



Dom Maklerski BDM S.A.

INTROL

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 10,0 PLN

18 LUTY 2014

Prognoza roczna zarządu na 2013 rok zakładała osiągnięcie 367,0 mln PLN sprzedaży oraz 17,0 mln PLN zysku netto (bez wyłączenia wyniku dla akcjonariuszy mniejszościowych). Ostatecznie udało się wypracować odpowiednio 367,0 mln PLN oraz 15,9 mln PLN (16,3 mln PLN dla akcjonariuszy jednostki dominującej) – niższy od założen wynik netto to głównie efekt przesunięć kontraktów w zależnym IB Systems na 2014 rok. Ogólnie jednak zaprezentowane skonsolidowane wyniki są nawet minimalnie lepsze od naszych założeń z poprzedniej rekomendacji (m.in. bardzo dobre rezultaty zanotowano na produkcji odlewniczej w Limetherm oraz w dystrybucji). Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji Introlu. Na lata 2014-15 spółka ma w portfelu kilka dużych zleceń w segmencie usług budowlanych (m.in. EC Rzeszów, spalarnia odpadów w Koninie), co pozwala spokojnie starać się o kolejne duże kontrakty (przede wszystkim w obszarze energetyki, instalacji ekologicznych, infrastruktury okołogórnictwa, instalacji przemysłowych). Natomiast w obszarze produkcyjno-dystrybucyjnym (w 2013 roku obszar wypracował 43% sprzedaży i 62% zysku brutto ze sprzedaży) spodziewamy się korzystnego wpływu ożywienia w przemyśle i inwestycjach. Według naszych prognoz Introl handlowany jest na poziomie $P/E'14=12,0x$ i $EV/EBITDA'14=7,7x$. Podwyższamy cenę docelową z 9,92 PLN do 10,0 PLN i utrzymujemy zalecenie Kupuj.

Wyniki Introlu za 4Q'13 były lekko powyżej naszych oczekiwań. Spółka wypracowała 117,2 mln PLN przychodów, 22,2 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży, 12,3 mln PLN EBITDA oraz 8,8 mln PLN zysku netto (w 4Q'12 było to odpowiednio: 111,5/21,0/11,8/7,5 mln PLN). Zadłużenie netto na koniec 2013 wyniosło 17,1 mln PLN (vs 18,1 mln PLN na koniec 2012, przy wypłacie 9,9 mln PLN dywidendy).

Zakładamy wypracowanie 434,1 mln PLN przychodów oraz 19,3 mln PLN zysku netto w 2014 roku oraz wzrost tych wartości w kolejnym roku odpowiednio do 454,8 mln PLN i 21,6 mln PLN (prognozy uległy kosmetycznym zmianom w stosunku do poprzedniego raportu). Oczekujemy, że okres 2014-15 powinien przynieść dobre dynamiki wyników na bazie już podpisanych umów w segmencie usługowym (EC Rzeszów, zakłady unieszkodliwiania odpadów w Koninie i Kielcach). Jednocześnie spodziewamy się, że kurs mogłyby wspierać kolejne pozyskane przez spółkę duże zlecenia (zarząd Introlu deklaruje aktywność w tym zakresie na bazie zbudowanych w ostatnich kwartałach kompetencji). Zwracamy uwagę na korzystający na ożywieniu w przemyśle obszar produkcyjno-dystrybucyjny. Z mniejszych segmentów z dobrej strony zaprezentował się w 2013 roku segment odlewów aluminiowych zlokalizowany w spółce Limatherm (głównie produkcja eksportowa dla branży automotive i elektromaszynowej, spółce poza ożywieniem w Niemczech sprzyja także korzystny kurs EUR/PLN) – dalszy rozwój w tym kierunku (perspektywa pozyskania nowych, dużych zleceń) będzie wymagać rozbudowania mocy produkcyjnych. Realizacja takiego scenariusza implikowałaby miejsce do podwyższenia naszych prognoz.

Wycena DCF [PLN]	9,3
Wycena porównawcza [PLN]	10,8
Wycena końcowa [PLN]	10,0
Potencjał do wzrostu / spadku	15,4%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	8,70
Kapitalizacja [mln PLN]	231,8
Ilość akcji [mln szt.]	26,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9,50
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,45
Stopa zwrotu za 3 mc	7,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	31,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	44,9%
Struktura akcjonariatu:	
Wiesław Kapral	39,5%
Józef Bodziony	38,3%
Amplico OFE	5,7%
Pozostali	16,5%

Krzysztof Pado

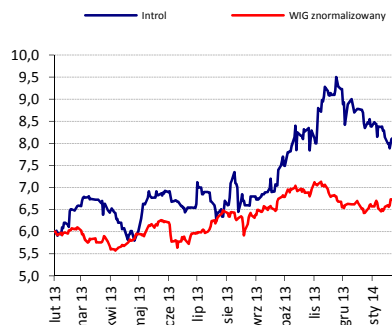
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	280,2	365,4	367,0	434,1	454,8	479,3
EBITDA [mln PLN]	14,8	28,9	27,6	32,3	35,1	37,4
EBIT [mln PLN]	9,4	23,2	21,4	26,1	28,7	30,7
Zysk netto [mln PLN]	7,5	14,3	16,3	19,3	21,6	23,3
P/BV	2,1	2,0	1,9	1,8	1,6	1,5
P/E	31,0	16,2	14,2	12,0	10,7	10,0
EV/EBITDA	16,7	8,6	9,0	7,7	7,0	6,4
EV/EBIT	26,3	10,8	11,6	9,5	8,6	7,8



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	7
STRUKTURA GRUPY	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'13	9
PORTFEL ZLECEŃ.....	13
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE LATA.....	14
DANE FINANSOWE	17

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 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 10,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 9,3 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 10,0 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	9,3
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	10,8
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		10,0

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:

- 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. W przypadku segmentu odlewniczego zakładamy nieznacznie słabszy rezultat brutto w 2014 (konieczność nowych wdrożeń produkcyjnych) i stabilne wyniki w kolejnych latach (zakład produkcyjny wymaga rozbudowy mocy - realizacja dodatkowych nakładów inwestycyjnych przez spółkę implikowałaby podniesienie przez nas prognoz wyników). Zakładany w modelu spadek skonsolidowanych przychodów w okresie 2019-20 wiążemy z końcem budżetu unijnego 2014-20, co naszym zdaniem będzie implikować spadek produkcji budowlanej.
- Poziom marży EBITDA w latach szczegółowej prognozy zakładamy w przedziale 7,4%-7,9%. Ważona przychodami średnia marża EBITDA w okresie 2006-13 wyniosła 8,7% (7,5% w 2013 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 2,1 PLN).
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 18.02.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 248,3 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 9,3 PLN.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	434,1	454,8	479,3	490,9	496,5	486,4	482,8	492,5	502,3	512,4
EBIT [mln PLN]	26,1	28,7	30,7	31,5	31,9	29,1	28,8	30,8	31,5	32,3
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]	5,0	5,5	5,8	6,0	6,1	5,5	5,5	5,9	6,0	6,1
NOPLAT [mln PLN]	21,1	23,3	24,9	25,5	25,8	23,5	23,3	24,9	25,5	26,2
Amortyzacja [mln PLN]	6,2	6,3	6,7	7,0	7,2	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6
CAPEX [mln PLN]	-7,4	-7,5	-7,9	-7,9	-7,9	-7,8	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-9,5	-6,1	-4,5	-2,2	-1,1	1,5	0,4	-1,9	-1,9	-2,0
FCF [mln PLN]	10,4	16,0	19,2	22,5	23,9	24,7	23,5	23,0	23,6	24,2
DFCF [mln PLN]	9,7	13,6	15,0	16,1	15,6	14,7	12,9	11,5	10,8	10,1
Suma DFCF [mln PLN]	129,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	329,9		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	137,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	267,3									
Dług netto 2013 [mln PLN]	17,1									
Inne aktywa [mln PLN]	1,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]*	3,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	248,3									
Ilość akcji [mln szt.]	26,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	9,32									
Przychody zmiana r/r	18,3%	4,8%	5,4%	2,4%	1,1%	-2,0%	-0,7%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	22,0%	10,1%	7,0%	2,6%	1,0%	-8,8%	-1,0%	7,1%	2,4%	2,4%
FCF zmiana r/r	-44,9%	53,6%	20,3%	17,0%	6,4%	3,1%	-4,6%	-2,4%	2,7%	2,7%
Marża EBITDA	7,4%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,5%	7,5%	7,8%	7,8%	7,8%
Marża EBIT	6,0%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,0%	6,0%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża NOPLAT	4,9%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	4,8%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	119,7%	118,5%	118,4%	112,6%	110,3%	105,7%	102,3%	101,5%	100,7%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	2,2%	1,3%	0,9%	0,4%	0,2%	-0,3%	-0,1%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,2%	29,5%	18,3%	18,8%	20,4%	15,2%	11,5%	19,4%	19,4%	19,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *na bazie zysku netto dla akcjonariuszy mniejszościowych

