

# Integer.pl

## 106,15 Trzymaj

Analityk: Maciej Kabat

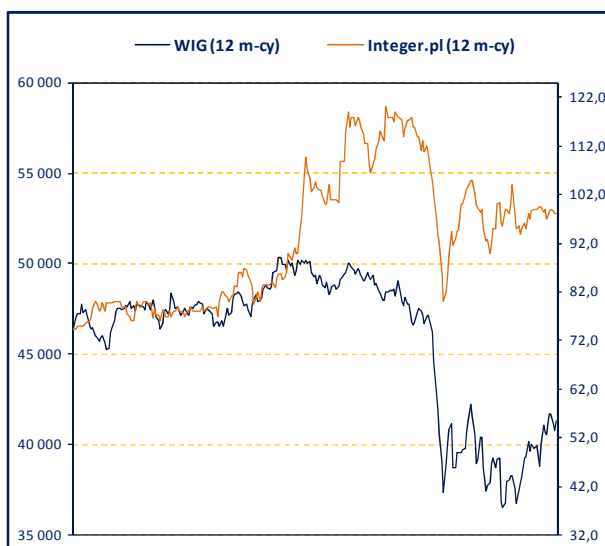
**Podstawowe dane**

Kurs bieżący (zł):	95,50
Liczba akcji (tys. szt):	5 938
Kapitalizacja (w mln zł)	567,1
Free float:	30,3%
Free float (mln zł):	171,6

Dane finansowe (tys. zł)	2010	1H 2011	2011P	2012P
Przychody operacyjne	202 379	115 561	257 105	309 054
Zysk operacyjny	23 493	14 649	32 302	45 119
<b>Zysk netto</b>	<b>16 344</b>	<b>11 635</b>	<b>24 658</b>	<b>35 769</b>
Wartość księgowa	72 889	84 459	102 786	146 775
<b>Kapitalizacja</b>	<b>473 238</b>	<b>700 654</b>	<b>567 055</b>	<b>567 055</b>
Liczba akcji (tys. szt.)	5 938	5 938	5 938	5 938
EPS (zł)	2,8	3,5	4,9	6,0
BVPS (zł)	12,3	14,2	17,3	24,7
P/E	29,0	34,1	19,6	15,9
P/BV	6,5	8,3	5,5	3,9
<b>Kurs (zł)*</b>	<b>79,70</b>	<b>118,0</b>	<b>95,50</b>	<b>95,50</b>

\* - dla danych prognozowanych kurs z dnia wydania rekomendacji, dla pozostałych lat kurs na koniec danego okresu  
 P - prognoza DM AmerBrokers

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Rafał Brzoska (przez A&R Investments Ltd.)	40,47%	40,47%
Krzysztof Kołpa (przez L.S.S. Holdings Ltd.)	9,97%	9,97%
Pioneer Pekao IM SA	8,66%	8,66%
Generali OFE	5,33%	5,33%
Nordea OFE	5,31%	5,31%
Pozostali akcjonariusze	30,26%	30,26%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>



Jedną akcję Grupy Integer.pl wyceniamy na 106,15 zł. W związku z tym, że wycena jest o 11,2% wyższa od aktualnego kursu giełdowego, **wydajemy dla Spółki rekomendację Trzymaj**.

Grupa Integer.pl należy do grona najszybciej rozwijających się Spółek notowanych na GPW biorąc pod uwagę średnią roczną stopę wzrostu przychodów [CAGR], która w latach 2007-2010 w przypadku Grupy była na poziomie 48%. Naszym zdaniem w najbliższych latach można się spodziewać utrzymania wysokiego tempa rozwoju Spółki, co jest związane z dynamicznie rosnącą liczbą dostarczanych przesyłek. W roku bieżących zakładamy, że ich liczba wyniesie **około 181 mln (+30% r/r)**.

Ważnym etapem rozwoju Grupy będzie moment liberalizacji rynku usług pocztowych, która nastąpi z początkiem 2013 roku. Całkowicie zniesiony zostanie obszar rynku zastrzeżony dotychczas dla Poczty Polskiej. W związku z tym zakładamy, że w 2013 roku liczba przesyłek dostarczonych przez Integer.pl wzrośnie o kolejne **25%, osiągając poziom około 227 mln**. Dodatkowo, liberalizacja rynku wpłynie naszym zdaniem na poprawę rentowności Grupy dzięki wyeliminowaniu części kosztów operacyjnych związanych z dostosowaniem przesyłek do wymogów obszaru zastrzeżonego.

Istotnym obszarem działalności Grupy Integer.pl jest wprowadzenie na rynek nowych, innowacyjnych rozwiązań technologicznych, które poszerzają zakres świadczonych usług i stanowią wartość dodaną dla klientów obsługiwanych w segmencie przesyłek pocztowych. Najważniejszą z tych inicjatyw jest projekt Paczkomaty, które umożliwiają nadawanie i odbieranie paczek poprzez sieć opracowanych i produkowanych przez Integer.pl urządzeń. Grupa skupia się obecnie na rozwoju tego, unikalnego na skalę europejską, projektu i można się spodziewać, że umożliwi on jej wejście w atrakcyjny segment rynku i zwiększenie rentowności w kolejnych latach.

W wycenie końcowej Spółki w większym stopniu wzięto pod uwagę wartość Spółki obliczoną metodą DCF. Jest to związane po pierwsze, z oczekiwanym, dynamicznym rozwojem Grupy w nadchodzących latach, co będzie miało wpływ na poziom generowanych przepływów pieniężnych. Ponadto, działalność Spółek porównywalnych wziętych pod uwagę w wycenie porównawczej ma dużo bardziej ustabilizowany charakter niż Grupy Integer.pl, co ma odzwierciedlenie w poziomie użytych wskaźników.

## Sytuacja w branży

## Rynek usług pocztowych w Polsce

Szacowana przez Urząd Komunikacji Elektronicznej (UKE)<sup>1</sup> wartość polskiego rynku usług pocztowych wyniosła w 2010 roku 5.761 mld i była na podobnym poziomie co w roku 2009 (5.767 mld zł). Analizując poszczególne segmenty rynku można zauważyć, że wartościowo najistotniejszym jest segment *przesyłek z korespondencją*. W 2010 roku jego wartość wyniosła 3,9 mld zł i stanowiła około 68% rynku. Drugim największym pod względem wartości jest segment *paczki i inne usługi umowne*, w ramach którego zrealizowano usługi o wartości 1,5 mld zł (26% rynku). Warto jednak zauważyć, że dane UKE dotyczące tego segmentu są niepełne, gdyż wielu operatorów nie przekazuje danych na temat tego typu usług do UKE, uważając, że świadczą je w oparciu o przepisy Prawa przewozowego, a nie Prawa pocztowego. Zdaniem ekspertów<sup>2</sup>, rzeczywista wartość segmentu *Paczki* może być nawet 2-3 krotnie wyższa. Pozostałe dwa segmenty: *przesyłki reklamowe* i *druki bezadresowe* mają po kilka procent udziału w rynku.

