

Relpol

kupuj

przemysł elektromaszynowy

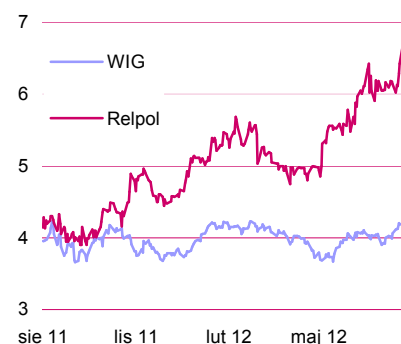
poprzednia rekomendacja: -----

Cena: 6.7

Cena docelowa: 8.7

Widoczne efekty restrukturyzacji

Relpol jest producentem sprzętu do sterowania procesami przemysłowymi. Ponad 2/3 przychodów ze sprzedaży generują przełączniki magnetyczne. Spółka sprzedaje też gniazda wtykowe, przełączniki czasowe, interfejsowe, cyfrowe zabezpieczenia i wiele innych produktów. Kurs spółki znajduje się w trwającym od października ubiegłego roku trendzie wzrostowym, który wywindował kurs powyżej 6.5 PLN. Mimo tak znaczących wzrostów spółka notowana jest wciąż przy niskich wskaźnikach. Annualizowany wskaźnik P/E dla rezultatów kwartalnych jest na poziomie 6.5 (mediana dla grupy porównawczej na 2012 r. to 11.9), zaś P/BV wynosi 0.97. Biorąc pod uwagę stabilny portfel zamówień oraz brak przesłanek, przemawiających za pogorszeniem wyników w następnych kwartałach, uważamy, że istniejące dyskonto jest nieuzasadnione i wydajemy dla spółki rekomendację kupuj.



Poprawa wyników efektem restrukturyzacji

Osiągnięcie dodatniego wyniku operacyjnego w IQ 2011 r. i późniejsza stopniowa poprawa wyników po 10 kwartałach generowania strat były możliwe dzięki sprzyjającej koniunkturze na produkty spółki, ale również rozpoczęciu w 2010 roku procesu restrukturyzacji i kontynuowaniu go w kolejnych okresach. Podjęto takie działania, jak: zamknięcie nierentownych spółek zależnych, znaczne zredukowanie i ciągłe kontrolowanie stanów magazynowych, przeniesienie produkcji z Litwy na Ukrainę, podnoszenie rentowności kontraktów handlowych, poszerzanie bazy odbiorców, modyfikacje technologiczne produktów i procesów produkcyjnych celem obniżenia kosztów wytworzenia, renegocjacje umów z dostawcami oraz skuteczne poszukiwanie nowych dostawców, zmiany w organizacji działań handlowych, jak również wprowadzanie nowych produktów.

Lepsza koniunktura na rynku

Poprawiające się stopniowo od IIIQ 2012 r. wyniki finansowe są efektem nie tylko przeprowadzonej restrukturyzacji, ale również utrzymującej się dodatniej dynamice sprzedaży, którą udało się osiągnąć dzięki zdobyciu nowych klientów. Po spowolnieniu gospodarczym z 2008 roku w światowej gospodarce zostały zmniejszone moce produkcyjne w branży przełączników. Wraz z powrotem koniunktury i przy odbudowie popytu terminy realizacji dostaw u konkurentów zaczęły się znacząco wydłużać, na czym skorzystał Relpol oferując terminowe dostawy. Relpolowi udało się także zwiększyć efektywność sprzedaży.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	3.9/7.04
Liczba akcji (mln)	9.6
Kapitalizacja (mln PLN)	64.4
EV (mln PLN)	61.7
Free float (mln PLN)	24.4
Średni obrót (tys. PLN)	88.5
Główny akcjonariusz	Adam Ambroziak
% akcji, % głosów	32.99, 32.99
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	8.4% 34.5% 61.8%
Zmiana rel. WIG (%)	4.4% 24.0% 56.2%

Wojciech Woźniak

(022) 598 26 58

wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2010	89.2	-6.6	-1.7	-6.6	-8.0	-0.8	-0.3	5.5	-	1.2	0.0	-	-	-
2011	113.1	9.1	13.2	8.8	6.9	0.7	1.1	6.3	9.3	1.1	0.0	6.3	4.4	12.1
2012p	119.9	10.4	14.0	10.3	8.4	0.9	1.2	7.2	7.7	0.9	3.0	5.1	3.8	12.8
2013p	124.7	10.6	14.3	10.7	8.7	0.9	1.3	7.9	7.4	0.8	3.6	4.6	3.4	11.9
2014p	129.7	10.8	14.6	11.1	9.0	0.9	1.3	8.6	7.2	0.8	3.8	4.0	3.0	11.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN,

Podsumowanie inwestycyjne

Analiza SWOT

Mocne strony

- Silna pozycja na polskim rynku przekaźników
- Przeprowadzona restrukturyzacja, poprawiająca marże brutto na sprzedaży
- Pozyskanie nowych klientów, dzięki terminowości dostaw
- Dywersyfikacja rynków zbytu, produktów, odbiorców oraz dostawców

Słabe strony

- Uzależnienie od koniunktury gospodarczej
- Wysoka ekspozycja walutowa

Szanse:

- Wzrost popytu na przekaźniki wraz z inwestycjami w odnawialne źródła energii
- Szanse na wygranie kolejnych przetargów w obszarze ochrony radiologicznej
- Inwestycje w zwiększenie mocy produkcyjnych oraz w nowoczesne produkty
- Koniec ery tanich chińskich przekaźników

Zagrożenia:

- Spadek zapotrzebowania na przekaźniki ze strony motoryzacji, elektroniki konsumenckiej i rynku AG
- Ponowne problemy z eksportem na wschód

Wyniki I kwartału

W I kw. 2012 r. półce udało się wypracować lepszy aż o 38.2% r/r wynik operacyjny przy zwiększeniu przychodów jedynie o 11.3%, dzięki wyższej marży brutto na sprzedaży towarów (28.2% wobec 21.7% w II'Q 2011 r.). Było to wynikiem ograniczenia kosztów produkcji (zmiany organizacyjne, standaryzacja materiałów oraz przeniesienie części produkcji z Litwy na Ukrainę), a także owocem likwidacji nierentownych spółek. Lepszy wynik na poziomie przychodów oraz poziomie operacyjnym to również rezultat wzrostu popytu, lepszej rentowności sprzedaży, zdolności spółki do szybkiego odbudowania mocy produkcyjnych oraz wzrostu cen prekaźników. Ceny surowców, wykorzystywanych w procesie produkcji (miedź, srebro, złoto) były dodatkowo na niższych poziomach niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Spółce, jako eksporterowi (66% obrotów z zagranicą), sprzyjała również słabość polskiej waluty. Silny dolar zmniejszył również konkurencyjność wyrobów z Chin. Za wzrost sprzedaży w całym półroczu o 7.6% odpowiada sprzedaż wyrobów i usług (+22% r/r), które stanowią obecnie 71% sprzedaży grupy i charakteryzują się wyższą marżowością od sprzedaży towarów i materiałów.