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
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	89,2%	90,6%	92,0%	93,2%	94,6%	96,0%	97,7%	98,7%	99,4%	99,7%
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	10,8%	9,4%	8,0%	6,8%	5,4%	4,0%	2,3%	1,3%	0,6%	0,3%
WACC	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,4%	9,4%	9,5%	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	8,31	8,73	9,25	9,90	10,73	11,84	13,40	15,74	19,64
	0,8	7,87	8,24	8,69	9,25	9,95	10,87	12,13	13,95	16,81
	0,9	7,47	7,80	8,19	8,67	9,27	10,04	11,07	12,52	14,68
	1,0	7,10	7,39	7,74	8,15	8,67	9,32	10,18	11,34	13,03
	1,1	6,77	7,02	7,33	7,69	8,13	8,69	9,41	10,36	11,70
	1,2	6,45	6,68	6,95	7,27	7,66	8,13	8,74	9,53	10,61
	1,3	6,16	6,37	6,61	6,89	7,22	7,64	8,15	8,82	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%	8,79	9,27	9,87	10,64	11,63	12,99	14,95	18,04	23,61
	4%	7,87	8,24	8,69	9,25	9,95	10,87	12,13	13,95	16,81
	5%	7,10	7,39	7,74	8,15	8,67	9,32	10,18	11,34	13,03
	6%	6,45	6,68	6,95	7,27	7,66	8,13	8,74	9,53	10,61
	7%	5,90	6,08	6,29	6,54	6,83	7,19	7,64	8,20	8,93
	8%	5,41	5,56	5,73	5,93	6,16	6,43	6,76	7,17	7,70
	9%	4,99	5,11	5,25	5,40	5,59	5,80	6,06	6,36	6,75

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%	15,67	14,67	13,78	12,99	12,28	11,64	11,06	10,53	10,04
	4%	13,51	12,51	11,64	10,87	10,20	9,60	9,06	8,57	8,13
	5%	11,84	10,87	10,04	9,32	8,69	8,13	7,64	7,19	6,79
	6%	10,53	9,60	8,81	8,13	7,54	7,03	6,57	6,16	5,80
	7%	9,46	8,57	7,83	7,19	6,64	6,16	5,74	5,37	5,04
	8%	8,57	7,73	7,03	6,43	5,92	5,47	5,08	4,74	4,43
	9%	7,83	7,03	6,36	5,80	5,32	4,90	4,54	4,22	3,93

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

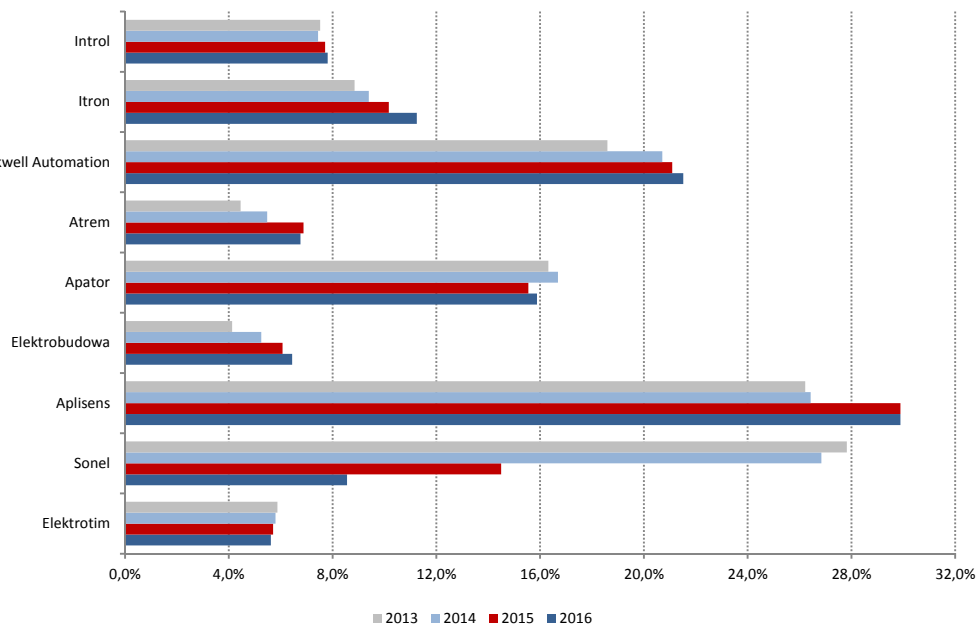
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek o zbliżonym profilu działalności (bierzemy pod uwagę zarówno typową branżę AKPiA jak i spółki budowlane, z którymi Introl konkuruje na przetargach). Dla każdego roku przypisaliśmy wagę równą 33%. Analizę oparto na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 287,0 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 10,8 PLN.**

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Itron	20,8	14,1	12,5	8,9	7,4	6,1
Rockwell Automation	18,6	17,0	15,9	11,4	10,4	9,5
Atrem	17,5	9,1	9,0	8,4	5,2	5,2
Apator	19,4	18,7	16,0	12,3	11,8	10,9
Elektrobudowa	19,0	13,3	11,8	10,7	8,3	7,0
Aplisens	17,0	13,4	13,2	9,7	7,8	7,3
Sonel	18,0	12,1	8,5	9,0	7,9	7,0
Elektrotim	12,2	11,4	10,6	5,8	5,6	5,3
Mediana	18,3	13,3	12,1	9,3	7,8	7,0
Introl	12,0	10,7	10,0	7,7	7,0	6,4
Premia/dyskonto dla Introlu	-34,5%	-19,4%	-18,1%	-17,5%	-10,5%	-8,0%
Wycena wg wskaźnika	13,3	10,8	10,6	10,7	9,8	9,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		11,6			10,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	10,77					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, szacunki własne, wg cen z 17.02.2014