## Wolumen (mln sztuk) i wartość (mln zł) rynku usług pocztowych w Polsce

Rodzaj usługi	2008				2009				2010			
	wolumen	(%)	wartość	(%)	wolumen	(%)	wartość	(%)	wolumen	(%)	wartość	(%)
Przesyłki z korespondencją	1 731	32,0%	3 640	66,6%	1 766	33,0%	3 861	66,9%	1 784	31,9%	3 900	67,7%
Paczki i inne usługi umowne	80	1,5%	1 382	25,3%	79	1,5%	1 501	26,0%	79	1,4%	1 507	26,2%
Przesyłki reklamowe	191	3,5%	272	5,0%	166	3,1%	253	4,4%	156	2,8%	209	3,6%
Druki bezadresowe	3 408	63,0%	169	3,1%	3 348	62,5%	152	2,6%	3 579	63,9%	145	2,5%
Razem	5 410	100%	5 463	100%	5 359	100%	5 767	100%	5 598	100%	5 761	100%

Źródło: UKE

Na rynku usług pocztowych w Polsce systematycznie wzrasta liczba podmiotów, które prowadzą tego typu działalność. Na koniec 2010 roku, poza Pocztą Polską, do rejestru operatorów pocztowych wpisanych było 244 operatorów niepublicznych (wobec 209 zarejestrowanych na koniec 2009 roku). Nie wszyscy jednak, którzy uzyskali wpis do rejestru, faktycznie prowadzą działalność. Operatorów działających w 2010 roku było 152 (125 w 2009 roku). Większość operatorów prywatnych prowadzi swoją działalność lokalnie koncentrując się na wybranych usługach, głównie kurierskich i ekspresowych.

## Poczta Polska vs. operatorzy niepubliczni

Największym podmiotem na rynku pocztowym w Polsce jest Poczta Polska, która jako jedyna jest w stanie świadczyć usługi powszechne, będące najważniejszym obszarem jej działalności. W 2010 roku zrealizowała ona 2,1 mld usług pocztowych, co przełożyło się na prawie 4,9 mld zł przychodu. W ramach tego wykonała 1,7 mld usług powszechnych, które wygenerowały 4,3 mld zł.

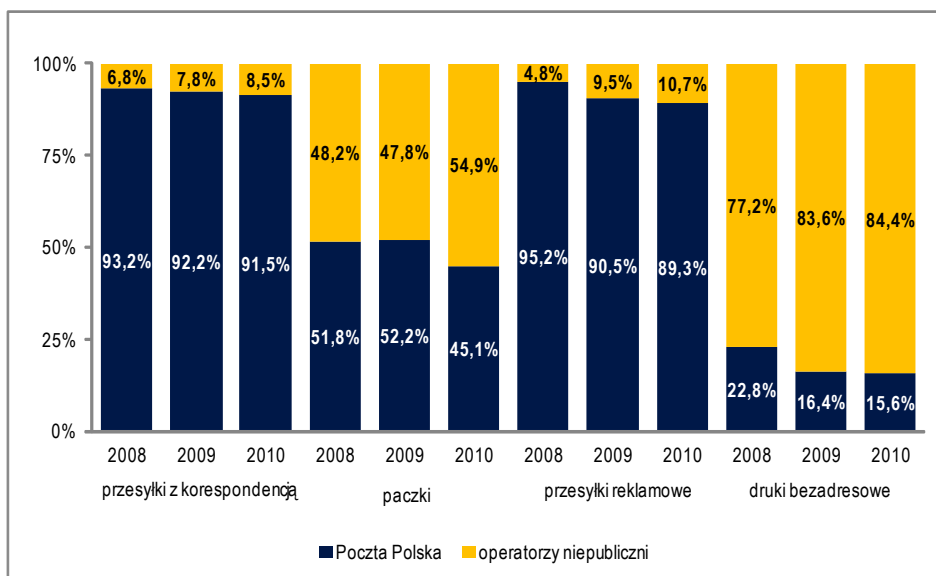
W 2010 roku operatorzy niepubliczni zrealizowali natomiast 3,5 mld usług pocztowych, co przełożyło się na ponad 1,3 mld przychodów. Spośród wspomnianej wcześniej liczby 152 operatorów prywatnych decydującą rolę odgrywa grupa 15 podmiotów, które obsługują ponad 95% przesyłek biorąc pod uwagę zarówno ich wartość jak i wolumen. Największy udział w przychodach operatorów prywatnych mają paczki, które w 2010 roku wygenerowały 60,3% przychodów w obrocie krajowym. Największy udział pod względem wolumenu mają druki bezadresowe (94,2% w 2010 roku), jednak nie odgrywają one znaczącej roli w przychodach (11,9%).

Analizując udział podmiotów działających na rynku pocztowym w poszczególnych jego segmentach można zauważyć, że w ujęciu wartościowym zdecydowanym liderem w zakresie przesyłek z korespondencją oraz przesyłek reklamowych jest Poczta Polska z udziałem w odpowiednio 91,5% i 89,3% w 2010 roku. W segmencie paczek udział operatorów niepublicznych jest wyższy i wynosi 54,9% i ze wspomnianych wcześniej powodów jest znacznie zaniżony. Podobna sytuacja ma miejsce w obszarze druków bezadresowych, gdzie zdecydowana większość przychodów, 84,4% w 2010 roku, jest generowanych przez operatorów prywatnych.

<sup>1</sup> Raport Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej o stanie usług pocztowych w Polsce w 2010 roku.

<sup>2</sup> 'Rynek pocztowy na zakręcie', Rzeczpospolita, 21.09.2011.

Wartościowa struktura rynku usług pocztowych w Polsce (2008-2010)



Źródło: UKE

**Liberalizacja i przyszłość rynku**

Rynek usług pocztowych w Polsce przechodzi obecnie proces stopniowego otwierania się na konkurencję. Systematycznie zmniejsza się obszar usług zastrzeżonych dla operatora publicznego, który obejmuje obecnie przesyłki o wadze do 50 g. Według analiz UKE, obszar zastrzeżony stanowi około 75% rynku usług pocztowych (bez uwzględnienia druków bezadresowych) i generuje około 50% przychodów.