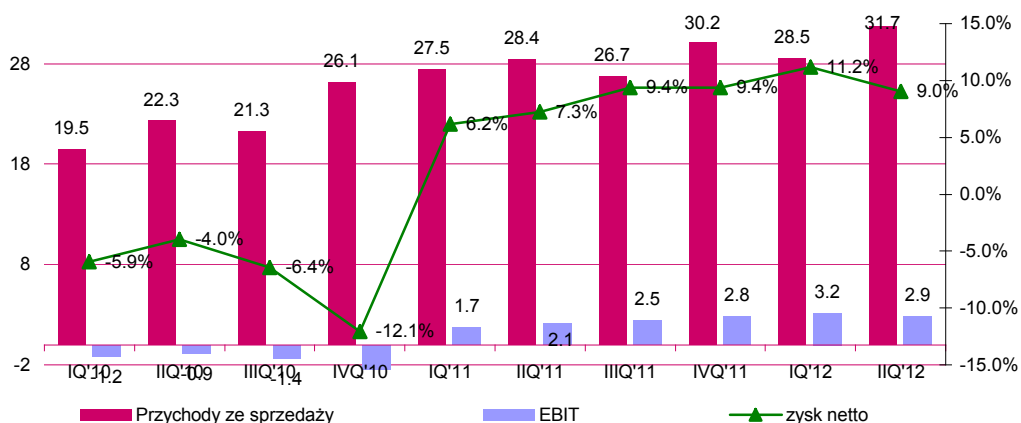
Od początku 2011 roku Relpol systematycznie poprawia swoje wyniki finansowe. To efekt restrukturyzacji, dzięki której ograniczono koszty działalności spółki i grupy kapitałowej. Przeprowadzono między innymi renegotjacje cen części umów usługowych, wprowadzono alternatywnych i korzystniejszych cenowo dostawców materiałów i surowców, wprowadzono zmiany technologiczne i organizacyjne w procesie produkcji. Wzrost przychodów to natomiast rezultat większego popytu na rynku prekaźników oraz zdobycia nowych klientów.

Skonsolidowane wyniki półroczne Relpolu

	II kw. 2012	II kw. 2011	zmiana I-II kw. 2012	I-II kw. 2011	zmiana	
Przychody	31.7	28.4	11.3%	60.1	55.9	7.6%
EBITDA	3.9	3.0	29.2%	8.2	5.8	42.3%
EBIT	2.9	2.1	38.3%	6.0	3.8	60.9%
Zysk netto	2.5	1.2	106.6%	5.3	2.3	127.0%
Marże						
Marża EBITDA	12.4%	10.7%		13.6%	10.3%	
Marża EBIT	9.0%	7.3%		10.0%	6.7%	
Marża netto	7.8%	4.2%		8.7%	4.1%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

Kwartalne przychody i EBIT (mln PLN)



Źródło: ZPUE

Działalność spółki Relpol

Działalność spółki

Przedmiotem działalności spółki jest produkcja sprzętu do sterowania procesami przemysłowymi, a w szczególności produkcja przekaźników elektromagnetycznych i gniazd do przekaźników, energetyki i ciepłownictwa. Relpol zajmuje się także produkcją zabezpieczeń linii energetycznych średniego napięcia oraz projektowaniem, wytwarzaniem i instalowaniem systemów monitoringu promieniowania radioaktywnego.

Grupa kapitałowa

W skład grupy wchodzi obecnie 3 zakłady produkcyjne:

- Relpol S. A. w Żarach- jednostka dominująca (zatrudniający 422 osoby) - produkcja przekaźników miniaturowych, plastikowych i metalowych części, obsługa logistyczna
- DP Relpol Altera w Czerniachowie na Ukrainie (zatrudniający 294 osoby) - Produkty elektroniczne i krótkie serie linii montażowych
- Relpol Elektronik w Mirosławicach (zatrudniający 49 osób) - produkty elektroniczne i krótkie serie linii montażowych.

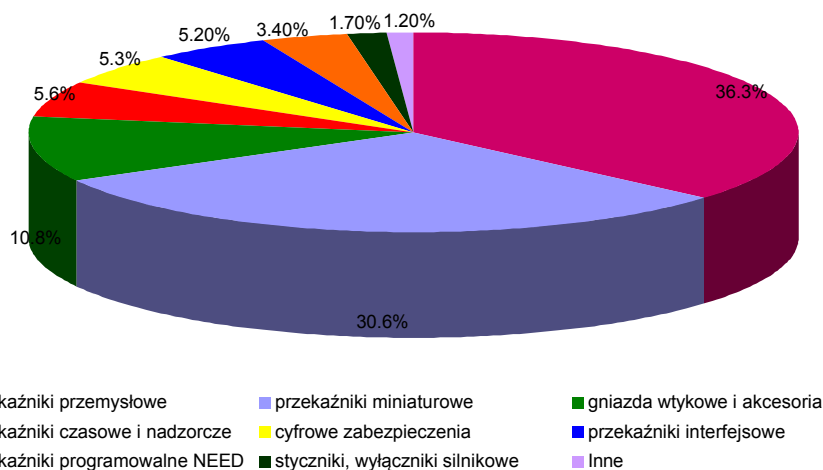
W strukturach grupy znajdują się również 3 spółki handlowe:

- Relpol Eltim w Sankt Petersburgu (60% udziałów)
- Relpol M w Mińsku (80% udziałów)
- Relpol Altera w Kijowie (51% udziałów)

Struktura asortymentowa sprzedaży

Ponad 2/3 przychodów ze sprzedaży generują przekaźniki przemysłowe oraz miniaturowe. W ostatnim czasie rośnie sprzedaż oraz popyt na te drugie, stąd spółka podejmuje działania w celu zwiększenia ich produkcji (nowe linie produkcyjne).

Struktura sprzedaży towarów i materiałów



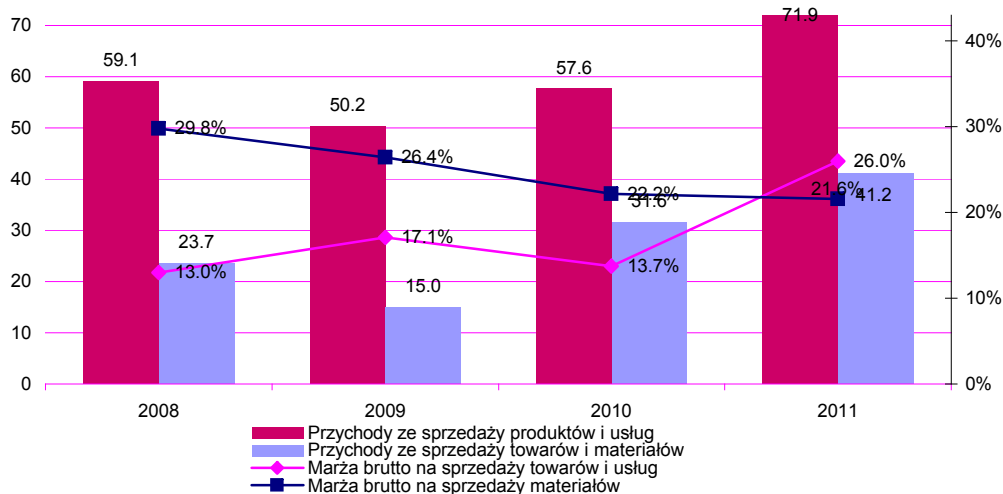
Źródło: Relpol

Produkty Relpolu znajdują następujące zastosowania:

- ❑ przekaźniki przemysłowe stosowane są w układach automatyki urządzeń i linii technologicznych oraz przemysłowych układach bezpieczeństwa i sygnalizacji
- ❑ przekaźników miniaturowych używa się w układach sterowania światłami, układach sygnalizacji ostrzegawczej i zabezpieczeń
- ❑ przekaźniki elektroniczne i przełączniki znajdują zastosowanie w różnych układach elektronicznych i telekomunikacyjnych, urządzeniach pomiarowych, urządzeniach medycznych, transportowych itp.
- ❑ przekaźniki czasowe, wykorzystywane są w systemach sterujących układy napędowe,
- ❑ przekaźniki programowalne o używane w układach sterowania w przemyśle i gospodarstwie domowym,
- ❑ gniazda i akcesoria do gniazd,
- ❑ systemy cyfrowe zabezpieczeń, automatyki, pomiaru, sterowania, rejestracji i komunikacji, wykorzystywane w rozdzielniach średniego napięcia.
- ❑ systemy służące do monitoringu promieniowania radioaktywnego

W strukturze rzeczowej sprzedaży decydującą rolę ogrywa sprzedaż produktów i usług. Marża brutto wykazuje dla nich tendencję wzrostową, w przeciwieństwie do sprzedaży towarów i materiałów. W pierwszym półroczu 2012 r. tendencja ta została utrzymana, a przychody ze sprzedaży produktów i usług osiągnęły już 42.8 mln PLN, stanowiąc 71% całej sprzedaży (63.6% w 2011 r.).

Struktura rzeczowa przychodów ze sprzedaży



Źródło: Relpol

Rynek przekaźników

Przemysł, w którym używa się układów elektronicznych i elektrycznych, niezmiennie generuje popyt na przekaźniki elektromagnetyczne. Są one produktem trudnym do zastąpienia ze względu na fakt, iż ciężko jest znaleźć alternatywne podzespoły o dobrych parametrach i umiarkowanej cenie. Producenci starają się dostosować konstrukcję przekaźników do potrzeb rynkowych, dzięki czemu popyt na te produkty nie słabnie i zależy w dużej mierze od sytuacji makroekonomicznej i dynamiki wzrostu nakładów inwestycyjnych.

Po kryzysie gospodarczym rozpoczętym w 2007 roku koniunktura na rynku przekaźników była nienajlepsza, stąd wiele firm zdecydowało się na obniżenie mocy produkcyjnych. Wraz z ożywieniem gospodarczym w 2010 i 2011 r. popyt ponownie zaczął przybierać na sile, stąd przy mniejszym potencjale wytwórczym czas oczekiwania na przekaźniki znacząco się wydłużył. Doszło do sytuacji, gdzie od niektórych dostawców, zamówienia trzeba było składać z ponad półrocznym wyprzedzeniem. Czas dostawy w pewnym momencie stał się czynnikiem dużo istotniejszym od ceny i jakości produktów. Na tym fakcie zyskał Relpol, który dzięki terminowym dostawom produktów zwiększył przychody i zdobył nowych klientów.

Coraz mniej opłacalne staje się również importowanie przekaźników z Chin, gdyż koszty pracy, po wprowadzeniu nowych regulacji do chińskiego kodeksu pracy, zwiększyły się i będą stopniowo rosły również w następnych latach. Zwiększyła się również automatyzacja procesów produkcji w europejskich zakładach. Chińskie firmy, produkujące przekaźniki, obecnie oferują produkty w cenach tylko nieznacznie niższych od europejskich producentów (szczególnie w segmencie przekaźników średniozaawansowane technicznie), stąd zostają one stopniowo wypierane z rynku przez europejskich dostawców. Widelki cenowe pomiędzy najlepszymi i najtańszymi markami zawężyły się i wyrzuciły na margines firmy chińskie o mało znanych markach.

Rozwój rynku przekaźników jest uzależniony od wielu lat od ich zastosowań przemysłowych. Przemysł wykorzystuje przekaźniki w wielu miejscach instalacji, w urządzeniach i maszynach oraz komponentach automatyki przemysłowej. Rośnie nieustannie skomplikowanie procesów produkcji, stąd coraz szersze wykorzystanie urządzeń i sprzętu technicznego. W ramach modernizacji starszych zakładów i linii produkcyjnych kupowane są nowe maszyny i budowane do nich instalacje i systemy. Trwałość przekaźników jest ograniczona, więc po pewnym czasie niezbędna jest ich wymiana w celu zapewnienia ciągłości produkcji.

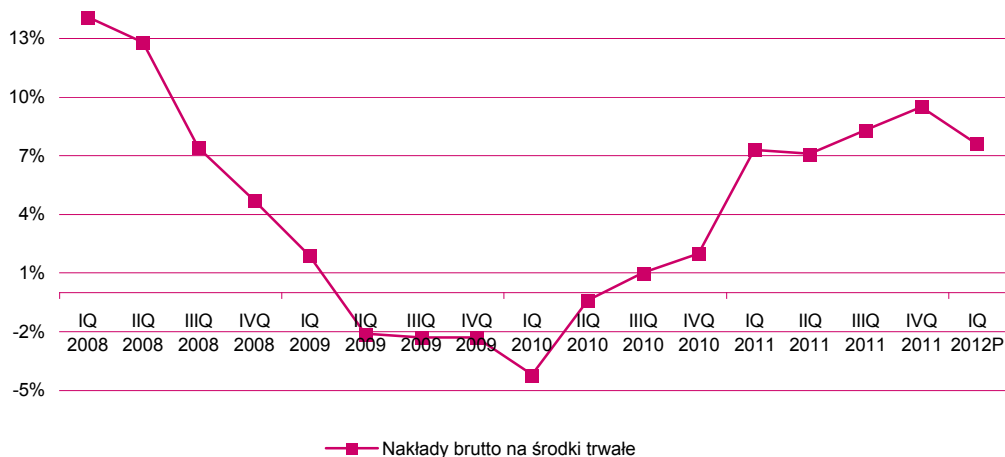
Trendy na rynku

Przekaźniki elektromagnetyczne są obecnie wypierane z rynku przez przekaźniki elektroniczne, cechujące się dużą trwałością. Znajdują one zastosowanie w trudnych aplikacjach. Coraz większą rolę zaczynają także odgrywać wymiary przekaźników. Na rynku widoczna jest tendencja do miniaturyzacji wszystkich typów przekaźników, za którym podąża również Relpol, zwiększając moce produkcyjne w tym obszarze.

Czynniki wpływające na wyniki

Duży wpływ na wyniki spółki ma otoczenie makroekonomiczne, a szczególnie istotny jest poziom nakładów na inwestycje rzeczowe. Wraz z poprawą sytuacji makroekonomicznej w polskiej, a także europejskiej gospodarce w ostatnich kwartałach widoczna jest również poprawa wyników spółki. Mimo kolejnej fali spadku aktywności inwestycyjnej obserwowanej w ostatnim czasie i przez to również nieco słabszemu popytowi na przekaźniki, spółce udaje się utrzymać wyniki porównywalne r/r dzięki pozyskaniu nowych kontrahentów.