Porównanie rentowności EBITDA

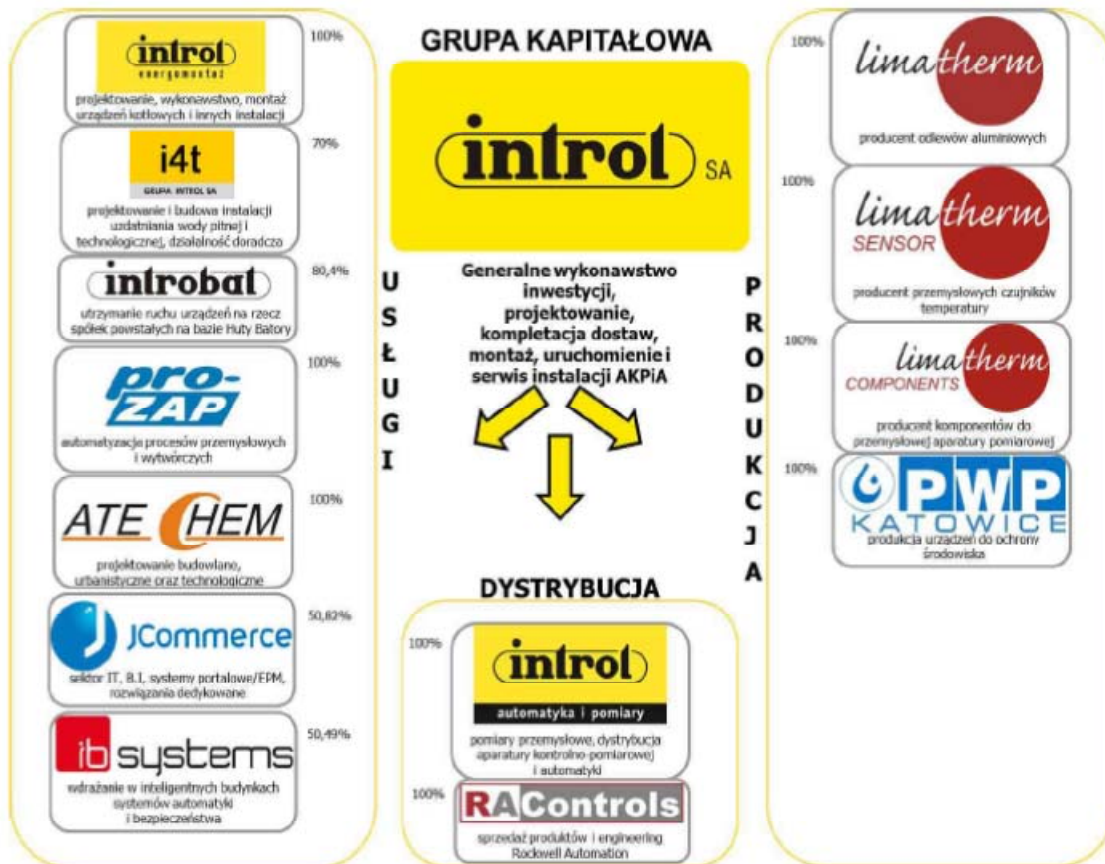


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, *Sonel – spadek marży podyktowany założoną ekspansją w segmencie inteligentnych liczników

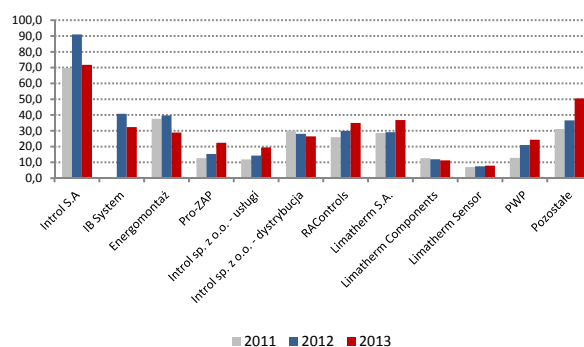
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **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, Energoaparaturę, 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) 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 były 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 grudniu 2013 sąd uwzględnił powództwo w całości i zasądził na rzecz Introlu 4,3 mln PLN (+odsetki). W lutym 2014 do sądu wpłynęła apelacja pozwanego od powyższego wyroku.

STRUKTURA GRUPY

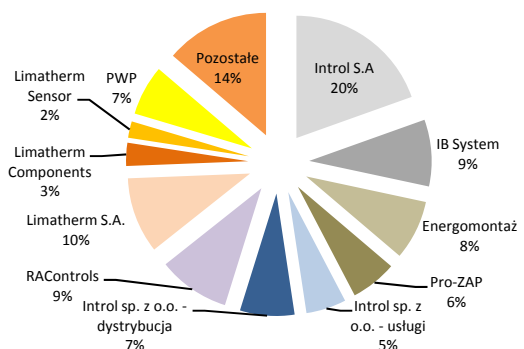


Przychody ze sprzedaży wg spółek [mln PLN]



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

Struktura przychodów ze sprzedaży wg spółek w 2013



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

W kwestii raportowanych przez spółkę wyników jednostkowych (Introl S.A.) zwracamy uwagę, że w sierpniu 2013 roku 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 4Q'13

Wyniki skonsolidowane za 4Q'2013 [mln PLN]

	4Q'12	4Q'13	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r	2013P BDM*	odchylenie	2013P spółka	odchylenie
Przychody	111,5	117,2	5,1%	365,4	367,0	0,4%	363,3	1,0%	367,0	0,0%
Wynik brutto na sprzedaż	21,0	22,2	5,7%	61,4	61,9	0,9%	60,8	1,9%	62,5	-0,9%
EBITDA	11,8	12,3	4,5%	28,9	27,6	-4,6%	26,4	4,5%	-	
EBIT	10,3	10,7	4,3%	23,2	21,4	-7,9%	20,4	4,9%	-	
Zysk brutto	9,6	10,6	10,1%	18,8	20,4	8,7%	19,1	7,0%	-	
Zysk netto	7,5	8,8	16,9%	14,3	16,3	13,8%	16,1	1,4%	17,0**	-4,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,8%	18,9%		16,8%	16,9%		16,7%		17,0%	
Marża EBITDA	10,6%	10,5%		7,9%	7,5%		7,3%		-	
Marża EBIT	9,2%	9,2%		6,4%	5,8%		5,6%		-	
Marża zysku netto	6,7%	7,5%		3,9%	4,4%		4,4%		4,6%	

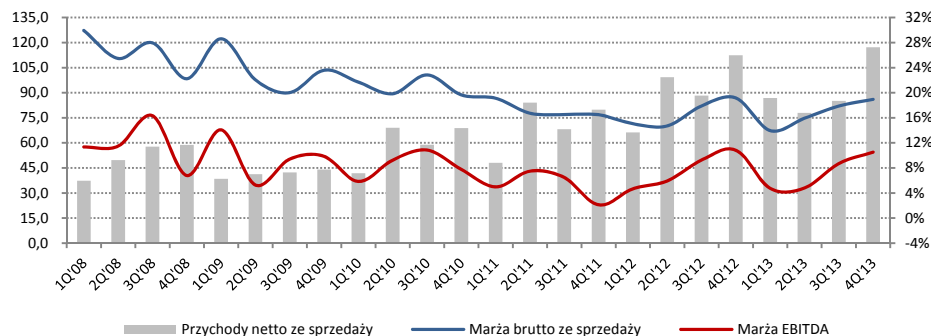
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, * prognozy z raportu „Prognozy wyników kwartalnych za 4Q'13”, **rezultat bez wyłączenia wyniku mniejszości

Prognoza roczna zarządu na 2013 rok zakładała osiągnięcie 367,0 mln PLN sprzedaży oraz 17,0 mln PLN zysku netto (bez wyłączenia wyniku dla akcjonariuszy mniejszościowych). Ostatecznie udało się wypracować 367,0 mln PLN oraz 15,9 mln PLN (16,3 mln PLN dla akcjonariuszy jednostki dominującej) – niższy od założeń wynik netto to głównie efekt przesunięć kontraktów w zależnym IB Systems na 2014 rok (poznńska spółka odnotowała stratę netto w 2013 roku).