Warunki do wzrostu konkurencyjności w sektorze zostały określone przez regulacje prawne UE, które mają na celu stworzenie jednolitego rynku unijnego. Najważniejszą rolę w tym zakresie odgrywa tzw. III Dyrektywa pocztowa z 2008 roku, która wyznaczyła termin pełnego otwarcia wspólnego rynku na 31 grudnia 2010 roku i sformułowała zasady jego funkcjonowania w warunkach liberalizacji. Polska, podobnie jak kilka innych krajów UE, skorzystała z możliwości przesunięcia terminu wdrożenia dyrektywy do końca 2012 roku, a tym samym utrzymania obszaru zastrzeżonego dla operatora publicznego. W związku z tym pełna liberalizacja rynku pocztowego nastąpi począwszy od 2013 roku.

W związku z liberalizacją sektor pocztowy stoi przed szeregiem wyzwań, których rozwiązanie będzie decydować o ostatecznym kształcie rynku. Najważniejszym z nich jest proces nowelizacji Prawa pocztowego, który trwa w Polsce od kilku lat i nie został jeszcze ostatecznie zakończony. Obecny stan prawny w tym obszarze cechuje brak precyzji i nieuporządkowanie pojęć, wobec czego występuje zjawisko swobodnej interpretacji przepisów i w konsekwencji świadczenia części usług pocztowych według przepisów Prawa przewozowego. Na rynku panuje duża niepewność, a firmy na nim działające nie są w stanie przewidzieć według jakich zasad będą działać po wprowadzeniu pełnej liberalizacji rynku.

Ważnym problemem jest także, poruszana przez operatorów prywatnych, kwestia całkowitego zniesienia monopolu Poczty Polskiej wraz z wprowadzeniem pełnej liberalizacji rynku. W założeniach nowego Prawa pocztowego istnieją zapisy, które faworyzują operatora publicznego mimo mającego nastąpić otwarcia rynku.

Przykładowo istnieje zapis faworyzujący stempel Poczty Polskiej przy przesyłkach urzędowych. Zgodnie z nim w przypadku tego rodzaju przesyłek obsługiwanych przez Poczta Polską decyduje data stempla pocztowego. W przypadku operatorów prywatnych ich stempel tej mocy nie posiada i decyduje data doręczenia, co zmniejsza konkurencyjność świadczonych przez nich usług. Istnieje także problem jednolitej stawki VAT na rynku pocztowym polegający na tym, że część usług świadczonych przez Poczta Polską jest zwolniona z podatku VAT w sytuacji gdy wszystkie usługi operatorów prywatnych obciążone są tym podatkiem. Powyższe problemy coraz częściej tematem debaty. Od ich rozwiązania zależeć będą warunki funkcjonowania operatorów pocztowych w najbliższych latach.

## Przedmiot działalności

## Rozwój Grupy

Grupa Integer.pl ('Integer.pl') jest czołowym operatorem niepublicznym działającym na polskim rynku usług pocztowo-kurierskich i kolportażowych. W skład Grupy wchodzi także spółki świadczące usługi w sektorze finansowym, na rynku telefonii komórkowej (MVNO) oraz w branży e-commerce. Integer.pl rozpoczął działalność w 1999 roku początkowo specjalizując się w kolportażu materiałów reklamowych na terenie Krakowa. Dalsze lata rozwoju Grupy polegały na zwiększaniu zasięgu działalności, aż do obszaru całego kraju i osiągnięcia pozycji lidera we wspomnianym segmencie rynku w 2004 roku.

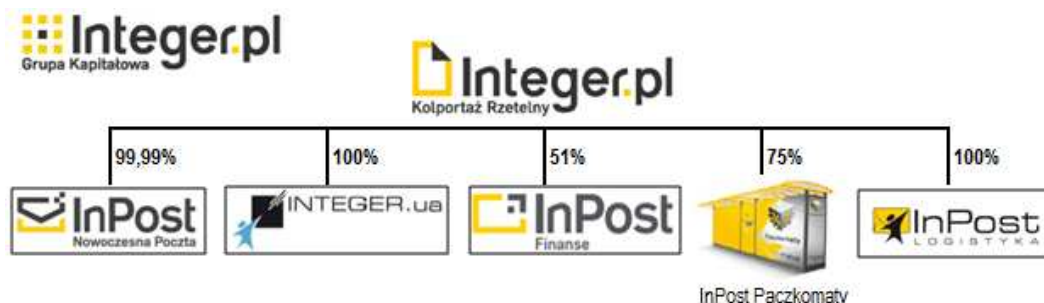
Ważnym wydarzeniem w historii Integer.pl było powołanie w 2006 roku spółki InPost – niezależnego operatora pocztowego, który w kolejnych latach zwiększał zakres świadczonych usług. W 2007 roku Grupa zadebiutowała na GPW, pozyskując w ofercie prawie 21 mln zł. W 2009 roku wprowadzono na rynek innowacyjną usługę *Paczkomaty*, umożliwiającą odbiór paczek w specjalnych urządzeniach zlokalizowanych na terenie Polski i produkowanych przez Grupę. W ciągu ponad 10 lat swojej działalności Grupa osiągnęła pozycję lidera na rynku przesyłek bezadresowych, głównego konkurenta Poczty Polskiej w zakresie przesyłek z korespondencją.

## Profil działalności

Profil działalności spółek należących do Grupy Integer.pl koncentruje się obecnie na następujących na następujących rodzajach usług:

- **usług pocztowo-kurierskich** obejmujących przesyłki o wadze powyżej 50g, świadczonych przez spółkę **InPost Sp. z o.o.**, największego niezależnego operatora pocztowego w Polsce,
- **usług kolportażu materiałów reklamowych** realizowanych przez podmiot dominujący w grupie, spółkę **Integer.pl SA** oraz na terenie Ukrainy przez spółkę zależną **Integer.ua**,
- **usług finansowo-ubezpieczeniowych** typu mobilnych płatności i e-dokumentów oferowanych przez spółkę **InPost Finanse Sp. z o.o.** – niezależnego operatora finansowego,
- **usług paczkowych** dla branży e-commerce oraz klientów indywidualnych świadczonych przez spółkę **InPost Paczkomaty Sp. z o.o.** w oparciu o własną sieć urządzeń (Paczkomatów),
- **usług logistyczno-transportowych** realizowanych przez spółkę **InPost Logistyka Sp. z o.o.**

## Struktura kapitałowa Grupy



Źródło: Integer.pl

W skład Grupy wchodzi 8 podmiotów, w tym Integer.pl S.A., która pełni rolę spółki dominującej wobec pozostałych. W powyższej strukturze uwzględniono spółki objęte skonsolidowanym sprawozdaniem finansowym za rok 2010. W skład Grupy wchodzi dodatkowo: **InMobile Sp. z o.o.**, wirtualny operator komórkowy oraz **E-InPost Sp. z o.o.**, działająca w obszarze e-commerce zarządzająca usługą InFlavo - platformą umożliwiającą firmom prowadzenie sprzedaży produktów przez serwis Facebook.com.

