2,7%	3,0%		6,7%	7,4%		3,9%	4,4%		4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, *prognoza BDM

W 2Q'13 Introl opublikował prognozę wyników na 2013 roku. Zakłada ona wypracowanie 367,0 mln PLN przychodów, 62,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży oraz 17,0 mln PLN zysku netto (łącznie z udziałami mniejszości). Po okresie 1-3Q'13 wykonanie wynosi 68% na poziomie przychodów, 64% na zysku brutto ze sprzedaży oraz 44% na zysku netto.

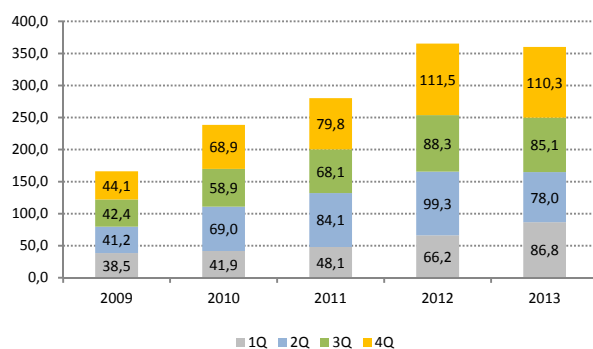
Realizacja prognozy po 1-3Q'13

	wykonanie po 1-3Q'12*	wykonanie po 1-3Q'13**
Przychody ze sprzedaży	69%	68%
Zysk brutto ze sprzedaży	66%	64%
EBITDA	59%	
EBIT	56%	
Zysk (strata) brutto	49%	
Zysk (strata) netto	48%	44%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, *względem rzeczywistego wyniku za 2012

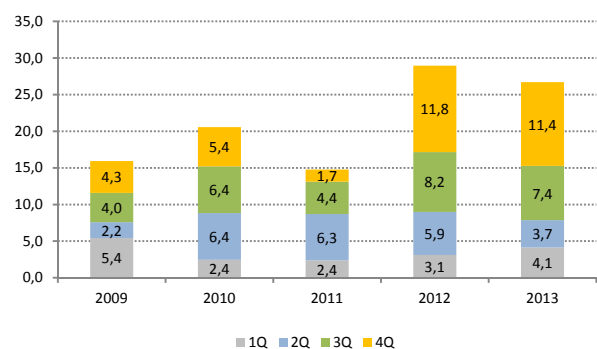
**w stosunku do oficjalnej prognozy spółki

Sezonowość przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'13 - prognoza

Sezonowość EBITDA [mln PLN]

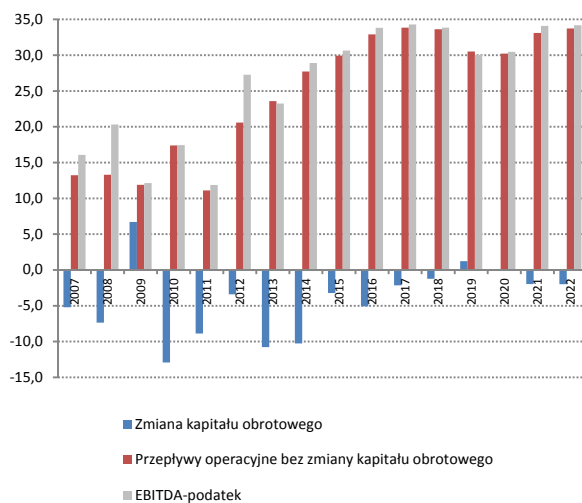


Źródło: BDM S.A., spółka, 4Q'13 - prognoza

Obecnie sytuacja pod względem wykonania wyniku rocznego jest prawie analogiczna jak miało to miejsce w 4Q'12. Uważamy, że w 4Q'13 spółka pokaże porównywalne wyniki r/r, głównie dzięki (cechującemu się sezonowością) segmentowi usług AKPiA. W prognozie nie uwzględniamy wyniku na akcjach Mostostalu Zabrze (671 tys akcji). W przypadku wyniku mniejszości zakładamy wyjście na zero w skali całego roku (po 1-3Q'13: -0,6 mln PLN). W sumie spodziewamy się wyniku nieco niższego niż oficjalna prognoza, jednak oczekujemy, że zysk netto zmieści się w widełkach do -10% odchylenia.