Ogólnie jednak zaprezentowane skonsolidowane wyniki są nawet minimalnie lepsze od naszych założeń z poprzedniej rekomendacji oraz prognoz wyników na 4Q'13. W samym ostatnim kwartale ubiegłego roku spółka wypracowała 117,2 mln PLN przychodów, 12,3 mln PLN EBITDA oraz 8,8 mln PLN zysku netto. Marża brutto ze sprzedaży była porównywalna z 4Q'12 (18,9% vs 18,8% - sezonowa wysoka kontrybucja segmentu usług AKPiA oraz dystrybucji). Przy 5,1% wzroście sprzedaży koszty SG&A wzrosły o 6,3%. Saldo z pozostałej działalności wyniosło -1,2 mln PLN, natomiast saldo finansowe -0,2 mln PLN. Zadłużenie netto po 4Q'13 wynosi 17,1 mln PLN (wobec 18,1 mln PLN przed rokiem, obecnie dług netto/EBITDA=0,6x). Zwracamy uwagę, że zadłużenie przejściowo wzrosło w 1Q'14 w związku z koniecznością sfinansowania zakupu silników pod kontrakt EC Rzeszów (jednocześnie pojawiają się przychody i marża z tego tytułu).

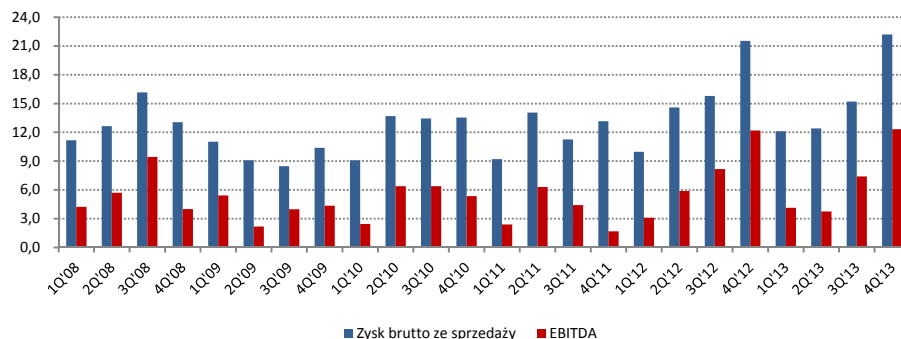
Na przestrzeni całego roku zwracamy uwagę, że z mniejszych segmentów bardzo dobre rezultaty zanotowano w segmencie produkcji odlewniczej (36,8 mln PLN sprzedaży oraz 6,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży vs 29,1 mln PLN i 1,8 mln PLN rok wcześniej). Segment, reprezentowany przez spółkę Limatherm i wytwarzający niewielkie kubaturowo odlewy aluminiowe (głównie na potrzeby odbiorców z sektora automotive a także elektromaszynowego czy petro-gaz), korzysta na ożywieniu w strefie euro (szczególnie w Niemczech). Obecnie jednak barierą stają się moce produkcyjne. Przy obecnej skali produkcji (oraz szansach na nowe zamówienia, implikowanych rozwojem głównych odbiorców) konieczne byłoby rozbudowanie zakładu w Limanowej.

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] oraz rentowność



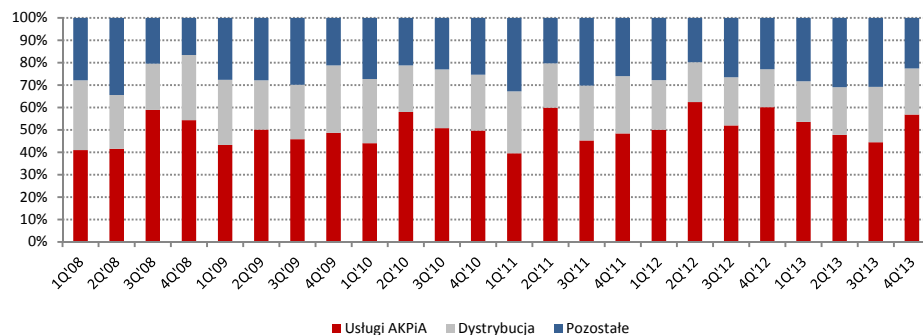
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk brutto ze sprzedaży oraz EBITDA [mln PLN]



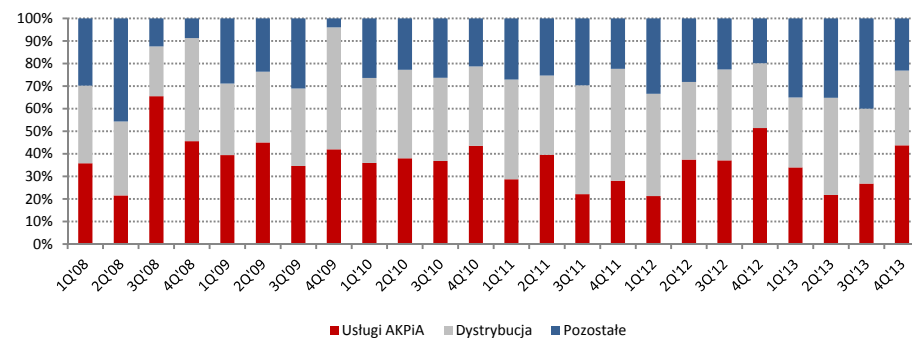
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka, *pozostałe – głównie produkcja

Struktura zysku brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka, *pozostałe – głównie produkcja

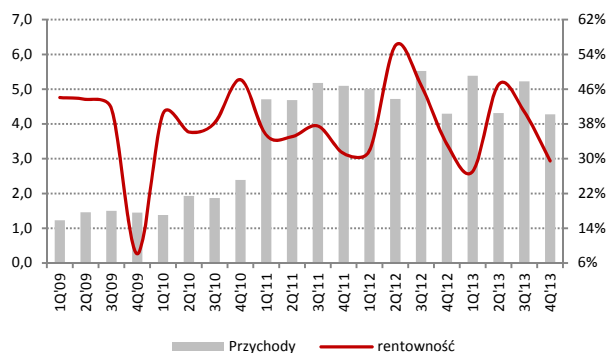
Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	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	4Q'13
Przychody	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	117,2
zmiana r/r	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%	5,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	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	22,2
rentowność	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%	18,9%
Koszty sprzedaży	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	5,2
Koszty zarządu	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	5,0
Saldo PPO/PKO	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	-1,2
EBIT	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	10,7
EBITDA	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	12,3
Produkcja AKPIA	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	4Q'13
Przychody	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	4,3
Zysk brutto ze sprzedaży	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	1,3
rentowność	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%	29,5%
Elementy odlewnicze	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	4Q'13
Przychody	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	9,5
Zysk brutto ze sprzedaży	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	1,7
rentowność	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%	17,6%
Usługi AKPIA	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	4Q'13
Przychody	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	66,6
Zysk brutto ze sprzedaży	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	9,7
rentowność	17,7%	13,0%	16,6%	17,2%	13,3%	11,0%	8,1%	9,6%	6,4%	8,8%	12,7%	16,0%	8,8%	7,3%	10,8%	14,6%
Usługi utrzymania ruchu i serwis	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	4Q'13
Przychody	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	0,9
Zysk brutto ze sprzedaży	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	0,4
rentowność	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%	42,0%
Dystrybucja	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	4Q'13
Przychody	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	24,1
Zysk brutto ze sprzedaży	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	7,4
rentowność	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%	30,5%
Urządzenia ochrony środowiska	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	4Q'13
Przychody	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	5,8
Zysk brutto ze sprzedaży	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	0,8
rentowność	-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%	13,9%
Pozostałe	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	4Q'13
Przychody	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	5,8
Zysk brutto ze sprzedaży	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	1,0
rentowność	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%	16,8%