## Sytuacja przychodowa

Potwierdzeniem dynamicznego rozwoju Grupy Integer.pl w ostatnich latach jest notowany przez nią szybki wzrost przychodów ze sprzedaży. W 2007 roku, kiedy Spółka debiutowała na GPW osiągnęły one poziom 62,1 mln zł i od tego czasu wzrosły do 202,4 mln zł w 2010 roku, co daje średnią roczną stopę wzrostu przychodów (CAGR 2007-2010) na poziomie 48%.

Szczególnie wysoki wzrost skonsolidowanych przychodów miał miejsce w ubiegłym roku, kiedy wzrosły one o około 49% (66,5 mln zł) r/r osiągając wspomniany wyżej poziom. Źródłem tego były przede wszystkim wyższe przychody uzyskane przez spółkę InPost w segmencie usług pocztowych (+53,2 mln zł, 69% r/r) dzięki pozyskaniu nowych klientów biznesowych.

W 2010 roku Grupa odnotowała również wzrost przychodów w segmencie kolportażu materiałów reklamowych (+11,1 mln, 35% r/r). Wyższa sprzedaż w tym obszarze to podobnie jak wcześniej efekt pozyskania kilku znaczących odbiorców i utrzymania współpracy z dotychczasowymi klientami w 2010 roku. W 1H br. wysokie tempo wzrostu przychodów Grupy Integer.pl zostało utrzymane.

#### Struktura skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży Grupy Integer.pl

Rodzaj działalności	2009		2010		1H 2010		1H 2011		zmiana 1H '11/ 1H '10
	wartość	udział	wartość	udział	wartość	udział	wartość	udział	
Usługi pocztowe, paczkomatowe, konfekcjonowania*	77 240	56,8%	130 442	64,4%	55 621	58,7%	85 983	74,4%	54,6%
Kolportaż materiałów reklamowych**	32 086	23,6%	43 212	21,3%	19 638	20,7%	21 094	18,3%	7,4%
Przychody ze sprzedaży towarów ***	14 558	10,7%	15 626	7,7%	8 619	9,1%	4 352	3,8%	-49,5%
Pozostałe ****	11 990	8,8%	13 119	6,5%	10 800	11,4%	4 132	3,6%	-61,7%
<b>Razem</b>	<b>135 874</b>	<b>100%</b>	<b>202 399</b>	<b>100%</b>	<b>94 678</b>	<b>100%</b>	<b>115 561</b>	<b>100%</b>	<b>22,1%</b>

\*wysyłka paczek, usługi sortowania listów, \*\* kolportaż materiałów reklamowych obejmuje kolportaż bezadresowy i adresowy  
\*\*\*sprzedaż towarów wykorzystywanych przy konfekcjonowaniu przesyłek pocztowych przez firmy zewnętrzne, \*\*\*\* sprzedaż licencji, powierzchni reklamowych i innych.

Źródło: Integer.pl

Analizując strukturę przychodów Grupy można zauważyć, że najważniejszą rolę w sprzedaży odgrywa segment usług pocztowych i paczkomatowych. W ubiegłych latach przychody z tego typu usług stanowiły około 60% skonsolidowanych przychodów, zaś w 1H br. udział ten przekroczył 70%. Podmiotem, który działa w tym segmencie jest spółka InPost, która w 2010 roku zanotowała prawie dwukrotny wzrost doręczeń przesyłek z poziomu 75 mln w 2009 roku do 139,6 mln w 2010 roku, co przełożyło się na wspomniany wzrost przychodów. W drugim co do wielkości obszarze działalności - Segmencie dystrybucji materiałów reklamowych można mówić o stabilizacji. Po dużym wzroście w ubr. generuje on obecnie około 40 mln zł przychodów, co stanowi około 20% udział w strukturze sprzedaży Grupy.

#### Wprowadzenie nowych usług

Ważnym obszarem działalności Grupy Integer.pl jest wprowadzenie na rynek nowych, innowacyjnych rozwiązań technologicznych, które poszerzają zakres świadczonych usług i/lub stanowią wartość dodaną dla klientów obsługiwanych głównie w segmencie przesyłek pocztowych.

Najważniejszym z nich są Paczkomaty InPost – urządzenia umożliwiające nadawanie i odbieranie paczek poprzez sieć opracowanych i produkowanych przez Integer.pl, urządzeń dostępnych w całej Polsce. O konkurencyjności tego rozwiązania decyduje ich całodobowa dostępność, niższa, w stosunku do ceny usługi kurierskiej cena, szybkość realizacji usługi oraz możliwość skorzystania z opcji dostawy do Paczkomatu wprowadzonej przez największych sklepów internetowych oraz platformę Allegro. Do końca 2011 roku usługa będzie świadczona w Polsce przez około 600 paczkomatów. Grupa prowadzi także międzynarodową ekspansję usługi podpisując kontrakty na dostawę i uruchomienie urządzeń dla zagranicznych operatorów pocztowych (obecnie paczkomaty dostępne są w 6 krajach: Estonii, Rosji, Hiszpanii, na Cyprze i w Arabii Saudyjskiej).

Pozostałe innowacyjne rozwiązania stworzone przez Integer.pl to m.in. usługa *mobilne płatności* umożliwiająca opłacanie rachunków za pośrednictwem SMS, usługa *Power Post* oparta na systemie poczty hybrydowej oraz usługa *InFlavo* umożliwiająca klientom Grupy sprzedaż produktów za pośrednictwem serwisu Facebook.com. Usługi te przyczyniają się do wzrostu konkurencyjności podstawowych usług świadczonych przez Grupę oraz umożliwiają jej wzrost udziałów w dynamicznie rozwijającym się rynku e-commerce oraz social-shopping.