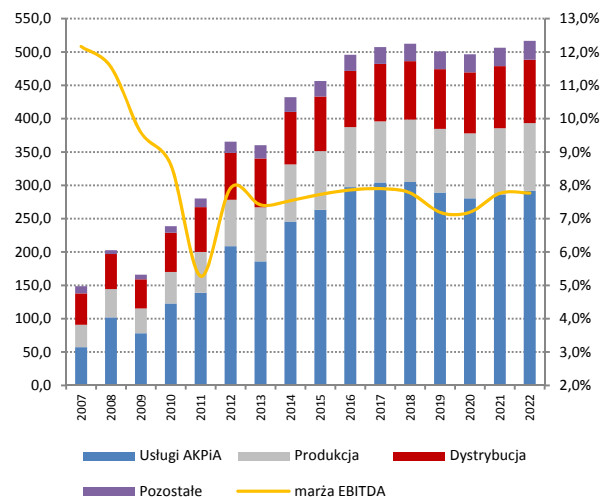
Oczekujemy także, że obecny portfel zleceń powinien wpłynąć pozytywnie na rezultaty w 2014 roku. Zwracamy uwagę na kontrakt na EC Rzeszów, który będzie głównie fakturowany w tym okresie. Około połowa wartości zlecenia przypada na dostawę silników, która powinna być rozliczona w 1Q'14 (spółka ma zawarte forwardy zabezpieczający kurs NOK/PLN – dostawy realizowane są z Norwegii) – rozliczenie dostaw może przejściowo wpłynąć poziom zadłużenia spółki i cash flow w okresie końcówka 2013 roku – 2Q'14, w zależności od faktycznego momentu płatności na linii Introl – dostawca oraz PGE – Introl (w bazowym scenariuszu zakładamy, że transakcja w większości rozliczy się w każdą ze stron w 1Q'14 – zwracamy uwagę, że w takim scenariuszu 1Q'14 może być nadspodziewanie silny przychodowo). Realizacja prac Introlu w ramach drugiego dużego zlecenia (spalarnia w Koninie) przypada przede wszystkim na okres 2H'14-2015. Trzecim w kolejności największym zleceniem w portfelu są prace podwykonawcze na rzecz Mostostalu Warszawa przy budowie zakładu unieszkodliwiania odpadów w Kielcach. Zdaniem zarządu Introlu przepływy pieniężne na tym kontrakcie są monitorowane przez zamawiającego a problemy płynnościowe generalnego wykonawcy nie mają wpływu na realizację zlecenia.

Przepływy operacyjne [mln PLN]



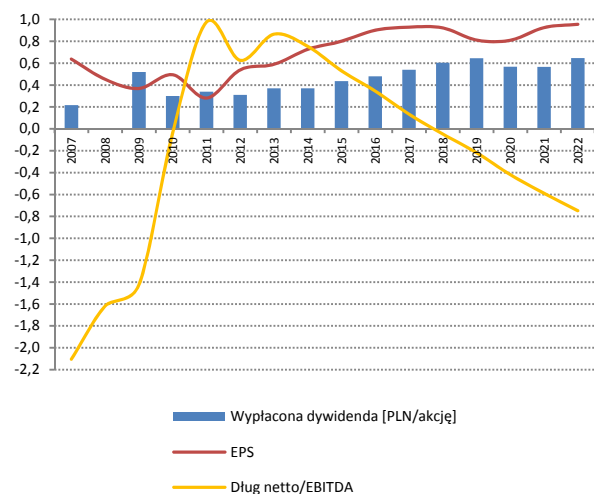
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów i marża EBITDA [mln PLN]