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

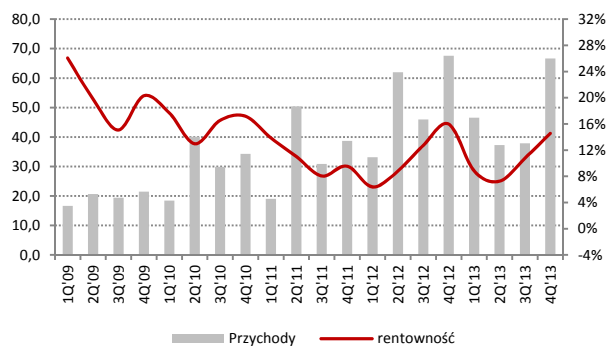
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Produkcja AKPIA [mln PLN]



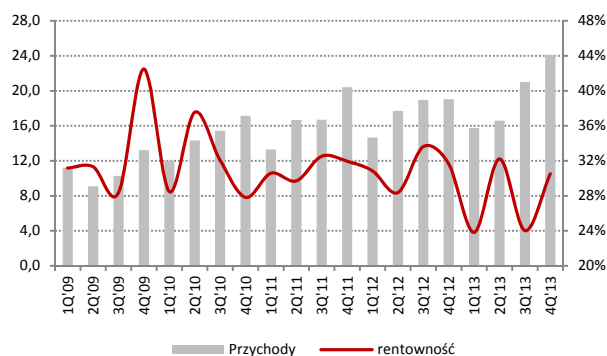
Źródło: BDM S.A., spółka

Usługi AKPIA [mln PLN]



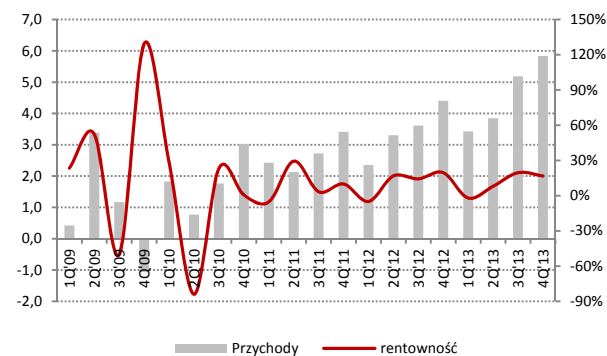
Źródło: BDM S.A., spółka

Dystrybucja [mln PLN]



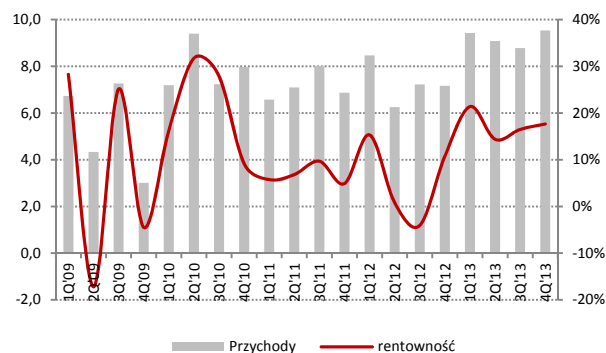
Źródło: BDM S.A., spółka

Pozostałe [mln PLN]



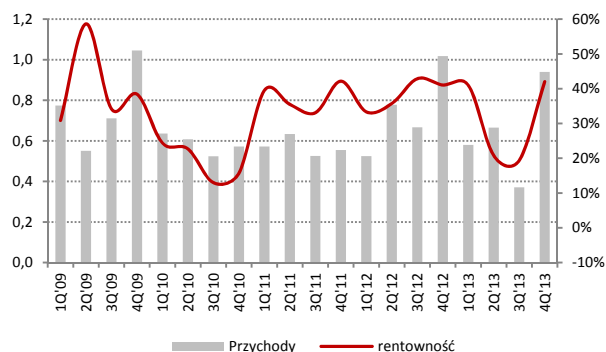
Źródło: BDM S.A., spółka

Produkcja odlewnicza [mln PLN]



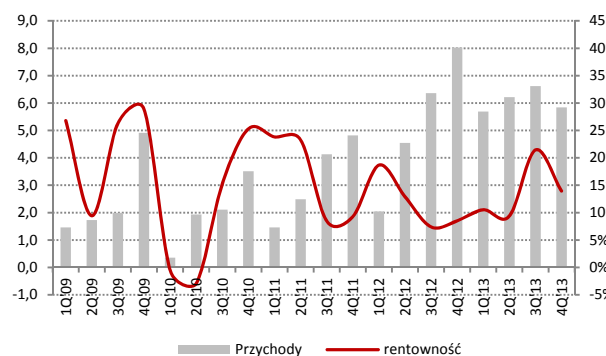
Źródło: BDM S.A., spółka

Usługi utrzymania ruchu i serwis [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Urządzenia ochrony środowiska [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

PORTFEL ZLECEŃ

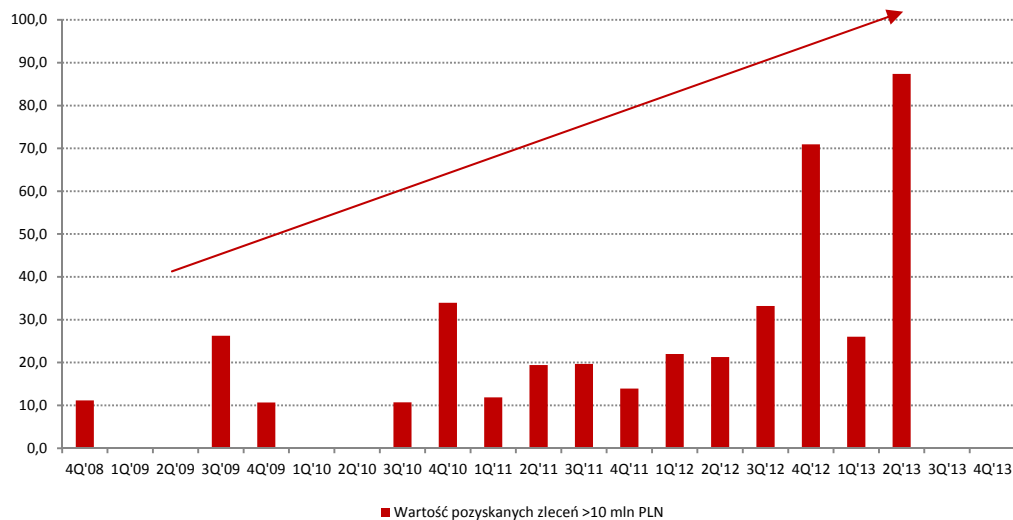
Okres 2H'12-1H'13 przyniósł pozyskanie przez Introl kilku dużych (z perspektywy spółki) zleceń, których termin realizacji przypada głównie na okres 2014-15. Zabezpiecza to spółce backlog na trudny czas w branży budowlanej (okres przejściowy pomiędzy budżetami unijnymi). Spółka pozyskuje także kompetencje 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. Obecnie celem spółki staje się pozyskanie kontraktów nawet o wartości ok. 100 mln PLN (przede wszystkim w obszarze energetyki, instalacji ekologicznych, infrastruktury okołogórnicznej, 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 szczytów I i II budynków w KW Chwałowice	8,0	2014-08
2012-06-22	Gm. Sułkowice	PWP Katowice		Rozbudowa gminnej oczyszczalni ścieków w Biertowicach	10,9	2014-09

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 2014 I KOLEJNE LATA

Oczekujemy, że okres 2014-15 powinien przynieść dobre dynamiki wyników na bazie już podpisanych umów w segmencie usługowym (EC Rzeszów, zakłady unieszkodliwiania odpadów w Koninie i Kielcach) oraz korzystnego wpływu ożywienia w przemyśle i inwestycjach na segmenty produkcyjno-dystrybucyjne. Zbudowany na przełomie 2012/13 backlog w segmencie usług budowlanych pozwala spokojnie starać się o kolejne duże kontrakty (przede wszystkim w obszarze energetyki, instalacji ekologicznych, infrastruktury okołogórnictwa, instalacji przemysłowych). Zakładamy wypracowanie 434 mln PLN przychodów oraz 19,2 mln PLN zysku netto w 2014 roku oraz wzrost tych wartości w kolejnym roku odpowiednio do 455 mln PLN i 20,7 mln PLN (prognozy uległy kosmetycznym zmianom w stosunku do poprzedniego raportu).