#### Strategia rozwoju

Strategia rozwoju Grupy Integer.pl na lata 2011-2013 zakłada wzrost udziału w rynku usług pocztowych do 18-20% poprzez zwiększanie liczby doręczanych listów do poziomu 220-250 mln przesyłek w 2012 roku aż po osiągnięcie 280-300 mln listów w 2013 roku. Grupa zamierza także zdobyć pozycję lidera w sektorze e-commerce poprzez rozwój nowych usług z tego obszaru, w tym zwiększania sieci Paczkomatów, docelowo do 1000 maszyn w całej Polsce oraz wprowadzanie urządzeń na kolejne rynki zagraniczne. Grupa będzie też rozwijać i promować pozostałe, usługi niestandardowe, a zamierzeniem Zarządu jest wzrost ich udziału w przychodach do około 30% w najbliższych latach.

Strategia rozwoju Integer.pl obejmuje także zwiększenie sieci Punktów Obsługi Klienta spółki InPost poprzez uruchamianie oddziałów agencyjnych i franszysowych w kolejnych miastach Polski. Planowany jest także rozwój segmentu dystrybucji bezadresowej na rynku ukraińskim, a celem strategicznym jest zdobycie 10-15% udziałów w sektorze kolportażu druków bezadresowych na Ukrainie.

Sytuacja finansowa

**Bilans**

Suma bilansowa Grupy Integer.pl wzrosła w okresie 31.12.2009 – 30.06.2011 o 76,1 mln zł (+53%), co po stronie aktywów, było spowodowane wyraźnym wzrostem rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych w związku z prowadzonymi przez Grupę inwestycjami dotyczącymi projektu Paczkomatów oraz realizowanymi projektami unijnymi. Jednocześnie, w analizowanym okresie miał miejsce wzrost aktywów obrotowych o 28,8 mln zł (+43%), co przede wszystkim jest wynikiem wzrostu należności handlowych oraz pozostałych aktywów finansowych.

Bilans, w tys. zł	31.12.09	31.12.10	31.03.11	30.06.11	struktura		
					31.12.09	31.12.10	30.06.11
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>76 694</b>	<b>122 551</b>	<b>122 635</b>	<b>123 997</b>	<b>53,2%</b>	<b>61,3%</b>	<b>56,3%</b>
Wartość firmy	1 402	1 402	1 402	1 402	1,8%	1,1%	1,1%
Pozostałe wartości niematerialne	7 653	18 960	18 281	20 289	10,0%	15,5%	16,4%
Rzeczowe aktywa trwałe	64 220	93 608	92 152	91 671	83,7%	76,4%	73,9%
Inwestycje w jednostkach zależnych	-	180	180	295	-	0,1%	0,2%
Inne długoterminowe aktywa finansowe	-	4 427	4 719	5 031	-	3,6%	4,1%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	1 921	2 296	4 339	3 662	2,5%	1,9%	3,0%
Inne aktywa trwałe	1 498	1 678	1 562	1 647	2,0%	1,4%	1,3%
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>67 571</b>	<b>77 358</b>	<b>81 258</b>	<b>96 405</b>	<b>46,8%</b>	<b>38,7%</b>	<b>43,7%</b>
Zapasy	1 808	2 024	3 146	4 045	2,7%	2,6%	4,2%
Pozostałe aktywa finansowe	4 694	5 103	16 004	17 227	6,9%	6,60%	17,87%
Należności handlowe i inne	41 408	47 413	54 192	62 438	61,3%	61,3%	64,8%
Inne aktywa obrotowe	4 063	1 349	1 273	1 648	6,0%	1,7%	1,7%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	15 598	21 469	6 643	11 047	23,1%	27,8%	11,5%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>144 265</b>	<b>199 909</b>	<b>203 893</b>	<b>220 402</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>56 370</b>	<b>72 889</b>	<b>77 722</b>	<b>84 459</b>	<b>39,1%</b>	<b>36,5%</b>	<b>38,3%</b>
Kapitał zakładowy	5 938	5 938	5 938	5 938	10,5%	8,1%	7,0%
Kapitał zapasowy	41 912	49 950	49 950	56 873	74,4%	68,5%	67,3%
Zyski zatrzymane	8 486	16 792	21 632	21 504	15,1%	23,0%	25,5%
Udziały nie dające kontroli	34	209	202	144	0,1%	0,3%	0,2%
<b>ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>87 895</b>	<b>127 020</b>	<b>126 171</b>	<b>135 943</b>	<b>60,9%</b>	<b>63,5%</b>	<b>61,7%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe razem</b>	<b>14 959</b>	<b>57 954</b>	<b>60 292</b>	<b>71 906</b>	<b>17,0%</b>	<b>45,6%</b>	<b>52,9%</b>
Długoterminowe kredyty i pożyczki	6 332	22 702	25 676	34 745	42,3%	39,2%	57,6%
Pozostałe rezerwy długoterminowe i ppo	5 548	31 051	31 054	33 768	37,1%	53,6%	56,0%
Zobowiązania długoterminowe	3 079	4 201	3 562	3 393	20,6%	7,2%	5,6%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe razem</b>	<b>72 936</b>	<b>69 066</b>	<b>65 879</b>	<b>64 037</b>	<b>83,0%</b>	<b>54,4%</b>	<b>47,1%</b>
Zobowiązania handlowe i inne	20 646	26 495	10 316	16 043	28,3%	38,4%	25,1%
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	38 903	34 648	33 415	25 594	53,3%	50,2%	40,0%
Bieżące zobowiązania podatkowe	4 842	3 301	5 262	6 778	6,6%	4,8%	10,6%
Rezerwy krótkoterminowe i przychody przyszłych okresów	8 545	4 622	16 886	15 622	11,7%	6,7%	24,4%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>144 265</b>	<b>199 909</b>	<b>203 893</b>	<b>220 402</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Analizując strukturę pasywów Grupy, można zauważyć, że swoją działalność finansuje ona w przeważającym stopniu kapitałem obcym. Na koniec 2009 i 2010 zobowiązania i rezerwy na zobowiązania stanowiły około 60% pasywów. Wyraźny wzrost zobowiązań długoterminowych w ubr. spowodowany był przeprowadzoną emisją obligacji długoterminowych oraz zwiększeniem zadłużenia długoterminowego. W związku z dynamicznym rozwojem Grupy, a co za tym idzie z wysokimi nakładami inwestycyjnymi, Grupa zwiększyła, od początku 2010 roku do końca 2Q 2011 roku, zadłużenie o około 15,1 mln zł do poziomu około 60,3 mln zł. Jednak jego obecna wysokość i struktura (konwersja długu krótkoterminowego na długoterminowy) przyjmują obecnie akceptowalne wartości.