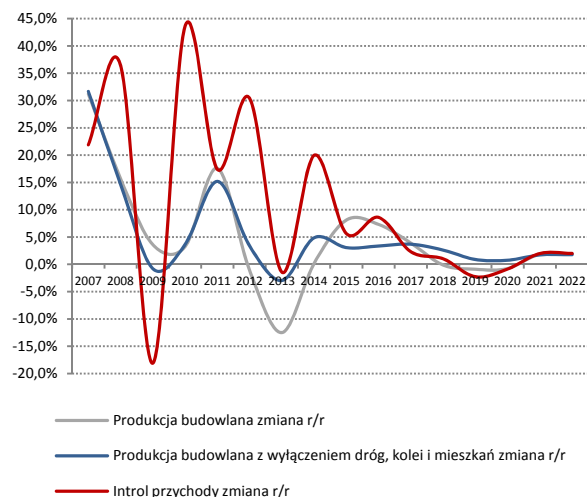
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

Dynamika przychodów na tle produkcji budowlanej



Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura prognozowanych wyników spółki w podziale na segmenty [mln PLN]

	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	202,8	166,1	238,6	280,2	365,4	360,2	432,2	456,5	495,8	507,3	512,5	500,9	496,6	506,5	516,6
Produkcja AKPiA	7,6	5,6	7,6	19,7	19,5	19,2	20,0	20,4	20,8	21,2	21,7	22,1	22,5	23,0	23,5
Elementy odlewnicze	22,6	21,3	31,8	28,6	29,1	35,2	36,9	37,7	38,4	39,2	40,0	40,8	41,6	42,4	43,3
Usługi AKPiA	102,0	78,2	122,7	139,0	208,7	185,9	245,8	263,2	297,3	304,3	304,9	289,1	280,6	286,2	291,9
Usługi utrzymania ruchu i serwis	3,3	3,1	2,3	2,3	3,0	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7
Dystrybucja	52,5	43,8	58,9	67,1	70,4	73,0	78,7	81,8	84,4	86,1	87,8	89,5	91,3	93,1	95,0
Urządzenia ochrony środowiska	12,2	10,1	7,9	12,9	21,0	26,9	28,7	30,1	30,7	31,4	32,0	32,6	33,3	33,9	34,6
Pozostałe	2,5	3,9	7,4	10,7	13,7	17,8	19,7	20,9	21,8	22,7	23,6	24,1	24,6	25,1	25,6
Zmiana r/r	36,4%	-18,1%	43,6%	17,4%	30,4%	-1,4%	20,0%	5,6%	8,6%	2,3%	1,0%	-2,3%	-0,9%	2,0%	2,0%
Produkcja AKPiA	-9,0%	-26,0%	34,2%	159,8%	-0,7%	-1,6%	4,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Elementy odlewnicze	-9,5%	-5,7%	49,0%	-10,2%	2,0%	20,8%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Usługi AKPiA	77,6%	-23,3%	56,9%	13,3%	50,2%	-10,9%	32,2%	7,1%	13,0%	2,4%	0,2%	-5,2%	-3,0%	2,0%	2,0%
Usługi utrzymania ruchu i serwis	35,1%	-7,9%	-24,1%	-2,3%	30,7%	-23,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dystrybucja	11,2%	-16,6%	34,4%	13,9%	4,9%	3,7%	7,7%	4,0%	3,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Urządzenia ochrony środowiska	-	-17,6%	-21,6%	63,0%	62,6%	28,1%	6,8%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Pozostałe	-69,5%	56,5%	89,1%	44,9%	27,9%	29,9%	11,0%	5,9%	4,2%	4,2%	4,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	53,0	39,0	49,8	47,7	61,4	60,8	70,7	74,7	79,8	81,5	81,9	78,2	78,3	82,8	84,4
Produkcja AKPiA	3,8	1,9	3,1	6,8	8,3	7,5	8,0	8,2	8,3	8,5	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4
Elementy odlewnicze	2,5	2,8	6,9	2,0	1,8	6,0	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
Usługi AKPiA	23,3	15,7	19,3	14,4	24,2	21,2	27,8	29,6	33,4	34,2	33,5	28,9	28,1	31,5	32,1
Usługi utrzymania ruchu i serwis	2,0	1,2	0,5	0,9	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Dystrybucja	17,5	14,9	18,5	21,0	22,0	20,0	24,0	25,4	26,2	26,7	27,2	27,8	28,3	28,9	29,5