Na wyniki 2014 roku wyraźny wpływ będzie miał kontrakt na EC Rzeszów (87,4 mln PLN netto, zdecydowana większość księgowana w bieżącym roku). Ujęcie poszczególnych faz tego zlecenia będzie mieć wpływ na wyniki kwartalne (przychody, marża – spółka raczej konserwatywnie podchodzi do rozpoznawania marż na kontraktach budowlanych na przestrzeni roku – zwykle najwyższe marże księgowane są w ostatnim kwartale) oraz cash flow (początek roku przynosi konieczność zapłaty za dostawę silników, które stanowią istotną część zlecenia, co przełoży się na wzrost zadłużenia spółki – rozliczenie z PGE powinno przypaść na 2Q'14). Realizacja prac Introłu 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 Introłu przepływy pieniężne na tym kontrakcie są monitorowane przez zamawiającego a problemy płynnościowe generalnego wykonawcy nie mają wpływu na realizację zlecenia.

Poniżej prezentuje rozbić prognoz na 2014 rok – na razie uznajemy je za dość płynne (ujmujemy dużym prawdopodobieństwem przychodowo dostawę silników w 1Q'14 na EC Rzeszów, konserwatywnie podchodzimy na razie do marży w tym okresie, aczkolwiek spółka może tu pozytywnie zaskoczyć).

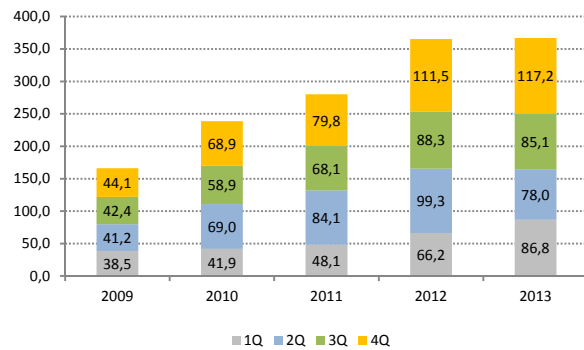
Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	2012	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2013	1Q'14P	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P	2014P
Przychody ze sprzedaży	66,2	99,3	88,3	111,5	365,4	86,8	78,0	85,1	117,2	367,0	105,6	98,2	108,5	121,7	434,1
EBITDA	3,1	5,9	8,2	11,8	28,9	4,1	3,7	7,4	12,3	27,6	4,6	4,4	9,9	13,5	32,3
EBIT	1,7	4,6	6,6	10,3	23,2	2,6	2,2	5,8	10,7	21,4	3,1	2,8	8,3	11,9	26,1
Zysk (strata) netto	0,3	2,2	4,4	7,5	14,3	1,7	2,1	3,7	8,8	16,3	2,3	2,2	5,9	8,9	19,3
Marża EBITDA	4,7%	5,9%	9,2%	10,6%	7,9%	4,8%	4,8%	8,7%	10,5%	7,5%	4,4%	4,4%	9,1%	11,1%	7,4%
Marża EBIT	2,6%	4,6%	7,5%	9,2%	6,4%	3,0%	2,8%	6,8%	9,2%	5,8%	2,9%	2,9%	7,7%	9,8%	6,0%
Marża zysku netto	0,4%	2,2%	5,0%	6,7%	3,9%	2,0%	2,7%	4,3%	7,5%	4,4%	2,2%	2,2%	5,5%	7,3%	4,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

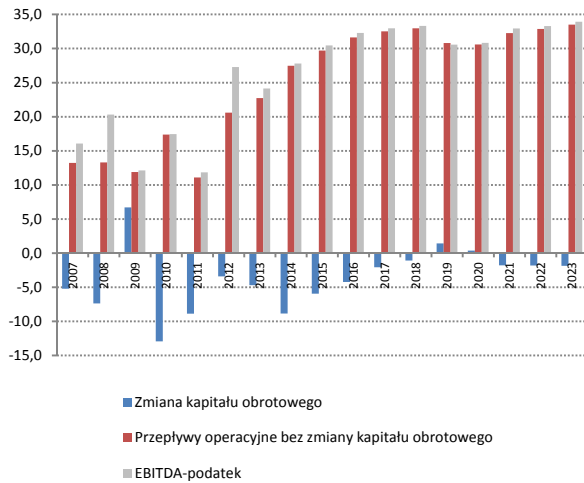
Jednocześnie spodziewamy się, że wyniki w perspektywie 2015+ mogłyby wspierać kolejne pozyskane przez spółkę duże zlecenia (zarząd Introłu deklaruje aktywność w tym zakresie na bazie zbudowanych w ostatnich kwartałach kompetencji). Zwracamy uwagę na korzystający na ożywieniu w przemyśle obszar produkcyjno-dystrybucyjny. Z bardzo dobrej strony zaprezentował się w 2013 roku segment odlewów aluminiowych (spółce poza ożywieniem w Niemczech sprzyja także korzystny kurs EUR/PLN) – dalszy rozwój w tym kierunku (perspektywa pozyskania nowych, dużych zleceń) będzie wymagać rozbudowania mocy produkcyjnych. Realizacja takiego scenariusza implikowałaby miejsce do podwyższenia naszych prognoz.

Sezonowość przychodów [mln PLN]



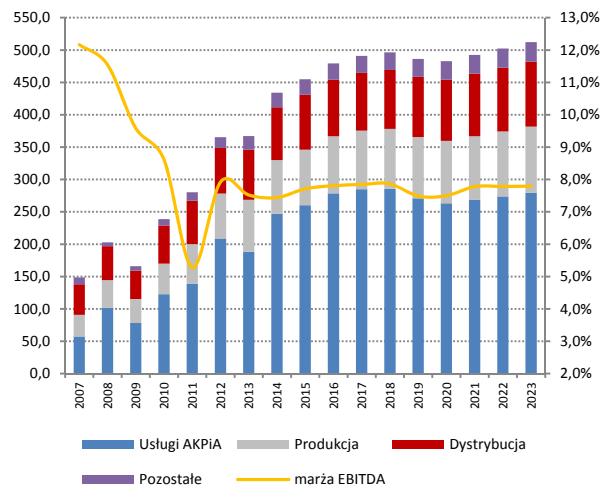
Źródło: BDM S.A., spółka

Przepływy operacyjne [mln PLN]



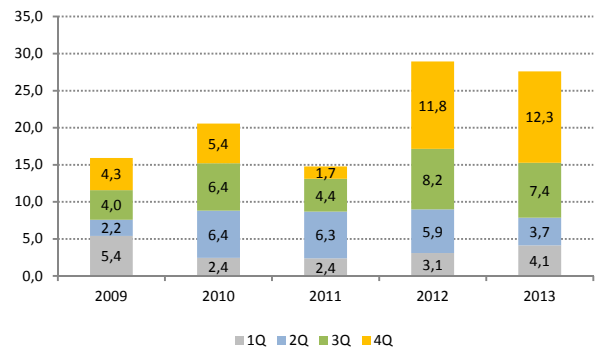
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów i marża EBITDA [mln PLN]