Nakłady brutto na środki trwałe kwartalnie (ceny stałe, r/r)

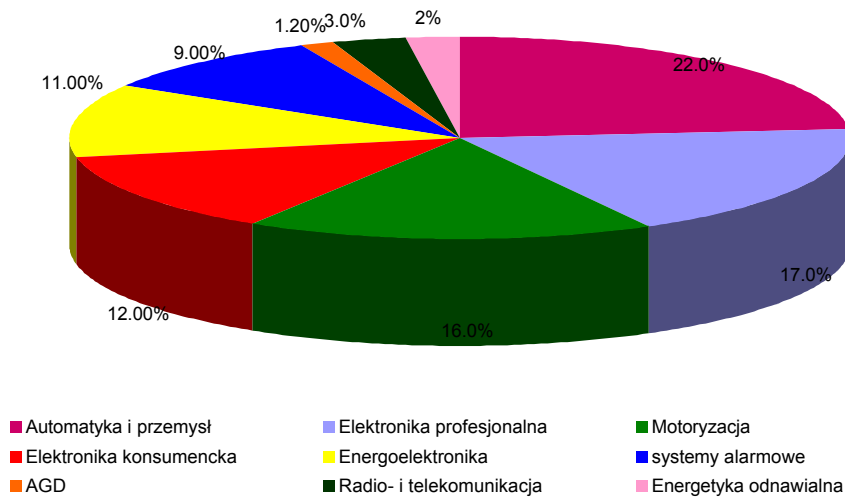


Źródło: GUS

Odbiorcy produktów

Głównymi odbiorcami przekazników w Polsce są klienci z obszaru automatyki przemysłowej oraz elektroniki profesjonalnej. W ciągu ostatnich kilku lat widać tendencję zmniejszającego się zapotrzebowania ze strony motoryzacji, elektroniki konsumenckiej i rynku AGD. Wynika to z faktu, że branże te potrzebują coraz mniej przekazników. Rośnie natomiast popyt ze strony energoelektroniki oraz energetyki odnawialnej.

Zestawienie branż, które są odbiorcami przekazników w Polsce



Źródło: Wyniki uzyskane w badaniu ankietowym przeprowadzonym wśród producentów, dystrybutorów i innych firm działających w branży przekazników elektromagnetycznych w Polsce przez portal ElektronikaB2B

Nieco inaczej kształtuje się struktura sprzedaży Relpolu. Spółka nie podaje dokładnych wartości dla poszczególnych branż, jednak są to w kolejności: automatyka przemysłowa i energetyczna, energoelektronika, elektronika przemysłowa i użytkowa, telekomunikacja, AGD i inne.

Największymi odbiorcami produktów grupy są firmy ABB Stotz-Kontakt (w 2011 r. sprzedaż na poziomie 16% sumy przychodów) oraz Zettler Electronics. Pozostali odbiorcy nie przekroczyli progu 10% przychodów generowanych przez Relpol. Spółka ma ponad 2 tysiące aktywnych klientów, a 80% obrotu krajowego stanowią hurtownie elektrotechniczne i wyspecjalizowani dystrybutorzy.

Restrukturyzacja

Po kilku kwartałach, w których spółka nie generowała zysków, w drugiej połowie 2010 r. zdecydowano się na przeprowadzenie działań restrukturyzacyjnych. Przeprowadzono renegocjacje cen części umów usługowych, wprowadzono alternatywnych i korzystniejszych cenowo dostawców. Postarano się również o oszczędności kosztowe poprzez usprawnienie procesów produkcji. W tym celu wykonano szereg działań, do których należało między innymi:

- zmienienie metody planowania, organizacji oraz przepływu produkcji
- pełne wykorzystanie systemu planowania sprzedaży i operacji SOP, a także IAP
- ograniczenie czasu przestojów technologicznych oraz czasu "przezbajania" maszyn
- zmodernizowanie elastycznego systemu wykorzystania zasobów ludzkich, jak również zwiększenie efektywności pracy pracowników bezpośrednio produkcyjnych.
- optymalizację wykorzystania surowców i materiałów pomocniczych niezbędnych w procesie produkcji

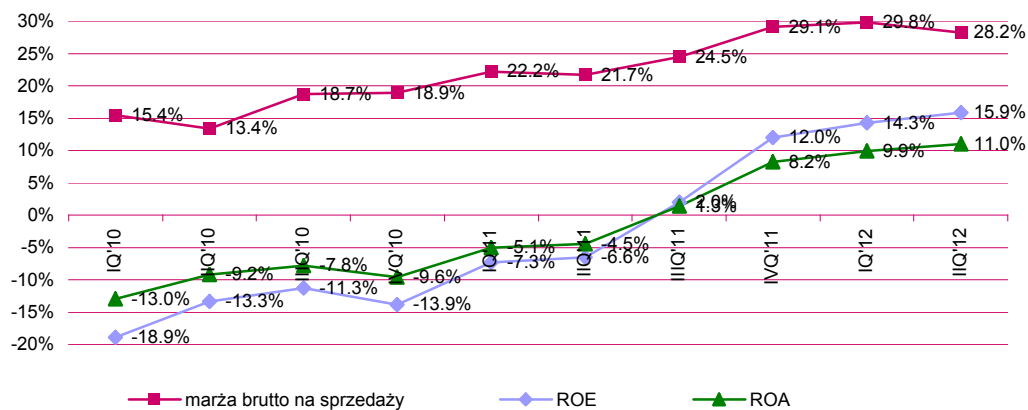
Podjęte kroki pozwoliły nie tylko na oszczędności kosztowe, ale również polepszyły czas dostawy, dostępność oraz wiarygodność produktów Relpolu. Te czynniki okazały się bardzo ważne w okresie zwiększonego popytu na rynku przekaźników przy wydłużonym czasie dostawy konkurentów.

W ciągu ostatnich kilku lat sukcesywnie likwidowano nierentowne spółki zależne, przez co wyeliminowano konieczność tworzenia odpisów aktualizacyjnych. Wraz ze wzrostem kosztów pracy na Litwie zdecydowano się na przeniesienie produkcji na Ukrainę, gdzie nakłady ponoszone na ten cel są niższe. Ukraiński zakład DP Relpol Altera osiągnął już pełnię mocy produkcyjnych. Dzięki pozyskaniu nowych klientów, poprawie na rynku przekaźników i zwiększonej liczbie zamówień, podjęto również działania w celu zwiększenia mocy produkcyjnych (nowa linia produkcji przekaźników miniaturowych).

Poczyniono również zmiany organizacyjne w firmie i pionie handlowym. Zdecydowano o zaprzestaniu dalszego ponoszenia wydatków związanych z nieefektywną działalnością niektórych spółek zależnych. Sprzedano udziały w Ponar Corporate Center oraz Relpol BG w Bułgarii, zlikwidowano spółkę Relpol Hungary, Relpol Holding, Relpol GmbH, Relpol Ltd. W trakcie likwidacji jest obecnie Relpol France. W krajach, gdzie likwidowano zależne spółki handlowe, sprzedaż wyrobów odbywa się poprzez inne firmy lub przez polski Relpol. Zwiększono także efektywność sprzedaży poprzez częsty kontakt z kontrahentami oraz przesyłanie na bieżąco informacji o ofercie handlowej. Przedstawiciele handlowi starają się również poznawać oczekiwania wobec produktów, by uniknąć wprowadzania do oferty przekaźników, które nie spotykają się z zainteresowaniem odbiorców, co nie rzadko miało miejsce w poprzednich latach.