Urządzenia ochrony środowiska	3,6	2,5	1,2	1,7	2,1	3,4	3,4	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4
Pozostałe	0,3	-0,1	0,3	0,9	1,8	2,0	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9
Marża brutto ze sprzedaży	26,2%	23,5%	20,8%	17,0%	16,8%	16,9%	16,4%	16,4%	16,1%	16,1%	16,0%	15,6%	15,8%	16,3%	16,3%
Produkcja AKPiA	50,3%	34,1%	41,2%	34,8%	42,3%	38,9%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Elementy odlewnicze	11,2%	13,3%	21,7%	6,9%	6,3%	17,1%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Usługi AKPiA	22,8%	20,1%	15,7%	10,4%	11,6%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,0%	10,0%	10,0%	11,0%	11,0%
Usługi utrzymania ruchu i serwis	58,5%	39,2%	19,3%	37,6%	38,7%	25,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dystrybucja	33,4%	34,0%	31,4%	31,3%	31,2%	27,5%	30,5%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Urządzenia ochrony środowiska	29,3%	24,7%	14,5%	13,3%	10,1%	12,8%	12,0%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Pozostałe	12,2%	-2,6%	4,1%	8,6%	13,3%	11,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Koszty sprzedaży	15,9	14,0	14,3	16,1	18,1	20,5	21,9	22,7	23,4	23,9	24,4	24,9	25,4	25,9	26,4
/przychody	7,8%	8,4%	6,0%	5,8%	5,0%	5,7%	5,1%	5,0%	4,7%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%
Koszty zarządu	20,5	19,4	18,1	19,5	19,1	20,2	22,4	23,2	24,3	24,7	24,9	24,8	24,8	25,2	25,5
/przychody	10,1%	11,7%	7,6%	7,0%	5,2%	5,6%	5,2%	5,1%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%
Zysk na sprzedaży	16,6	5,7	17,4	12,1	24,2	20,0	26,4	28,8	32,1	33,0	32,5	28,5	28,1	31,7	32,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,8	5,7	-1,2	-2,7	-0,9	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	18,4	11,4	16,2	9,4	23,2	20,7	26,4	28,8	32,1	33,0	32,5	28,5	28,1	31,7	32,4
EBITDA	23,4	15,9	20,6	14,8	28,9	26,7	32,6	35,3	39,0	40,1	39,9	36,0	35,7	39,3	40,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	76,0	82,8	82,8	84,0	85,2	86,8	87,8	88,7	89,2	89,4	89,6	89,8
Wartości niematerialne i prawne	8,0	7,7	8,0	8,3	8,5	8,8	9,0	9,1	9,2	9,2	9,3	9,3
Rzeczowe aktywa trwałe	60,3	66,9	66,6	67,5	68,5	69,9	70,7	71,4	71,8	72,0	72,2	72,3
Pozostałe aktywa trwałe	7,7	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Aktywa obrotowe	133,4	153,4	157,2	179,3	191,4	208,1	217,7	223,2	221,0	221,6	230,8	237,8
Zapasy	18,0	17,2	20,3	21,6	22,4	22,9	23,4	23,8	24,3	24,8	25,3	25,8