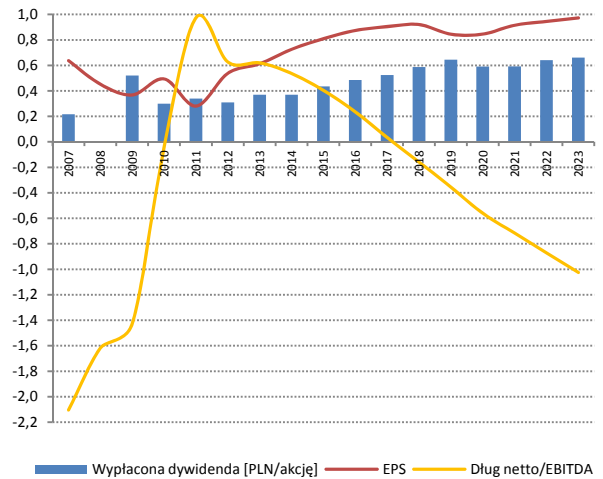
Źródło: BDM S.A., spółka

Sezonowość EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	166,1	238,6	280,2	365,4	367,0	434,1	454,8	479,3	490,9	496,5	486,4	482,8	492,5	502,3	512,4
Produkcja AKPiA	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	23,4	23,9
Elementy odlewnicze	21,3	31,8	28,6	29,1	36,8	38,7	40,2	41,6	43,0	44,2	45,2	46,1	47,0	47,9	48,9
Usługi AKPiA	78,2	122,7	139,0	208,7	188,4	247,3	260,1	278,5	284,9	285,5	271,0	263,1	268,4	273,8	279,3
Usługi utrzymania ruchu i serwis	3,1	2,3	2,3	3,0	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1
Dystrybucja	43,8	58,9	67,1	70,4	77,5	81,6	84,8	87,5	89,2	91,0	92,8	94,7	96,6	98,5	100,5
Urządzenia ochrony środowiska	10,1	7,9	12,9	21,0	24,4	24,1	25,3	25,8	26,4	26,9	27,4	28,0	28,5	29,1	29,7
Pozostałe	3,9	7,4	10,7	13,7	18,3	19,8	21,2	22,3	23,4	24,5	25,0	25,5	26,0	26,5	27,1
Zmiana r/r	-18,1%	43,6%	17,4%	30,4%	0,4%	18,3%	4,8%	5,4%	2,4%	1,1%	-2,0%	-0,7%	2,0%	2,0%	2,0%
Produkcja AKPiA	-26,0%	34,2%	159,8%	-0,7%	-1,7%	4,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Elementy odlewnicze	-5,7%	49,0%	-10,2%	2,0%	26,5%	5,0%	4,0%	3,5%	3,3%	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Usługi AKPiA	-23,3%	56,9%	13,3%	50,2%	-9,8%	31,3%	5,2%	7,1%	2,3%	0,2%	-5,1%	-2,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Usługi utrzymania ruchu i serwis	-7,9%	-24,1%	-2,3%	30,7%	-14,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dystrybucja	-16,6%	34,4%	13,9%	4,9%	10,0%	5,3%	4,0%	3,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Urządzenia ochrony środowiska	-17,6%	-21,6%	63,0%	62,6%	16,1%	-0,9%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Pozostałe	56,5%	89,1%	44,9%	27,9%	33,8%	8,3%	7,1%	5,1%	4,9%	4,7%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	39,0	49,8	47,7	61,4	61,9	70,1	74,3	77,8	79,6	80,7	78,3	78,6	81,5	83,1	84,8
Produkcja AKPiA	1,9	3,1	6,8	8,3	6,9	7,4	8,2	8,3	8,5	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4	9,6
Elementy odlewnicze	2,8	6,9	2,0	1,8	6,4	5,6	6,0	6,3	6,6	6,7	6,9	7,0	7,2	7,3	7,5
Usługi AKPiA	15,7	19,3	14,4	24,2	20,6	26,4	27,8	29,8	30,5	30,5	27,1	26,3	28,2	28,7	29,3
Usługi utrzymania ruchu i serwis	1,2	0,5	0,9	1,2	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Dystrybucja	14,9	18,5	21,0	22,0	21,5	24,9	25,9	26,7	27,2	27,8	28,3	28,9	29,5	30,0	30,6
Urządzenia ochrony środowiska	2,5	1,2	1,7	2,1	3,4	2,9	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8
Pozostałe	-0,1	0,3	0,9	1,8	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1
Marża brutto ze sprzedaży	23,5%	20,8%	17,0%	16,8%	16,9%	16,2%	16,3%	16,2%	16,2%	16,3%	16,1%	16,3%	16,5%	16,5%	16,5%
Produkcja AKPiA	34,1%	41,2%	34,8%	42,3%	35,9%	36,9%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Elementy odlewnicze	13,3%	21,7%	6,9%	6,3%	17,5%	14,4%	15,0%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Usługi AKPiA	20,1%	15,7%	10,4%	11,6%	10,9%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,0%	10,0%	10,5%	10,5%	10,5%
Usługi utrzymania ruchu i serwis	39,2%	19,3%	37,6%	38,7%	33,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Dystrybucja	34,0%	31,4%	31,3%	31,2%	27,8%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Urządzenia ochrony środowiska	24,7%	14,5%	13,3%	10,1%	14,0%	12,0%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Pozostałe	-2,6%	4,1%	8,6%	13,3%	12,2%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Koszty sprzedaży	14,0	14,3	16,1	18,1	20,8	21,7	22,6	23,3	24,0	24,5	25,0	25,5	26,1	26,6	27,1
/przychody	8,4%	6,0%	5,8%	5,0%	5,7%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Koszty zarządu	19,4	18,1	19,5	19,1	20,2	22,3	23,0	23,7	24,1	24,3	24,2	24,3	24,6	25,0	25,4
/przychody	11,7%	7,6%	7,0%	5,2%	5,5%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Zysk na sprzedaży	5,7	17,4	12,1	24,2	21,0	26,1	28,7	30,7	31,5	31,9	29,1	28,8	30,8	31,5	32,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	5,7	-1,2	-2,7	-0,9	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	11,4	16,2	9,4	23,2	21,4	26,1	28,7	30,7	31,5	31,9	29,1	28,8	30,8	31,5	32,3
EBITDA	15,9	20,6	14,8	28,9	27,6	32,3	35,1	37,4	38,5	39,1	36,4	36,2	38,3	39,1	39,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	82,8	85,4	86,6	87,8	89,0	89,9	90,6	91,1	91,2	91,4	91,4	91,4
Wartości niematerialne i prawne	7,7	7,7	8,1	8,4	8,6	8,8	9,0	9,1	9,1	9,2	9,2	9,3
Rzeczowe aktywa trwałe	66,9	66,7	67,5	68,3	69,3	70,0	70,6	70,9	71,1	71,1	71,1	71,1
Pozostałe aktywa trwałe	8,2	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Aktywa obrotowe	153,4	174,5	194,9	203,7	216,5	225,8	231,3	228,9	228,9	237,0	245,3	255,5
Zapasy	17,2	21,0	21,9	22,7	23,4	23,9	24,4	24,9	25,4	25,9	26,5	27,0
Należności krótkoterminowe	119,7	135,2	158,0	165,7	175,4	179,6	181,2	176,0	173,7	177,1	180,7	184,3
Inwestycje krótkoterminowe	16,5	17,6	14,3	14,5	17,0	21,5	24,9	27,2	29,1	33,2	37,4	43,4
- w tym środki pieniężne	15,7	16,2	13,0	13,2	15,6	20,2	23,6	25,9	27,7	31,9	36,1	42,1
Pozostałe aktywa obrotowe	0,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktywa razem	236,2	259,9	281,5	291,5	305,5	315,7	321,9	319,9	320,2	328,4	336,7	346,9
Kapitał (fundusz) własny	117,3	122,5	132,0	141,9	152,3	162,4	171,2	176,6	183,3	192,0	200,0	208,3
Kapitał mniejszości	0,6	-0,1	0,2	0,6	1,0	1,4	1,8	2,2	2,6	3,0	3,4	3,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	118,3	137,5	149,4	149,0	152,3	151,9	148,9	141,2	134,2	133,4	133,3	134,7
Rezerwy na zobowiązania	13,9	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Zobowiązania długoterminowe	7,4	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	2,9	0,5	0,5
- w tym zobowiązania oprocentowane	6,9	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	2,4	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	97,0	115,5	127,3	127,0	130,3	129,9	126,9	119,1	112,2	114,4	116,7	118,1
- w tym zobowiązania oprocentowane	26,9	28,0	25,0	22,0	19,1	16,1	12,1	7,6	2,1	2,1	2,1	1,2
Pasywa razem	236,2	259,9	281,5	291,5	305,5	315,7	321,9	319,9	320,2	328,4	336,7	346,9