Efekty restrukturyzacji obrazuje poniższy wykres, przedstawiający zwiększającą się marżę na sprzedaży brutto osiąganą przez spółkę.

Marża brutto na sprzedaży, ROE i ROA



Źródło: Relpol

Strategia na najbliższy okres

W ciągu najbliższych dwóch lat spółka będzie stawiać na produkty, które w ostatnim czasie generowały największą sprzedaż, czyli przełączniki przemysłowe i miniaturowe. Spółka zamierza maksymalnie aktywizować te 2 obszary poprzez zwiększanie mocy wytwórczych, dywersyfikację oraz segmentację produktów. Relpol planuje wchodzić w nowe obszary sprzedaży, jednak priorytetem dla spółki jest obecnie umacnianie pozycji, na rynkach, gdzie jest już obecna.

Nowe obszary sprzedaży

Działalność marketingowa w ostatnich kwartałach koncentruje się na promocji oferty nowych produktów handlowych, które są dedykowane dla obszarów, w których Relpol dotąd działał. Promocja przełącznika solarnego zaowocowała zamówieniami od producentów inwerterów solarnych, a planowane w następnych latach inwestycje w energetykę odnawialną są dla grupy szansą na stopniowe zwiększanie przychodów w tym obszarze.

Spółka zdobywa również coraz więcej zleceń w obszarze ochrony radiologicznej. Wygrywa niemal wszystkie przetargi na systemy, które mają monitorować nielegalny transfer materiałów radioaktywnych i nuklearnych. W tym roku Relpol wyposażył w bramki porty lotnicze w Rzeszowie, Wrocławiu, Gdańsku, Łodzi, Poznaniu i Modlinie. Na konferencji w Łagowie Lubuskim "Współczesna Problematyka Średnich Napięć" Relpol przedstawił również nową generację cyfrowych zabezpieczeń i pomiarów CZIP PRO (kontynuacja marki CZIP).

Ekspozycja walutowa

66% przychodów ze sprzedaży spółki jest generowanych przez eksport (z czego 70% rozliczane w euro), stąd deprecjacja złotówki korzystnie wpływa na osiągane wyniki. Efekt ten niweluje jednak wzrost cen surowców do produkcji sprowadzanych z zagranicy. Zakupy surowców z importu, a także koszty zagranicznych usług oraz factoringu, spółka pokrywa walutami, pochodzącymi z eksportu. Nadwyżka walut jest okresowo przedmiotem transakcji forward.

Spółka szacuje, że przeciętnie w skali roku powstaje nadwyżka wpływów nad wydatkami walutowymi w wysokości ok. 3 - 3.5 mln EUR. Emitent według polityki zabezpieczeń może zabezpieczyć od 70% do 90% planowanych przepływów. W 2011 roku Relpol zawarł transakcje na kwotę 0.75 mln EUR, które zostały już zamknięte i rozliczone.

W I półroczu 2012 nie były zawierane transakcje zabezpieczające, ze względu na dość duże wahania kursowe i osłabiającą się w I półroczu złotówkę. Wahania kursu, związane z niestabilną sytuacją w strefie euro, niosły za sobą ryzyko transakcyjne (pogłębienie osłabienia PLN mogło spowodować straty na już zawartych transakcjach); słaby złoty natomiast jest korzystny dla wyniku i spółka korzystała z tego naturalnego obniżenia kursu PLN bez konieczności zawierania dodatkowych transakcji. W II półroczu 2012 transakcje będą zawierane w przypadku, gdy trend kursu EURPLN będzie wskazywał na ustabilizowanie się wahań kursu i wzmocnienie złotego.

Spółka używa transakcji zabezpieczających jedynie w celu zabezpieczenia ryzyka strat na różnicach kursowych. Wynik na różnicach kursowych zrealizowanych w I półroczu 2012 był dodatni i został uzyskany bez konieczności stosowania dodatkowych zabezpieczeń oprócz naturalnego hedgingu.

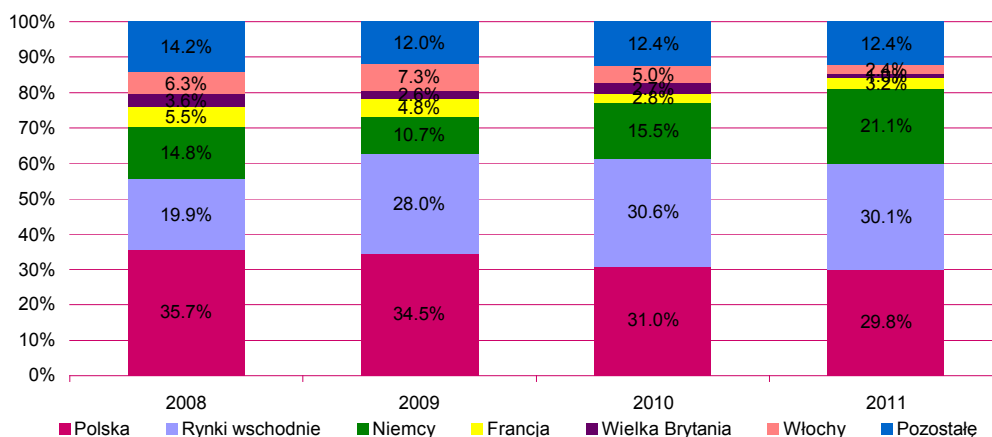
Wzrost eksportu

Sprzedaż wg regionów geograficznych

	Procent sprzedaży	Dynamika sprzedaży w latach 2009-2011
Europa	43.8%	54.0%
Polska	38.4%	52.0%
Europa Wschodnia	12.8%	127.0%
Azja	3.3%	55.0%
Ameryka Północna i Południowa	1.3%	-
Afryka	0.4%	-

Źródło: Relpol

Sprzedaż spółki według obszarów geograficznych



Źródło: Relpol

Z roku na rok, coraz większy udział w strukturze sprzedaży wg regionów geograficznych stanowią rynki wschodnie (głównie państwa byłego ZSSR), które na przestrzeni lat 2009-2011 miały najwyższą dynamikę wzrostu. W ubiegłym roku wygenerowały one najwyższą wartość sprzedaży dla grupy, wyprzedzając krajowy rynek. Bardzo dynamicznie rozwija się również sprzedaż na rynek niemiecki (+73% r/r) oraz francuski (+45% r/r), można więc założyć, że likwidacja spółek zależnych w tych państwach nie odbiła się na poziomie sprzedaży. Spadła sprzedaż na rynek włoski, gdzie dotychczasowy duży klient wycofał się z branży przekaźników oraz do Wielkiej Brytanii. Uwolnione moce produkcyjne wykorzystywane są do produkcji innych wyrobów i dla innych odbiorców.

W I'Q 2012 r. wystąpił spadek sprzedaży na rynki wschodnie, który ma jednak charakter przejściowy i spowodowany jest problemem z odprawami celnymi w Rosji oraz problemem z dostępem do walut obcych firmy na Białorusi. Wysyłki do Rosji i na Białoruś zostały już wznowione.