**Rachunek zysków i strat**

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy od kilku lat charakteryzują się wysokim tempem wzrostu (CAGR 48%). Dodatkowo, Spółce udaje się utrzymać kontrolę nad kosztami operacyjnymi, które rosną wolniej niż przychody. Dzięki temu możliwa jest poprawa rentowności operacyjnej Spółki. Wysoka dynamika przychodów na poziomie 22% r/r została utrzymana w 1H br., co, biorąc pod uwagę, że działalność spółki InPost charakteryzuje występująca w 4Q sezonowość, daje podstawy do oczekiwania bardzo dobrych wyników Grupy w całym 2011 roku.

(w tys. zł)					zmiana	
	2009	2010	1H 2010	1H 2011	2010/2009	1H '11/1H '10
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>135 874</b>	<b>202 379</b>	<b>94 678</b>	<b>115 561</b>	48,9%	22,1%
Amortyzacja	3 733	10 506	4 684	6 764	181,4%	44,4%
Zużycie materiałów i energii	3 671	4 715	1 797	2 523	28,4%	40,4%
Usługi obce	76 938	113 148	49 953	67 064	47,1%	34,3%
Podatki i opłaty	755	1 059	576	760	40,3%	31,9%
Wynagrodzenia	21 681	35 404	16 924	18 408	63,3%	8,8%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 834	2 870	1 471	1 466	56,5%	-0,3%
Pozostałe koszty rodzajowe	2 668	5 129	4 165	1 716	92,2%	-58,8%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	11 226	9 875	4 719	5 451	-12,0%	15,5%
Pozostałe przychody operacyjne	3 183	8 162	2 982	4 695	156,4%	57,4%
Pozostałe koszty operacyjne	4 218	4 342	1 284	1 455	2,9%	13,3%
<b>Koszty operacyjne ogółem</b>	<b>126 724</b>	<b>187 048</b>	<b>85 573</b>	<b>105 607</b>	47,6%	23,4%
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>12 333</b>	<b>23 493</b>	<b>12 087</b>	<b>14 649</b>	90,5%	21,2%
Przychody finansowe	3 407	888	352	1 822	-73,9%	417,6%
Koszty finansowe	2 497	4 101	2 913	2 391	64,2%	-17,9%
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>13 243</b>	<b>20 280</b>	<b>9 526</b>	<b>14 080</b>	53,1%	47,8%
Podatek dochodowy	2 964	3 761	2 136	2 510	26,9%	17,5%
Zysk/strata akcjonariuszy mniejszościowych	-127	175	-40	-65	-	-
<b>Zysk (strata) netto*</b>	<b>10 406</b>	<b>16 344</b>	<b>7 430</b>	<b>11 635</b>	57,1%	56,6%

\*zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

## Analiza wskaźnikowa

Analiza wskaźników finansowych Integer.pl wskazuje na dobrą kondycję finansową Grupy. Systematycznie poprawia się rentowność jej działalności mierzona wszystkimi z zaprezentowanych poniżej wskaźników rentowności. Na uwagę zasługuje zwłaszcza poprawa marży netto w 1H br. o 2 pp. w stosunku do wskaźnika w 2010 roku i przekroczenie 10% rentowności netto.

Wskaźniki rentowności	2009	2010	1H 2011
Wskaźnik rentowności EBITDA	11,8%	16,8%	18,5%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	9,1%	11,6%	12,7%
Wskaźnik rentowności brutto	9,7%	10,0%	12,2%
Wskaźnik rentowności netto	7,7%	8,1%	10,1%
Wskaźnik rentowności aktywów - ROA*	7,2%	8,2%	9,3%
Wskaźnik rentowności kapitału własnego - ROE*	18,5%	22,4%	24,3%
Wskaźniki płynności			
Kapitał obrotowy [tys. zł]	-5 365	8 292	32 368
Wskaźnik bieżący	0,93	1,12	1,51
Wskaźnik płynności szybkiej	0,90	1,09	1,44
Wskaźniki zadłużenia			
Wskaźnik zadłużenia ogólnego	60,9%	63,5%	61,7%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	155,9%	174,3%	161,0%
Dług netto/EBITDA	1,84	1,06	1,28
Dług netto [tys. zł]	29 637	35 881	49 292
Wskaźniki rotacji			
Rotacja należności (w dniach)	110	79	101
Rotacja zobowiązań (w dniach)	55	42	26

\*dla 1H 2011 wskaźniki obliczone na podstawie danych narastających za ostatnie 4Q

Źródło: opracowania własne na podstawie danych ze Spółki

Korzystnie też wygląda sytuacja w zakresie płynności Grupy. Dzięki wzrostowi wartości aktywów obrotowych wskaźniki bieżącej płynności i płynności szybkiej przekraczają 1. Mimo wspomnianego wcześniej wzrostu zadłużenia, wskaźnik dług netto/EBITDA w 1H br. jest na bezpiecznym dla Spółki poziomie.

## Wycena Spółki

**Metoda dochodowa** Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o prognozy DM AmerBrokers i dotyczy lat 2012-2016.

## Założenia do prognoz

## Prognozowane wskaźniki (dane w tys. zł)

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	202 379	257 105	309 054	367 320	427 346	464 741	485 222
Zmiana przychodów	48,9%	27,0%	20,2%	18,9%	16,3%	8,8%	4,4%
EBITDA	33 999	45 830	60 000	88 410	102 158	108 380	111 043
Marża EBITDA	16,8%	17,8%	19,4%	24,1%	23,9%	23,3%	22,9%
EBIT	23 493	32 302	45 119	72 041	84 153	88 574	90 246
Marża operacyjna	11,6%	12,6%	14,6%	19,6%	19,7%	19,1%	18,6%
Zysk (strata) netto	16 344	24 658	35 769	58 896	69 900	74 902	77 762
Marża zysku netto	8,1%	9,6%	11,6%	16,0%	16,4%	16,1%	16,0%
P/Sales	2,8	2,2	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	15,0	13,4	10,1	6,7	5,7	5,3	5,0
P/E	29,0	19,6	15,9	9,6	8,1	7,6	7,3
P/BV	6,5	5,5	3,9	2,6	1,8	1,4	1,1

Źródło: opracowanie DM AmerBrokers, P- Prognoza DM AmerBrokers, prognozowane wskaźniki na podstawie aktualnego kursu giełdowego

Prognoza wyników finansowych Grupy Integer.pl zakłada utrzymanie wysokiego tempa wzrostu skonsolidowanych przychodów w latach 2011-2014. Kluczowym obszarem odpowiedzialnym za wzrost wyników pozostanie segment usług pocztowych i paczkomatowych, w którym następować będzie systematyczny wzrost wolumenu doręczonych przesyłek. Zakładamy, że w roku bieżącym Grupa obsłuży około 181 mln przesyłek (+30% r/r), zaś w przyszłym około 227 mln (+25%).

Na wzrost przychodów w latach 2013-2014 dodatkowo wpłynie otwarcie rynku pocztowego, co będzie związane ze wzrostem dostarczonych przesyłek o odpowiednio 30% i 25% we wspomnianych latach. Zakładamy też, że w całym jej okresie prognozy działalność Grupy będzie kontynuowana w ramach obecnej struktury działalności, bez uwzględnienia ewentualnych przeprowadzonych przez Grupę akwizycji ani sprzedaży jej aktywów.

Prognoza zakłada poprawę rentowności operacyjnej w nadchodzących latach, która będzie możliwa dzięki wzrostowi znaczenia w działalności Grupy nowych usług, które charakteryzują się wyższą rentownością. Zakładamy, że największa poprawa rentowności operacyjnej będzie miała miejsce wraz z wprowadzeniem liberalizacji rynku usług pocztowych dzięki wyeliminowaniu przez Spółkę części kosztów operacyjnych związanych z dostosowaniem przesyłek do wymogów obszaru zastrzeżonego. Zakładamy też, że zmiany te wpłyną na uzyskanie dodatkowej marży operacyjnej na poziomie około 15 mln zł począwszy od 2013 roku. Poprawa rentowności netto w całym okresie będzie natomiast związana z założonym, stopniowym ograniczaniem zadłużenia Grupy i spadkiem kosztów finansowych.

W wycenie uwzględnione zostały planowane wydatki inwestycyjne na poziomie około 50 mln zł, które poniesione zostaną w 2012 i 2013 roku i dotyczyć będą przede wszystkim projektu zwiększania sieci paczkomatów oraz uruchamianiem oddziałów obsługi klienta spółki w kolejnych miastach Polski.

Dodatkowo zakładamy, że w związku charakterem działalności Grupy rezydujący wzrost FCF po okresie prognozy został przyjęty na poziomie 1,5%. W wycenie uwzględniono też prognozowany na koniec 2011 poziom długu netto.

## Wycena metodą DCF (dane w tys. zł)

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2016P+
Zysk operacyjny	45 119	72 041	84 153	88 574	90 246	90 246
- opodatkowanie EBIT	8 573	13 688	15 989	16 829	17 147	17 147
<b>NOPLAT</b>	<b>36 546</b>	<b>58 354</b>	<b>68 164</b>	<b>71 745</b>	<b>73 099</b>	<b>73 099</b>
+ Amortyzacja	14 881	16 369	18 006	19 806	20 797	20 797
- Zmiana kapitału pracującego	-5 889	-6 605	-6 805	-4 239	-2 322	-464
<b>Nadwyżka operacyjna</b>	<b>45 538</b>	<b>68 117</b>	<b>79 365</b>	<b>87 312</b>	<b>91 574</b>	<b>93 432</b>
- Wydatki inwestycyjne	44 881	36 369	18 906	20 797	21 836	20 797
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>657</b>	<b>31 749</b>	<b>60 459</b>	<b>66 515</b>	<b>69 738</b>	<b>72 635</b>
współczynnik dyskonta	91,6%	83,7%	76,2%	69,2%	62,8%	62,8%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>602</b>	<b>26 560</b>	<b>46 044</b>	<b>46 039</b>	<b>43 820</b>	
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	25,9%	16,0%	9,3%	5,0%	2,2%	2,2%
<b>WACC</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>
Suma DCF 2012-2016	163 065					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%					
Wartość rezydualna 2016+ (RV)	851 868					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	535 269					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>909 334</b>					
Dług netto	46 187					
<b>Wartość 100% akcji</b>	<b>863 147</b>					
Liczba akcji (tys. szt)	5 938					
<b>Wartość 1 akcji, w zł</b>	<b>145,37</b>					

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Wartość 1 akcji Grupy Integer.pl wyliczona metodą dochodową wynosi 145,37 zł.

Analiza  
wrażliwości

## Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	1,0%	127,72	131,67	136,03	140,86	146,25
	0,5%	131,29	135,63	140,44	145,81	151,84
	0,0%	135,23	140,02	<b>145,37</b>	151,36	158,15
	-0,5%	139,60	144,92	150,89	157,65	165,34
	-1,0%	144,48	150,42	157,14	164,80	173,61

Źródło: opracowanie AmerBrokers

**Metoda porównawcza**

Wycena porównawcza polega na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Grupy Integer.pl w odniesieniu do wybranych Spółek o podobnym profilu działalności notowanych na giełdach światowych.

**Wycena porównawcza Grupy Inmteger.pl na dzień 8 listopada 2011**

Spółka	Kurs	EV/EBITDA	P/EBIT	P/E	P/BV	
Deutsche Post AG	EUR	10,68	5,0	5,7	9,8	1,3
Austrian Post AG	EUR	21,54	4,8	8,9	11,5	2,3
FedEx Corporation	\$	81,93	5,8	10,9	17,9	1,7
United Parcel Service Inc.	\$	70,46	9,1	10,5	17,0	8,4
Mediana spółek porównywalnych		5,40	9,74	14,28	1,98	
Integer.pl	95,50 zł	13,38	17,55	23,00	5,52	
Wycena 1 akcji Integer.pl. (w zł)		33,93	53,01	59,28	34,30	
Wagi		0,20	0,30	0,30	0,20	
Wycena 1 akcji Integer.pl. (w zł) - średnia ważona						47,33

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek

Wskaźniki dla spółek porównywalnych zostały obliczone na podstawie wyników finansowych narastających za ostatnie 4Q oraz danych bilansowych na koniec czerwca br. Warto zauważyć, że działalność Spółek porównywalnych wziętych pod uwagę w wycenie porównawczej cechuje dużo bardziej ustabilizowana działalność niż Grupy Integer.pl, co ma odzwierciedlenie w poziomie odpowiednich wskaźników.

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe spółek z sektora usług pocztowych, **wartość 1 akcji Integer.pl wynosi obecnie 47,33 zł.**

**Końcowa wycena**

W celu uzyskania końcowej wyceny Integer.pl obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Dla wyceny porównawczej przyjęto wagę 0,4 zaś dla dochodowej wagę 0,6. Jest to związane z oczekiwanym przez nas dynamicznym rozwojem Grupy w kolejnych latach, co będzie miało wpływ na poziom generowanych przepływów pieniężnych. W związku z tym, naszym zdaniem, wycena metodą DCF lepiej odzwierciedla realną wartość Spółki.