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	365,4	367,0	434,1	454,8	479,3	490,9	496,5	486,4	482,8	492,5	502,3	512,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	304,0	305,1	363,9	380,5	401,5	411,3	415,8	408,0	404,3	411,0	419,2	427,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	61,4	61,9	70,1	74,3	77,8	79,6	80,7	78,3	78,6	81,5	83,1	84,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	37,2	41,0	44,0	45,6	47,0	48,0	48,9	49,3	49,8	50,7	51,6	52,5
Zysk (strata) na sprzedaży	24,2	21,0	26,1	28,7	30,7	31,5	31,9	29,1	28,8	30,8	31,5	32,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,9	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	28,9	27,6	32,3	35,1	37,4	38,5	39,1	36,4	36,2	38,3	39,1	39,9
EBIT	23,2	21,4	26,1	28,7	30,7	31,5	31,9	29,1	28,8	30,8	31,5	32,3
Saldo działalności finansowej	-4,4	-1,0	-1,8	-1,7	-1,5	-1,3	-1,1	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,2
Zysk (strata) brutto	18,8	20,4	24,3	27,1	29,2	30,2	30,8	28,3	28,3	30,6	31,5	32,5
Zysk (strata) netto mniejszości	1,0	-0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zysk (strata) netto*	14,3	16,3	19,3	21,6	23,3	24,1	24,5	22,5	22,5	24,4	25,1	25,9

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
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	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	0,4%	18,3%	4,8%	5,4%	2,4%	1,1%	-2,0%	-0,7%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA zmiana r/r	-4,6%	17,0%	8,6%	6,7%	2,9%	1,4%	-6,8%	-0,6%	5,8%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-7,9%	22,0%	10,1%	7,0%	2,6%	1,0%	-8,8%	-1,0%	7,1%	2,4%	2,4%
Zysk netto zmiana r/r	13,8%	18,5%	11,5%	8,0%	3,4%	1,9%	-8,2%	0,1%	8,3%	3,1%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	16,9%	16,2%	16,3%	16,2%	16,2%	16,3%	16,1%	16,3%	16,5%	16,5%	16,5%
Marża EBITDA	7,5%	7,4%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,5%	7,5%	7,8%	7,8%	7,8%
Marża EBIT	5,8%	6,0%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,0%	6,0%	6,3%	6,3%	6,3%
Marża brutto	5,6%	5,6%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	5,8%	5,9%	6,2%	6,3%	6,3%
Marża netto	4,4%	4,5%	4,7%	4,9%	4,9%	4,9%	4,6%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%
COGS / przychody	83,1%	83,8%	83,7%	83,8%	83,8%	83,7%	83,9%	83,7%	83,5%	83,5%	83,5%
SG&A / przychody	11,2%	10,1%	10,0%	9,8%	9,8%	9,8%	10,1%	10,3%	10,3%	10,3%	10,2%
SG&A / COGS	13,4%	12,1%	12,0%	11,7%	11,7%	11,8%	12,1%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
ROE	13,3%	14,7%	15,2%	15,3%	14,8%	14,3%	12,7%	12,3%	12,7%	12,6%	12,4%
ROA	6,3%	6,9%	7,4%	7,6%	7,6%	7,6%	7,0%	7,0%	7,4%	7,5%	7,5%
Dług	33,3	30,3	27,3	24,5	21,5	17,4	12,9	7,4	4,4	2,1	1,2
D / (D+E)	12,8%	10,8%	9,4%	8,0%	6,8%	5,4%	4,0%	2,3%	1,3%	0,6%	0,3%
D / E	14,7%	12,1%	10,3%	8,7%	7,3%	5,7%	4,2%	2,4%	1,4%	0,6%	0,3%
Odsetki / EBIT	-4,6%	-6,9%	-5,9%	-4,9%	-4,2%	-3,3%	-2,7%	-1,6%	-0,6%	0,0%	0,5%
Dług / kapitał własny	27,2%	23,0%	19,3%	16,1%	13,2%	10,2%	7,3%	4,0%	2,3%	1,0%	0,6%
Dług netto	17,1	17,3	14,1	8,8	1,3	-6,2	-12,9	-20,3	-27,4	-34,0	-40,9
Dług netto / kapitał własny	14,0%	13,1%	10,0%	5,8%	0,8%	-3,6%	-7,3%	-11,1%	-14,3%	-17,0%	-19,6%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0
Dług netto / EBIT	0,8	0,7	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3
EV	248,9	249,1	245,9	240,6	233,0	225,6	218,8	211,4	204,3	197,7	190,9
Dług / EV	13,4%	12,2%	11,1%	10,2%	9,2%	7,7%	5,9%	3,5%	2,2%	1,0%	0,6%
CAPEX / Przychody	1,0%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	60,8%	118,5%	118,4%	112,6%	110,3%	105,7%	102,3%	101,5%	100,7%	100,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	1,7%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	2,2%	1,3%	0,9%	0,4%	0,2%	-0,3%	-0,1%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,1%	14,2%	29,5%	18,3%	18,8%	20,4%	15,2%	11,5%	19,4%	19,4%	19,4%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	14,2	12,0	10,7	10,0	9,6	9,5	10,3	10,3	9,5	9,2	9,0
P/BV*	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
P/CE*	10,3	9,1	8,3	7,7	7,5	7,3	7,8	7,7	7,3	7,1	6,9
EV/EBITDA*	9,0	7,7	7,0	6,4	6,1	5,8	6,0	5,8	5,3	5,1	4,8
EV/EBIT*	11,6	9,5	8,6	7,8	7,4	7,1	7,5	7,4	6,6	6,3	5,9
EV/S*	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	4,6	5,0	5,3	5,7	6,1	6,4	6,6	6,9	7,2	7,5	7,8
EPS	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
CEPS	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
FCFPS	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0
DPS	0,37	0,37	0,44	0,49	0,52	0,59	0,64	0,59	0,59	0,64	0,66
Payout ratio	68,7%	60,4%	60,0%	60,0%	60,0%	65,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 8,70 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

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl

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	10,0	Kupuj	9,92	18.02.2014	8,70	53 331
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 1Q'14:

Kupuj	4	50%
Akumuluj	3	38%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	1	13%

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

Poszczegółne 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 18.02.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 21.02.2014 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 pełni zadania animatora rynku i emitenta dla akcji spółki.

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.