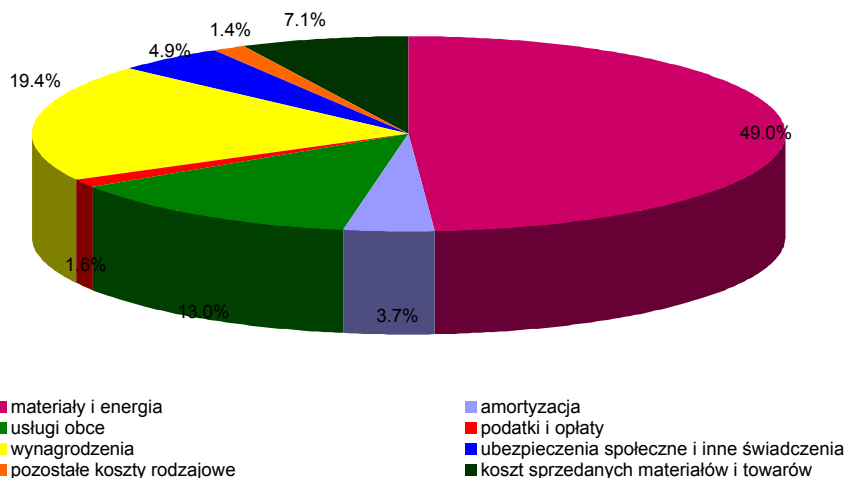
Nowe moce produkcyjne

W związku ze zdobywaniem coraz silniejszej pozycji rynkowej, a także powiększającym się portfelem zamówień spółka planuje zwiększać moce produkcyjne. Będzie to czynić poprzez budowę nowych linii montażowych w zakładzie na Ukrainie, gdzie koszty produkcji są najmniejsze. W tym celu został już zaciągnięty kredyt inwestycyjny (spółka posiada obecnie łącznie 3.4 mln PLN kredytów i pożyczek z czego 3.1 mln PLN to kredyty inwestycyjne). Nowe linie produkcyjne to odpowiedź na zwiększający się popyt na przekaźniki miniaturowe. W tym roku planowane jest zakończenie prac nad modernizacją i rozbudową linii produkcyjnych dla tego produktu.

W obecnym roku planowana jest również rozbudowa linii produkcyjnej dla kluczowych podzespołów (zestawów sprężyn stykowych) przekaźników RM85 High Inrush, a także budowa linii produkcyjnej dla nowego produktu: przekaźników bistabilnych. Znajdą one zastosowanie w układach elektronicznych, gdzie niski pobór energii jest kluczowy. Spółka spodziewa się zwiększonego popytu na przekaźniki bistabilne wraz z wejściem w życie nowej dyrektywy unijnej narzucającej niskie pobory energii przez urządzenia elektryczne do użytku domowego.

W ubiegłym roku rozpoczęto również prace nad uruchomieniem produkcji rodziny przekaźników nowej generacji R4. Zmodernizowane wyroby pozwalają redukować koszty instalacji. Inwestycja w modernizację linii produkcyjnych poprawi jakość produktów, a także zredukuje koszt jednostkowy.

Struktura kosztów w drugiej połowie 2012 r.



Źródło: Relpol

Struktura kosztów

Blisko połowę kosztów stanowią materiały i energia. Wartość nabytych surowców to około 35% kosztów produkcji. Wzrost ich cen niekorzystnie wpływa na wyniki spółki obniżając rentowność jej sprzedaży. Ceny surowców odbijają się na wzroście kosztów wytworzenia materiałów metalowych i detali z tworzyw sztucznych. Poziom kosztów ponoszonych w tym celu zależy głównie od cen miedzi, srebra i ropy naftowej (tworzywa). Wraz ze wzrostem cen wspomnianych surowców w 2011 r., w celu poprawy rentowności produkcji wdrożono nową politykę handlową i podniesiono ceny wyrobów. Drugą pozycję w strukturze kosztów stanowią wynagrodzenia, których udział w porównaniu z I połową 2011 r. jednak zmalał ze względu na przenoszenie produkcji z Litwy na Ukrainę, gdzie koszty pracy są niższe.

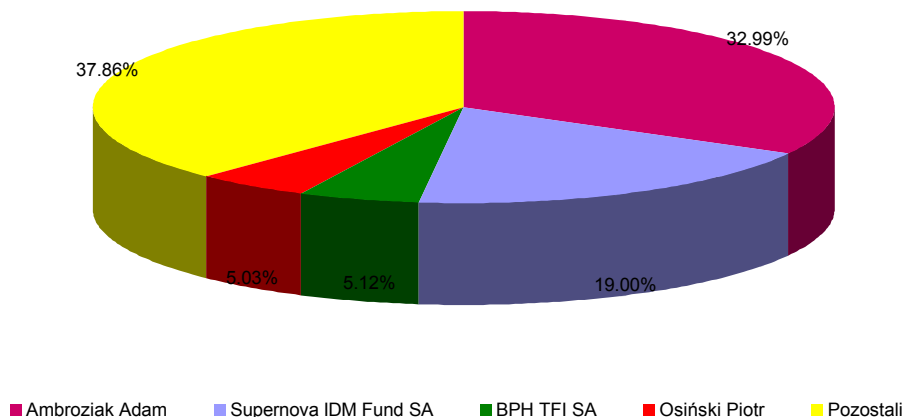
Dywidenda

W obecnym roku, spółka pierwszy raz od 2006 r. postanowiła wypłacić dywidendę w kwocie 0.2 PLN na akcję (DY=3.15%). Na ten cel została przeznaczona kwota 1.92 mln PLN (27.9% zysku netto). W przyszłych latach wysokość wypłacanej dywidendy będzie uzależniona od planów inwestycyjnych spółki, wypracowanych zysków, stanowiska rady nadzorczej i decyzji akcjonariuszy.

Akcjonariat

Głównym udziałowcem Relpolu jest Adam Ambroziak, który pełni również obecnie funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej w spółce. Jest on związany z Unią Hurtowni Elektrycznych EI-Plus poprzez spółkę SEA (wchodzi w jej skład). SEA zajmuje się sprzedażą hurtową i detaliczną artykułów elektrotechnicznych. Relpol jest jednym z partnerów Unii. Począwszy od 2008 r. zwiększał on zaangażowanie w akcjonariacie spółki, zaczynając niemal od zera. Nabywał on stopniowo akcje, starając się nie wpływać w sposób znaczący na kurs spółki. Wykorzystał okres w którym Relpol notował nie najlepsze wyniki, a jego akcje były nisko wyceniane. W ostatnim czasie, gdy kurs wybił się powyżej 5 PLN, nabywał już mniejsze pakiety akcji.