**Wycena końcowa Grupy Integer.pl**

	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,60	145,37
Metoda porównawcza	0,40	47,33
<b>Wycena bez uwzględnienia dyskonta</b>	<b>1,00</b>	<b>106,15</b>

Źródło: opracowanie własne

Wyznaczona w ten sposób **wycena jednej Grupy Integer.pl wynosi 106,15 zł.** W związku z tym, że wycena ta jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 11,2%, **wydajemy dla Spółki rekomendację Trzymaj.**

## Analiza techniczna

## Komentarz

Kurs Spółki znajdował się w długoterminowym trendzie wzrostowym, w wyniku którego osiągnął, pod koniec czerwca br., historyczny szczyt - poziom 120 zł. Od tego czasu miała miejsce silna przecena na akcjach Spółki w czasie której doszło do przełamania linii trendu wzrostowego i spadku kursu do poziomu lokalnego minimum - 80 zł za akcje. Od tego czasu kurs wszedł w trend boczny i konsoliduje się w przedziale 90-105 zł.

## Wykres



Źródło: Metastock spółki Equis International

## Informacje dodatkowe

**Zastrzeżenia prawne** Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, została przygotowana przez Departament Corporate Finance. Jest ona skierowana do klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego AmerBrokers i jest udostępniana nieodpłatnie.

Analiza została przygotowana przez jej autora z wykorzystaniem najlepszej wiedzy i z zachowaniem należytej staranności, w celu osiągnięcia rzetelności i obiektywności, jak również z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jej treść. Rekomendacja nie została ujawniona emitentowi instrumentów finansowych, do których się odnosi. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby odpowiedzialne za sporządzenie rekomendacji nie jest zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitenta instrumentów finansowych, dokonywanych przez Dom Maklerski AmerBrokers S.A.

Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument.

Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. z 2006 r., Nr 90, poz. 631). Powielanie bądź publikowanie niniejszej analizy lub jej części bez pisemnej zgody DM AmerBrokers jest zabronione.

Dane prezentowane w niniejszym dokumencie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM AmerBrokers za wiarygodne i rzetelne, jednakże DM AmerBrokers nie może zagwarantować ich dokładności, poprawności i pełności. Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie itp.

**Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie**

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję  
 EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję  
 P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję  
 P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję  
 EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję  
 BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję  
 EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
 ROA - stopa zwrotu z aktywów  
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne  
 FCF - wolne przepływy pieniężne  
 NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 PV - wartość bieżąca  
 RV - wartość rezydualna  
 EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

**Metody wyceny**

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

**Metoda dochodowa** (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

**Metoda porównawcza** bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

**Metoda dywidendowa** bazuje na szacunkach dotyczących wielkości i przyroście dywidend wypłacanych przez spółkę. Podstawowym założeniem jest w tym przypadku fakt, że zmiany rynkowej ceny akcji nie są istotne dla inwestora i to nie na nich chce on zarabiać. W przypadku wyceny spółki metodą dywidendową przyjmuje się, że jedynym przychodem otrzymywanym przez akcjonariusza są dywidendy. Wadą tej metody jest duża wrażliwość na koszt kapitału oraz stopę wzrostu dywidendy

Przyjęte przez autora analizy założenia przy wycenie spółki, mogą okazać się nietrafne. Niektóre z tych założeń bardzo mocno wpływają na końcową wycenę spółki. W związku z tym istnieje ryzyko odmiennego zachowania kursu spółki w porównaniu z jej

wyceną wykonaną przez DM AmerBrokers.

**Rekomendacja** Datą pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą. W stosunku do poprzedniej rekomendacji nie wystąpiły istotne zmiany dotyczące metod i podstaw wyceny, przyjętych przy ocenie spółki oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji. W przeciwnym wypadku zostało to wyraźnie wskazane w treści rekomendacji.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

**Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji** **KUPUJ** - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

**SPRZEDAJ** - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

**TRZYMAJ** - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądzymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

**REDUKUJ** - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, ale w mniejszym stopniu niż przy rekomendacji SPRZEDAJ. Oznacza to, że akcje spółki mogą tracić na wartości, w związku z czym zalecamy zmniejszenie udziału walorów tej spółki w portfelu.

**NEUTRALNIE** - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

**Wykaz rekomendacji** **Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 6 miesięcy:** w ciągu ostatnich 6 miesięcy dla spółki nie były wydawane rekomendacje.

**Rekomendacje wydane w 3Q 2011 roku**

**Rekomendacje wydane przez DM AmerBrokers w 3Q 2011 roku**

	Kupuj	Trzymaj	Neutralnie	Redukuj	Sprzedaj
<b>Liczba rekomendacji</b>	5	2	4	0	0
<b>Udziały procentowy</b>	45%	18%	36%	0%	0%

**Powiązania** **Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką:** powiązania nie występują.

**Nadzór** Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

## Kontakty

**DEPARTAMENT  
RYNKU  
WTÓRNEGO:**

**Zbigniew Starzycki**  
tel. 22 397 60 10  
zbigniew.starzycki@amerbrokers.pl

**Janusz Bobrowski**  
tel. 22 397 60 12  
janusz.bobrowski@amerbrokers.pl

**Krzysztof Boryczko**  
tel. 22 397 60 13  
krzysztof.boryczko@amerbrokers.pl

**Paweł Kwiatkowski**  
tel. 22 397 60 11  
pawel.kwiatkowski@amerbrokers.pl

**Kamil Czapnik**  
tel. 22 397 60 15  
Kamil.czapnik@amerbrokers.pl

**DEPARTAMENT  
CORPORATE  
FINANCE:**

**Łukasz Rosiński**  
tel. 22 397 60 24  
lukasz.rosinski@amerbrokers.pl  
Branże: budownictwo, deweloperzy, przemysł: materiałów budowlanych, metalowy

**Maciej Kabat**  
tel. 22 397 60 22  
maciej.kabat@amerbrokers.pl  
Branże: przemysł: chemiczny, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, drzewny, usługi inne

**Robert Kurowski**  
tel. 0 663 933 490  
robert.kurowski@amerbrokers.pl  
Branże: telekomunikacja, IT, media, przemysł spożywczy, hotele i restauracje, ubezpieczenia, banki, rynek kapitałowy, finanse inne

**Renata Miś**  
**tel. 22 397 60 25**  
renata.mis@amerbrokers.pl  
Branże: handel detaliczny, handel hurtowy, przemysł: elektromaszynowy, farmaceutyczny, lekki, paliwowy, energetyka, przemysł inne