Należności krótkoterminowe	96,8	119,7	126,3	151,5	160,1	173,8	177,8	179,7	175,6	174,1	177,6	181,1
Inwestycje krótkoterminowe	18,7	16,5	10,5	6,0	8,9	11,3	16,4	19,6	21,0	22,6	27,8	30,8
- w tym środki pieniężne	17,8	15,7	9,7	5,3	8,1	10,5	15,6	18,8	20,2	21,8	27,0	30,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa razem	209,4	236,2	240,0	263,3	276,6	295,0	305,5	311,8	310,2	311,1	320,4	327,6
Kapitał (fundusz) własny	109,6	117,3	123,1	132,6	142,3	153,5	163,9	172,3	176,8	183,2	192,7	200,9
Kapitał mniejszości	-0,4	0,6	0,6	1,1	1,7	2,5	3,3	4,2	5,0	5,8	6,6	7,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	100,2	118,3	116,3	129,5	132,6	139,0	138,3	135,3	128,5	122,1	121,1	119,2
Rezerwy na zobowiązania	12,2	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Zobowiązania długoterminowe	3,8	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	4,4	0,5
- w tym zobowiązania oprocentowane	3,3	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	3,9	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	84,1	97,0	95,0	108,2	111,3	117,7	117,0	114,0	107,2	100,8	102,8	104,9
- w tym zobowiązania oprocentowane	28,9	26,9	25,9	22,9	19,9	17,1	14,1	10,0	5,5	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	209,4	236,2	240,0	263,3	276,6	295,0	305,5	311,8	310,2	311,1	320,4	327,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży	280,2	365,4	360,2	432,2	456,5	495,8	507,3	512,5	500,9	496,6	506,5	516,6
Koszty produktów, tow. i materiałów	232,5	304,0	299,4	361,5	381,8	416,1	425,7	430,6	422,7	418,2	423,7	432,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	47,7	61,4	60,8	70,7	74,7	79,8	81,5	81,9	78,2	78,3	82,8	84,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	35,6	37,2	40,8	44,4	45,9	47,6	48,6	49,4	49,7	50,2	51,1	52,0
Zysk (strata) na sprzedaży	12,1	24,2	20,0	26,4	28,8	32,1	33,0	32,5	28,5	28,1	31,7	32,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2,7	-0,9	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	14,8	28,9	26,7	32,6	35,3	39,0	40,1	39,9	36,0	35,7	39,3	40,1
EBIT	9,4	23,2	20,7	26,4	28,8	32,1	33,0	32,5	28,5	28,1	31,7	32,4
Saldo działalności finansowej	-1,2	-4,4	-1,3	-1,9	-1,8	-1,6	-1,4	-1,1	-0,8	-0,5	-0,3	0,0
Zysk (strata) brutto	8,2	18,8	19,4	24,5	27,0	30,6	31,6	31,4	27,7	27,6	31,4	32,4
Zysk (strata) netto mniejszości	-1,0	1,0	0,0	0,5	0,6	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Zysk (strata) netto*	7,5	14,3	15,7	19,3	21,3	24,0	24,7	24,6	21,6	21,5	24,6	25,4

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływ z działalności operacyjnej	2,2	17,2	12,8	17,5	26,7	27,8	31,7	32,4	31,7	30,4	31,1	31,7
Przepływ z działalności inwestycyjnej	-2,7	-3,9	-6,0	-7,3	-7,7	-8,4	-8,0	-8,0	-7,8	-7,6	-7,6	-7,5
Przepływ z działalności finansowej	0,8	-15,3	-12,9	-14,6	-16,2	-17,0	-18,6	-21,2	-22,5	-21,1	-18,4	-21,3
Przepływy pieniężne netto	0,4	-2,1	-6,0	-4,5	2,8	2,4	5,1	3,2	1,4	1,6	5,2	3,0
Środki pieniężne na początek okresu	17,4	17,8	15,7	9,7	5,3	8,1	10,5	15,6	18,8	20,2	21,8	27,0
Środki pieniężne na koniec okresu	17,8	15,7	9,7	5,3	8,1	10,5	15,6	18,8	20,2	21,8	27,0	30,0

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	30,4%	-1,4%	20,0%	5,6%	8,6%	2,3%	1,0%	-2,3%	-0,9%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	95,8%	-7,7%	22,0%	8,3%	10,3%	2,9%	-0,6%	-9,6%	-0,8%	10,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	148,0%	-11,1%	27,6%	9,2%	11,6%	2,6%	-1,4%	-12,3%	-1,3%	12,6%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r	91,8%	9,3%	23,3%	10,2%	12,6%	3,1%	-0,8%	-12,1%	-0,2%	14,3%	3,2%
Marża brutto na sprzedaży	16,8%	16,9%	16,4%	16,4%	16,1%	16,1%	16,0%	15,6%	15,8%	16,3%	16,3%
Marża EBITDA	7,9%	7,4%	7,5%	7,7%	7,9%	7,9%	7,8%	7,2%	7,2%	7,8%	7,8%
Marża EBIT	6,4%	5,7%	6,1%	6,3%	6,5%	6,5%	6,3%	5,7%	5,7%	6,3%	6,3%
Marża brutto	5,1%	5,4%	5,7%	5,9%	6,2%	6,2%	6,1%	5,5%	5,6%	6,2%	6,3%
Marża netto	3,9%	4,4%	4,5%	4,7%	4,8%	4,9%	4,8%	4,3%	4,3%	4,9%	4,9%
COGS / przychody	83,2%	83,1%	83,6%	83,6%	83,9%	83,9%	84,0%	84,4%	84,2%	83,7%	83,7%
SG&A / przychody	10,2%	11,3%	10,3%	10,1%	9,6%	9,6%	9,6%	9,9%	10,1%	10,1%	10,1%
SG&A / COGS	12,2%	13,6%	12,3%	12,0%	11,5%	11,4%	11,5%	11,8%	12,0%	12,1%	12,0%
ROE	12,2%	12,7%	14,6%	15,0%	15,6%	15,1%	14,2%	12,2%	11,8%	12,8%	12,7%
ROA	6,1%	6,5%	7,3%	7,7%	8,1%	8,1%	7,9%	7,0%	6,9%	7,7%	7,8%
Dług	33,8	32,8	29,8	26,8	24,0	21,0	16,9	12,4	6,9	3,9	0,0
D / (D+E)	14,3%	13,7%	11,3%	9,7%	8,1%	6,9%	5,4%	4,0%	2,2%	1,2%	0,0%
D / E	16,7%	15,8%	12,8%	10,7%	8,8%	7,4%	5,7%	4,2%	2,3%	1,2%	0,0%
Odsetki / EBIT	-19,1%	-6,3%	-7,2%	-6,1%	-4,9%	-4,2%	-3,4%	-2,9%	-1,9%	-0,8%	0,0%
Dług / kapitał własny	28,8%	26,7%	22,5%	18,9%	15,6%	12,8%	9,8%	7,0%	3,8%	2,0%	0,0%
Dług netto	18,1	23,1	24,6	18,7	13,5	5,4	-1,9	-7,8	-14,9	-23,1	-30,0
Dług netto / kapitał własny	15,5%	18,8%	18,5%	13,2%	8,8%	3,3%	-1,1%	-4,4%	-8,1%	-12,0%	-14,9%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,9	0,8	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
Dług netto / EBIT	0,8	1,1	0,9	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9
EV	231,2	236,2	237,7	231,9	226,6	218,5	211,3	205,3	198,2	190,0	183,1
Dług / EV	14,6%	13,9%	12,5%	11,6%	10,6%	9,6%	8,0%	6,0%	3,5%	2,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,3%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	85,3%	100,6%	118,7%	119,1%	123,4%	113,9%	111,5%	106,7%	103,3%	102,5%	101,7%
Amortyzacja / Przychody	1,6%	1,7%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	3,0%	2,5%	0,8%	1,1%	0,4%	0,3%	-0,3%	0,0%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,6%	-	15,3%	14,3%	13,9%	19,8%	24,8%	11,6%	4,3%	20,8%	20,8%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
MC/S*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	14,9	13,6	11,0	10,0	8,9	8,6	8,7	9,9	9,9	8,7	8,4
P/BV*	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
P/CE*	10,6	9,8	8,3	7,7	6,9	6,7	6,7	7,3	7,3	6,6	6,4
EV/EBITDA*	8,0	8,8	7,3	6,6	5,8	5,4	5,3	5,7	5,5	4,8	4,6
EV/EBIT*	10,0	11,4	9,0	8,1	7,1	6,6	6,5	7,2	7,0	6,0	5,6
EV/S*	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	4,4	4,6	5,0	5,3	5,8	6,2	6,5	6,6	6,9	7,2	7,5
EPS	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	1,0
CEPS	0,8	0,8	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2
FCFPS	0,3	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,0
DPS	0,31	0,37	0,37	0,44	0,48	0,54	0,60	0,65	0,57	0,57	0,65
Payout ratio	110,4%	68,7%	62,9%	60,0%	60,0%	60,0%	65,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 8,00 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

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

Krystian 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	9,92	Akumuluj	8,00	19.11.2013	8,00	54 856
Akumuluj	8,00	Kupuj	5,40	02.04.2013	7,10	45 086
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 4Q'13:

Kupuj	2	33%
Akumuluj	2	33%
Trzymaj	1	17%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	1	17%

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).

Klausele:

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 19.11.2013 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 22.11.2013 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.