Akcjonariat spółki

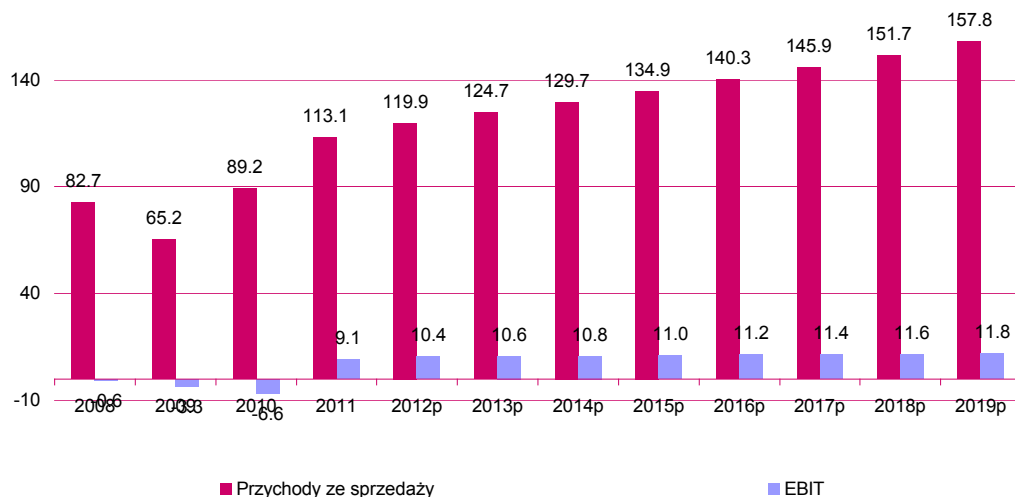


Źródło: Relpol

Prognozy finansowe

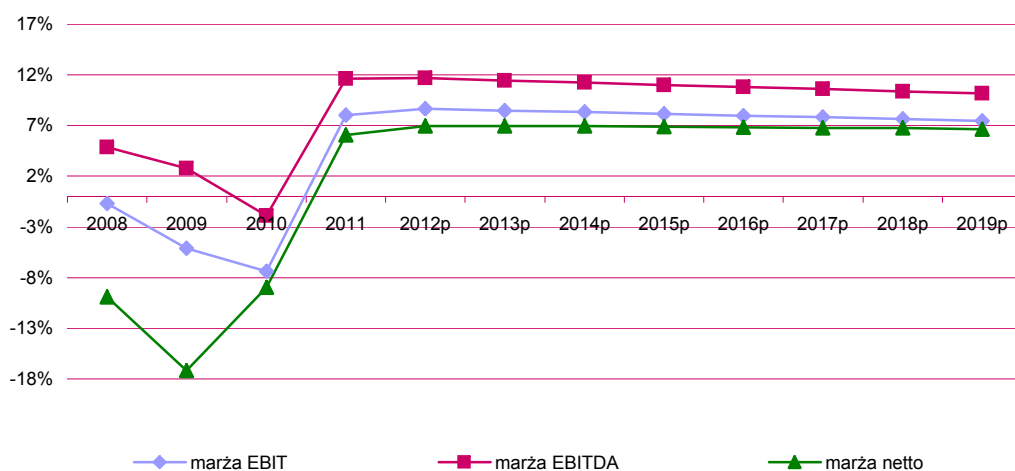
Na najbliższy rok przewidujemy osiągnięcie przez spółkę 119.9 mln PLN przychodów (60.1mln PLN w pierwszym półroczu) oraz 10.4 mln PLN zysku operacyjnego (6 mln PLN w pierwszym półroczu). W 2012 r. prognozujemy mniejszy niż w ostatnim czasie wzrost przychodów (6% r/r przy 7.6% r/r w pierwszym półroczu) ze względu na obserwowane w Europie spowolnienie gospodarcze oraz dla kolejnych okresów dynamikę rzędu 4%. Prognozujemy wzrost marży EBIT w 2012 r. do 8.6% z 8% rok wcześniej oraz jej powolny spadek w następnych latach. Podobnie zachowywać będą się marże zysku netto oraz marża EBITDA.

Prognozowane przychody i EBIT



Źródło: Relpol, prognozy Millennium DM

Prognozowana wysokość marż



Źródło: Relpol, prognozy Millennium DM

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych. Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość spółki Relpol na 82.8 mln PLN (8.6 PLN na akcję). W oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Relpol na 84.9 mln PLN (8.9 PLN na akcję). Metodzie porównawczej oraz metodzie DCF przypisaliśmy wagi po 50%. Implikuje to końcową wycenę na poziomie 83.9 mln PLN czyli 8.7 PLN na 1 akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Grupy Relpol (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	82.8	8.6
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	84.9	8.8
Wycena Relpolu	83.9	8.7

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2012-2020,
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2021 roku na poziomie 5.0%,
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2021 na 2.0%,
- Przyjęliśmy założenie o wypłacaniu przez spółkę w następnych latach dywidendy na poziomie 28% wypracowanego zysku netto (podobnie jak w bieżącym roku),
- Przyjęliśmy wzrost przychodów w 2012 r. rzędu 6%, natomiast dla kolejnych okresów 4%, w związku z oczekiwaną nieco słabszą koniunkturą gospodarczą w Eurolandzie.
- Założyliśmy marżę brutto na sprzedaży produktów i usług na poziomie 27% w bieżącym roku oraz ich liniowy spadek o 0.2 punktu procentowego dla następnych lat. Prognozujemy również osiągnięcie marży na sprzedaży towarów i materiałów rzędu 22% dla bieżącego roku oraz jej liniowy spadek o 0.2 punktu procentowego dla następnych okresów. Zakładamy osiągnięcie przez spółkę w bieżącym roku marży brutto na sprzedaży w wysokości 26.9%, co jest konserwatywnym założeniem, patrząc na rezultat za pierwsze półrocze (29%).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	>2021	
sprzedaż	120	125	130	135	140	146	152	158	164	171		
EBIT (1-T)	8	9	9	9	9	9	9	10	10	10		
amortyzacja	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4		
inwestycje	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-5	-5	-5		
zmiana kap.obrotowego	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2		
FCF	5.9	7.0	6.9	7.0	7.1	7.2	7.2	7.3	7.4	7.4	81.1	
zmiana FCF		17.9%	-0.5%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	1.0%	
dług/kapitał	-10.9%	-9.9%	-9.0%	-8.3%	-7.7%	-7.1%	-6.6%	-6.1%	-5.7%	-5.4%	-5.4%	
stopa wolna od ryzyka	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.0%	
premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
koszt długu	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.0%	
koszt kapitału	9.6%	9.7%	9.8%	9.9%	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%	10.0%	
WACC	10.1%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.7%	10.7%	10.2%	
PV (FCF)	5.7	6.1	5.5	5.1	4.6	4.2	3.9	3.5	3.2	2.9	31.3	
wartość DCF (mln PLN)	76	w tym wartość rezydualna				31						
(dług)/gotówka netto	7											
wycena DCF (mln PLN)	83											
Liczba akcji (mln)	9.6											
wycena 1 akcji (PLN)	8.6											

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
	4.0%	8.7	8.6	8.8	9.0	9.3	9.6	9.9
	4.5%	8.3	8.4	8.6	8.8	9.0	9.3	9.6
	5.0%	8.1	8.3	8.4	8.6	8.8	9.1	9.3
	5.5%	8.0	8.1	8.3	8.5	8.6	8.8	9.1
	6.0%	7.9	8.0	8.1	8.3	8.5	8.6	8.9

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą

Do grupy porównawczej wybraliśmy zagraniczne spółki produkujące i dystrybuujące przekaźniki elektromagnetyczne, gniazda wtykowe, przekaźniki czasowe oraz styczniki. Obliczamy mediany odpowiednich wskaźników dla spółek z grupy porównawczej. Do określenia wartości analizowanej spółki użyliśmy trzech najczęściej stosowanych wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E, którym przypisaliśmy równe wagi. Metodą porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy Relpol na 85 mln PLN, czyli 8.8 PLN na akcję.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2012p	2013p	2014p	2012p	2013p	2014p	2012p	2013p	2014p
OMRON CORP	JAPAN	4.7	4.0	3.6	7.7	5.7	5.2	12.6	10.1	8.9
TE CONNECTIVITY LTD	SWITZERLAND	6.8	6.0	5.6	9.3	8.0	7.4	12.1	10.4	9.4
BHARAT ELECTRONICS LTD	INDIA	4.0	3.4	3.6	4.1	3.6	4.4	11.5	10.4	9.8
ROCKWELL AUTOMATION INC	USA	8.4	7.8	7.3	9.6	9.0	8.1	13.6	12.8	11.4
BEIJING SIFANG AUTOMATION	CHINA	16.0	12.5	9.9	-	-	-	-	21.1	16.7
LITTELFUSE INC	USA	7.3	6.6	-	9.2	8.2	-	14.0	12.4	-
LEENO INDUSTRIAL INC	SOUTH KOREA	4.0	3.4	3.0	-	-	-	8.0	6.8	6.2
JAPAN AVIATION ELECTRONIC	JAPAN	2.4	2.1	2.2	5.8	5.1	4.6	11.7	9.6	9.1
Mediana		5.8	5.0	3.6	8.4	6.8	5.2	12.1	10.4	9.4
Wyniki spółki (mln PLN)		14.0	14.3	14.6	10.4	10.6	10.8	8.4	8.7	9.0
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)		87	83	69	94	84	72	101	90	85
Wycena (mln PLN)		85								
Wycena 1 akcji (PLN)		8.8								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p
przychody netto	89.2	113.1	119.9	124.7	129.7	134.9
koszty wytworzenia	74.3	85.6	89.7	93.5	97.6	101.7
zysk brutto na sprzedaży	14.9	27.6	30.2	31.2	32.1	33.2
koszty sprzedaży	0.9	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6
koszty ogólnego zarządu	13.6	15.1	16.0	16.5	17.0	17.5
zysk (strata) na sprzedaży	0.4	11.3	12.8	13.2	13.6	14.1
pozostała działalność operacyjna	-7.0	-2.2	-2.4	-2.6	-2.8	-3.1
EBITDA	-1.7	13.2	14.0	14.3	14.6	14.9
EBIT	-6.6	9.1	10.4	10.6	10.8	11.0
saldo finansowe	0.0	-0.3	0.0	0.1	0.3	0.5
zysk przed opodatkowaniem	-6.6	8.8	10.3	10.7	11.1	11.5
podatek dochodowy	0.6	0.9	2.0	2.0	2.1	2.2
zysk netto	-8.0	6.9	8.4	8.7	9.0	9.3
EPS	-0.8	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0

Bilans (mln PLN)

	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p
aktywa trwałe	36.4	35.9	33.2	33.6	34.1	34.6
wartości niematerialne i prawne	6.1	6.3	6.1	5.8	5.6	5.4
rzeczowe aktywa trwałe	26.4	26.1	26.7	27.4	28.1	28.8
inwestycje długoterminowe	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
aktywa obrotowe	41.6	50.4	57.2	63.5	69.9	76.5
zapasy	16.9	22.8	24.0	24.8	25.7	26.6
należności	18.2	21.3	22.8	23.6	24.4	25.2
inwestycje krótkoterminowe	6.3	6.0	10.2	14.9	19.6	24.5
rozliczenia międzyokresowe	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
aktywa razem	78.0	86.3	90.4	97.1	104.0	111.1
kapitał własny	53.1	60.8	69.5	75.8	82.4	89.1
zobowiązania	22.7	23.0	20.9	21.2	21.6	22.0
zobowiązania długoterminowe	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
zobowiązania krótkoterminowe	17.2	18.0	18.8	19.1	19.5	19.8
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	78.0	86.3	90.4	97.1	104.0	111.1
BVPS	5.5	6.3	7.2	7.9	8.6	9.3

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p
wynik netto	-8.0	6.9	8.4	8.7	9.0	9.3
amortyzacja	4.9	4.1	3.6	3.7	3.8	3.9
zmiana kapitału obrotowego	1.5	1.1	2.1	1.3	1.3	1.4
gotówka z działalności operacyjnej	5.2	1.2	10.1	11.1	11.4	11.8
inwestycje (capex)	-2.0	-3.9	-4.0	-4.1	-4.2	-4.4
gotówka z działalności inwestycyjnej	-2.0	-3.9	-4.0	-4.1	-4.2	-4.4
wypłata dywidendy	0.0	0.0	1.9	2.3	2.4	2.5
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.0	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-12.1	1.9	-1.9	-2.3	-2.4	-2.5
FCF	-3.7	8.1	10.1	9.5	9.8	10.1
DPS	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
CEPS	-0.3	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
FCFPS	-0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1

Wskaźniki (%)

	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p
zmiana sprzedaży	36.8	26.8	6.0	4.0	4.0	4.0
zmiana EBITDA	-194.3	-873.3	6.3	2.1	2.0	2.0
zmiana EBIT	96.7	-238.6	13.8	2.1	2.0	1.9
zmiana zysku netto	-28.5	-186.1	21.3	3.7	3.6	3.4
marża EBITDA	-1.9	11.6	11.7	11.4	11.2	11.0
marża EBIT	-7.4	8.0	8.6	8.5	8.3	8.2
marża netto	-9.0	6.1	7.0	7.0	6.9	6.9
sprzedaż/aktywa	114.4	131.1	132.7	128.5	124.8	121.4
dług / kapitał własny	0.0	5.6	4.9	4.5	4.1	3.8
odsetki / EBIT	-0.2	-3.1	-0.4	1.2	2.8	4.3
stopa podatkowa	9.1	-9.9	-19.0	-19.0	-19.0	-19.0
ROE	-13.9	12.1	12.8	11.9	11.4	10.8
ROA	-8.7	8.8	9.7	9.6	9.3	8.9
(dług) gotówka netto (mln PLN)	6.3	2.6	6.8	11.5	16.2	21.1

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	Dyrektor banki, ubezpieczenia
Adam Kaptur +22 598 26 59 adam.kaptur@millenniumdm.pl	Analityk branża spożywcza, handel
Maciej Krefta +22 598 26 88 maciej.krefta@millenniumdm.pl	Analityk budownictwo i developerzy
Wojciech Woźniak +22 598 26 58 wojciech.wozniak@millenniumdm.pl	Analityk przemysł elektromaszynowy
Łukasz Siwek +22 598 26 71 lukasz.siwek@millenniumdm.pl	Analityk przemysł chemiczny

Sprzedaż

Radosław Zawadzki +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	Dyrektor
Arkadiusz Szumilak +22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
Marek Przytuła +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	
Jarosław Oldakowski +22 598 26 11 jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl	
Aleksandra Jastrzębska +22 598 26 90 aleksandra.jastrzebska@millenniumdm.pl	
Grażyna Mendrych +22 598 26 26 grazyna.mendrych@millenniumdm.pl	

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Sygnity, Ergis-Eurofilms od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Kopex, Warfama, Emperia, Skyline, Konsorcjum Stali od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Domu Maklerskiego S.A. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., 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 lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2012 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	29%
Akumuluj	10	59%
Neutralnie	2	12%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	2	22%
Akumuluj	2	22%
Neutralnie	5	56%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora