

QUMAK-SEKOM

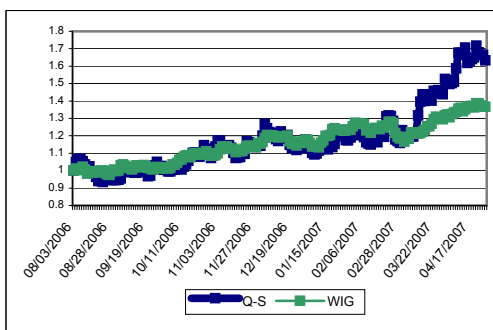
kupuj

Dane podstawowe

cena rynkowa (PLN)	13.44
cena docelowa (PLN)	17.89
WIG	59 378
kapitalizacja (mln PLN)	133
EV (mln PLN)	107
liczba akcji (tys.)	9 875
free float (mln PLN)	83

Zmiana (%)	kursu	WIG
3 miesiące	37%	10.0%
6 miesięcy	46%	23%
12 miesięcy	54%	35%

Akcjonariat	% akcji	% głosów
ING TFI SA	9,0%	9,0%
SEB TFI SA	7,3%	7,3%
CU IM (Polska) S.A.	5,4%	5,4%
PTE PZU SA	5,1%	5,1%
Plata Aleksander	3,1%	3,1%
Jaguś Paweł	2,6%	2,6%
Swolkień Andrzej	2,6%	2,6%
Goliński Jan	2,6%	2,6%



Analitik:

Jarosław Parczewski
Rafał Bil - praktykant
tel. (0-22) 329 43 44

Qumak-Sekom jest spółką sektora informatycznego, która operuje na styku branży budowlano-inżynieryjnej. Spółka prowadzi zdywersyfikowaną działalność, dzieląc przychody między trzy Piony: Integracji Systemowej, Aplikacji Biznesowych oraz Technologii Inteligentnego Budynku.

W ostatnim czasie znaczenia przychodach firmy nabiera ostatni z wymienionych pionów, co związane jest z dużym potencjałem rozwoju rynku automatyki budynkowej. Rzutuje to na cykliczność przychodów, ale skutkuje także odraczaniem przychodów na przyszłe okresy. W tym roku wielkość przychodów, które będą realizacją umów zawartych w poprzednich okresach wynosi ok. 130 mln PLN, co już stanowi 60% prognozowanej przez nas na 2007 rok sprzedaży spółki. Przychody podmiotu za 2006 rok wyniosły 163,119 mln zł, a zysk netto 4,732 mln zł.

Zgodnie z naszymi szacunkami dynamiki wzrostu przychodów i zysku netto mają w związku z tym sporą szansę osiągnąć odpowiednio 30% i 40%, dając w rezultacie wielkości absolutne rzędu odpowiednio 210 oraz 7 mln zł.

Uważamy, iż inwestycja w aktywa spółki Qumak-Sekom S.A. w perspektywie średnioterminowej (sześć do dziewięciu miesięcy) powinna przynieść co najmniej 30% zwrotu.

Do wyceny walorów Qumak-Sekom S.A. posłużyliśmy się metodami DCF oraz porównawczą, które dały kolejno wyceny na poziomach 18,01 zł oraz 17,77 zł. Wycenę końcową ustaliliśmy jako średnią arytmetyczną z obu metod, przez co otrzymaliśmy cenę docelową jednej akcji na poziomie **17,89 zł**.

	Sprzedaż (mln PLN)	EBITDA (mln PLN)	EBIT (mln PLN)	Zysk netto (mln PLN)	EPS (PLN)	DPS (PLN)	BVPS (PLN)	P/E	P/BV	EV/ EBITDA
2006	163.1	7.5	5.8	4.7	0.5	0.0	4.8	28.0	2.8	15.5
2007 P	210.5	10.3	8.4	6.8	0.7	0.0	5.5	19.4	2.5	11.3
2008 P	259.2	14.0	12.1	9.8	1.0	0.0	6.5	13.6	2.1	8.3
2009 P	304.7	19.0	16.8	13.6	1.4	0.0	7.8	9.8	1.7	6.1

P prognozy BM BGZ

Qumak-Sekom S.A. to spółka działająca w branży informatycznej. Przychody podmiotu za 2006 rok wyniosły 163,119 mln zł, a zysk netto 4,732 mln zł. Obroty firmy koncentrują się w trzech Pionach Biznesowych: Pionie Integracji Systemowej, Pionie Aplikacji Biznesowych i Pionie Technologii Inteligentnego Budynku.

WYCENA

Zdecydowaliśmy się dokonać wyceny Qumak-Sekom SA za pomocą metody zdyskontowanych przepływów finansowych oraz metodą porównawczą. Wycena metodą DCF pozwala wejrzeć w działalność operacyjną spółki i zbadać jej potencjał do generowania tzw. wolnych przepływów gotówkowych w przyszłości. Metoda porównawcza daje z kolei możliwość spojrzenia na spółkę na tle konkurencji i oszacowania w związku z tym poziomu benchmarku, który jest pewnego rodzaju docelowym poziomem jej wzrostu.

• Wycena metodą DCF

Szacując wartość spółki zgodnie z modelem DCF ustaliliśmy, iż wartość operacyjna spółki wynosi 177,870 mln zł, co daje cenę jednej akcji na poziomie 18,01 PLN.

W modelu założyliśmy, iż marże w poszczególnych Pionach Biznesowych nieznacznie wzrosną i od 2010 roku będą utrzymywać się na stałych poziomach. Dla całego przedsiębiorstwa obserwowany będzie stopniowy wzrost marży netto (głównie ze względu na zwiększanie się udziału w przychodach bardziej rentownych pionów) do 2010 roku, a następnie utrzymywanie się marży netto powyżej 5%.

Do innych istotnych założeń należy wzrost rotacji zapasów do ośmiu dni do 2009 roku i dalsze utrzymywanie się tego wskaźnika na tym poziomie do końca okresu prognozy (spowodowany wzrostem zaangażowania spółki w kapitałochłonny Pion Technologii Inteligentnych Budynków). Przyjęliśmy również, iż po skokowym spadku rotacji należności w 2006 roku stopniowo wartość tego wskaźnika powróci do poziomu 122 dni na koniec okresu prognozy. Wreszcie przyjęliśmy, iż ze względu a wzmocnienie się pozycji przetargowej spółki, wskaźnik rotacji zobowiązań będzie stopniowo rósł w okresie prognozy do poziomu 74 dni.

Kolejnymi założeniami było uwzględnienie inwestycji w kapitał trwały w 2007 roku na poziomie 2 mln PLN. W wycenie uwzględniliśmy także planowany przez spółkę zakup budynku pod nową siedzibę. Przyjęliśmy, iż zakup zostanie dokonany w 2008 roku, powierzchnia budynku wyniesie ok. 1800 m², a cena za metr kwadratowy wyniesie 8 tys. PLN.

Pozostałe założenia odnośnie wyceny, to:

- beta = 1,2
- premia za ryzyko = 5%
- stopa wolna od ryzyka = 5%
- stopa wzrostu FCFF po 2016 roku = 2,5%.

*Metodą DCF
Wyceniliśmy akcje
spółki na poziomie
18,01 zł*

Tabela 1. Wycena Qumak-Sekom metodą DCF;

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	8 446	12 066	16 801	21 340	26 576	28 365	29 542	30 846	31 959	32 851
efektywna stopa podatkowa	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
Opodatkowanie EBIT	1 605	2 293	3 192	4 055	5 050	5 389	5 613	5 861	6 072	6 242
NOPLAT	6 841	9 774	13 609	17 286	21 527	22 976	23 929	24 985	25 887	26 609
amortyzacja	1 865	1 932	2 222	2 512	2 802	3 095	3 388	3 682	3 979	4 276
CAPEX	2 000	17 000	2 376	2 590	2 823	3 077	3 354	3 656	3 985	4 344
inwestycje w kapitał obrotowy	6 321	8 089	8 603	6 603	6 329	5 484	4 787	4 415	4 052	4 057
FCF	385	-13 383	4 852	10 605	15 178	17 509	19 175	20 596	21 828	22 484

udział długu (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
koszt długu przed opodatkowaniem (%)	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
stopa wolna od ryzyka (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
premia rynkowa (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
DFCF	355	-11 138	3 638	7 163	9 236	9 599	9 470	9 164	8 750	8 120
suma DFCF	54 357									
wartość rezydualna zdyskontowana	271 136									
wartość rezydualna dług netto	-25 597									
wartość operacyjna spółki	177 870									
liczba akcji	9 875									
Wartość jednej akcji	18.01									

Źródło: BM BGŻ S.A.

P – prognozy BM BGŻ

Wycena została dokonana przy dodatkowym założeniu, iż spółka w okresie prognozy nie przeprowadzi w okresie prognozy emisji na rynku kapitałowym, nie będzie przejmować innych spółek w kraju ani też za granicą. Zgodnie z zasadą kontynuacji działalności gospodarczej przyjęliśmy, iż spółka nie zostanie również celem przejęcia innych podmiotów.

Poniżej prezentujemy wrażliwość wyceny metodą DCF na zmiany stopy wzrostu spółki po okresie prognozy i na stopę średniego ważonego kosztu kapitału.

Tabela 2. Analiza wrażliwości wyceny DCF na zmiany Stopy wzrostu FCFF oraz WACC;

		Stopa wzrostu FCFF po 2016 roku				
		1,5%	2%	2,5%	3%	3,5%
WACC	10%	17.75	18.32	18.95	19.66	20.47
WACC	10,5%	17.30	17.85	18.47	19.16	19.94
WACC	11%	16.88	17.42	18.01	18.68	19.44
WACC	11,5%	16.49	17.00	17.58	18.23	18.97
WACC	12%	16.11	16.61	17.18	17.81	18.53

Źródło: BM BGŻ S.A.

Jak wynika z analizy wrażliwości, przy podwyższeniu kosztu kapitału do 12% i obniżeniu stopy wzrostu do 1,5%, cena oparta o wycenę DCF spada o ok. 10%, do 16,11 zł, co mimo wszystko daje ponad 19-procentowy wzrost ceny w porównaniu z ceną bieżącą. W przypadku spadku kosztu kapitału do 10% i przy wzroście spółki po okresie prognozy w tempie 3,5% otrzymujemy natomiast wzrost wyceny o ponad 13% do poziomu 20,47 zł.

• Wycena porównawcza

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o pięć informatycznych spółek giełdowych, z którymi Qumak-Sekom S.A. najczęściej spotyka się w przetargach o największe kontrakty. Prokom Software S.A. i Sygnity (ComputerLand/Emax), to najwięksi notowani na GPW konkurenci spółki w pionach integracji systemowej oraz w pionie automatyki budowlanej. Comarch konkuruje ze spółką najczęściej na polu aplikacji dla biznesu. Do tego dodaliśmy jeszcze spółki COMP.S.A. i Asseco Poland S.A. Pod uwagę braliśmy takie wskaźniki jak: EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed opodatkowaniem, oprocentowaniem i amortyzacją), EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa

Wyceną porównawczą oszacowaliśmy cenę spółki na poziomie 17,77 zł

do zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem) oraz cena do zysku na jedną. Dzięki wycenie porównawczej uzyskaliśmy cenę 17,77 zł.

Tabela 3. Wycena akcji Qumak-Sekom SA metodą porównawczą;

	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2006	2007 P	2008 P	2006	2007 P	2008 P	2006	2007 P	2008 P
SYGNITY	21.81	13.12	10.23	33.28	19.76	13.98	129.81	23.40	16.14
Prokom	16.44	7.64	7.26	102.48	10.23	9.62	28.30	20.96	20.22
Comarch	31.84	23.35	19.56	68.21	27.99	22.77	34.49	25.67	20.84
COMP	14.57	13.91	12.16	13.63	16.71	14.29	20.85	18.46	15.18
Asseco Poland	4.30	1.23	0.95	9.29	1.40	1.06	48.99	30.14	20.80
mediana	16.44	13.12	10.23	33.28	16.71	13.98	34.49	23.40	20.22
	EBITDA			EBIT			EPS		
	2006	2007 P	2008 P	2006	2007 P	2008 P	2006	2007 P	2008 P
Q-S	7.48	10.31	14.00	5.82	8.45	12.07	0.48	0.69	0.99
Implikowana cena Q-S	148.50	160.83	168.82	219.38	166.71	194.26	16.53	16.21	20.01
wagi	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
Średnia ważona	159.38			193.45			17.58		
cena	16.14			19.59			17.58		

Wskaźniki obliczone dla cen z dnia 27-04-2004

Źródło: BM BGZ S.A

P – prognozy BM BGZ

Po wyliczeniu zwykłej średniej arytmetycznej z wycen na podstawie poszczególnych wskaźników otrzymujemy cenę 17,89 zł.

PODSUMOWANIE WYCENY

Obie metody wyceny dają zbliżone rezultaty, dlatego ostateczną cenę wyznaczaliśmy jako zwykłą średnią arytmetyczną z równymi wagami dla obu wycen. Ostatecznie oszacowaliśmy wartość spółki na poziomie 177,89 mln PLN. Wobec tego potencjał wzrostu wynosi według nas co najmniej 33%.

Należy zwrócić uwagę na fakt, iż spółka Qumak-Sekom SA jest jednym z niewielu podmiotów, których kurs akcji nie wzrósł gwałtownie po emisji pierwotnej w ubiegłym roku. Przez długi czas rynek nie dyskutował także pozytywnych informacji napływających ze spółki. W okresie od emisji kurs akcji spółki wzrósł o ok. 60%. Wzrost ten nie wyczerpuje jeszcze jednak naszym zdaniem całego potencjału spółki wynikającego z wysokich dynamik sprzedaży oraz dobrej koniunktury na rynkach informatycznym i budowlano-inżynierskim.

Cenę docelową ustaliliśmy jako średnią arytmetyczną z wycen DCF i porównawczej na poziomie 17,89 zł

Tabela 4. Podsumowanie wyceny Qumak-Sekom SA;

	waga	
Wycena DCF	18,01	50%
Wycena porównawcza	17,77	50%
Średnia z wycen	17,89	
Aktualna cena rynkowa	13,44	
Potencjał wzrostu	33,12%	

Źródło: BM BGZ S.A

CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Pion Integracji Systemowej, to najstarszy dział rozwijany przez spółkę. W ramach tego pionu spółka świadczy usługi z zakresu projektowania, tworzenia i utrzymania sieci informatycznych oraz związanego z tym bezpieczeństwa i ochrony tych sieci, a także zarządzania nimi i ich monitoringu. Z tworzeniem sieci najczęściej idzie w parze dostawa sprzętu informatycznego, która ma spory udział w przychodach spółki ogółem (29,55% w 2006 roku).

Innym istotnym produktem przypisanym do Pionu Integracji Systemowej są rozwiązania z zakresu wideokonferencji, z czym związane są usługi dostawy i konfiguracji sprzętu oraz wyposażenia sal konferencyjnych. W 2006 roku przychody brutto ze sprzedaży tego pionu wyniosły 85,208 mln zł, a marża brutto na sprzedaży wyniosła 14,3%. Jednym z największych kontraktów zawartych w 2006 roku była umowa z Ministerstwem Sprawiedliwości (zawarta 29.12.2006) na zaprojektowanie, wykonanie i rozszerzenie istniejącej lokalnej sieci komputerowej. Umowa opiewa na kwotę 7,6 mln zł, a termin jej realizacji wyznaczony jest na koniec sierpnia 2007 roku.

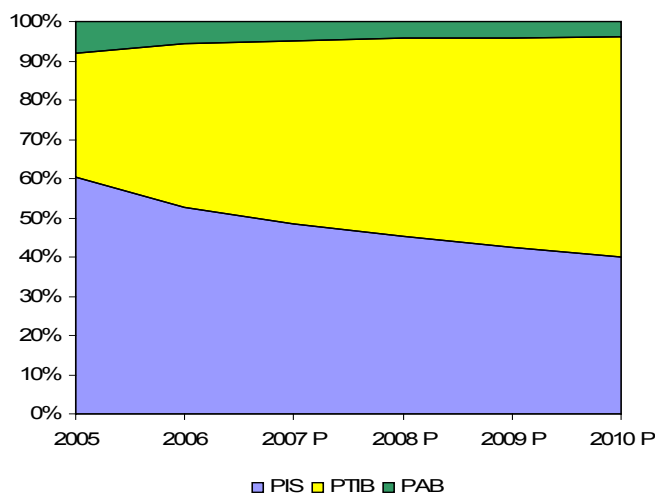
W ramach Pionu Aplikacji Biznesowych Qumak-Sekom SA świadczy usługi wspomagające zarządzanie przedsiębiorstwem oraz aplikacje zarządzania relacjami z klientami. Produkty oferowane w tym zakresie obejmują między innymi: systemy ERP i CRM oraz Contact Center. Oparte są one w głównej mierze na platformach firmy Genesys Telecommunications Laboratories.

Pion ten jest najbardziej dochodowy dla spółki, jednak ma najmniejszy udział w przychodach (ok. 5-10 %). W zeszłym roku przychody ze sprzedaży w tej linii biznesowej wyniosły 9,4 mln zł, a marża brutto na sprzedaży 65%. Odbiorcami rozwiązań tego typu są między innymi Artman SA, Intersport SA, czy Cocodrillo.

Trzecią linią biznesową Qumak-Sekom S.A. jest Pion Technologii Inteligentnego Budynku (PTIB), który to segment stał się w ostatnich latach dla spółki priorytetowy i jego udział w przychodach podmiotu dynamicznie rośnie (z 31% przychodów ogółem w 2005 do 41% w 2006). Produkty dostarczane przez spółkę w ramach tego pionu mają na celu zapewnienie bezpieczeństwa i wygody podczas użytkowania budynków. Wymienić tu można takie produkty jak systemy antywłamaniowe, przeciwpożarowe, systemy wentylacji, sterowania oświetleniem, czy systemy zarządzania parkingiem. Jednym ze sztandarowych produktów własnych firmy jest Elektroniczny Monitoring Ruchu Pojazdów zainstalowany na kilkunastu Drogowych Przejściach Granicznych. Pion Technologii Inteligentnego Budynku przyniósł spółce w 2006 roku 67,6 mln zł sprzedaży, co stanowiło 88-procentowy wzrost w porównaniu do roku 2005.

Strukturę sprzedaży wraz z naszymi prognozami do roku 2010 pokazuje Rysunek 1.:

Rysunek 1. Struktura przychodów Qumak-Sekom SA;



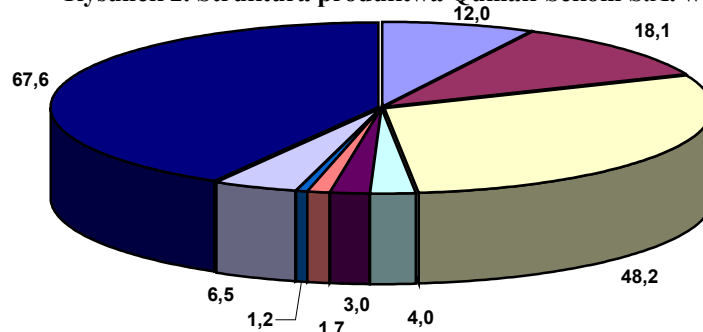
Źródło: Qumak-Sekom, BM BGŻ S.A.

Dynamiki wzrostu przychodów i zysku netto mają realną szansę osiągnąć odpowiednio 30% i 40%.

Pion Technologii Inteligentnego Budynku stał się w ostatnich latach dla spółki priorytetowy - jego udział w przychodach podmiotu wzrósł o 88% w porównaniu z rokiem 2005

Na rysunku 2. Przedstawiamy natomiast podział struktury sprzedaży w podziale na konkretne produkty.

Rysunek 2. Struktura produktwa Qumak-Sekom S.A. w 2006 r.;



Systemy bezpieczeństwa	Sieci	Sprzęt komputerowy
Systemy multimedialne	Serwis	ERP
CRM	Contact Center	PTIB

Źródło: Qumak-Sekom SA;

• Najważniejsze kontrakty spółki

Poniżej przedstawiamy . Istotne umowy zawarte w 2006 roku, których koniec realizacji został zaplanowany na 2007 rok:

Tabela 5. Istotne umowy zawarte w 2006 roku, których koniec realizacji został zaplanowany na 2007 rok;

	termin zakończenia	Kwota (zł)	przedmiot umowy
Umowa z dn. 3.04.2006 r. z Budimex Dromex S.A. wraz z aneksami nr 1 i 2	28.02.2007	7.021.738	opracowanie projektów wykonawczych, realizacja instalacji teletechnicznych oraz systemu zasilania elektroenergetycznego
Umowa z dn. 11.04.2006 r. z Warbud S.A.	30.09.2007	3.482.500	wykonanie instalacji teletechniki, automatyki i BMS w NSA ul. Boduena 3/5 w Warszawie
Umowa z dn. 6.06.2006 r. z Mitex S.A.	25.05.2007	5.527.868	wykonanie instalacji elektrycznych w inwestycji "Modernizacja Hotelu Grabd" w Warszawie
Umowa z dn. 2.08.2006 r. z Focus Park Bydgoszcz Sp. z o.o.	15.12.2007	739.000 (euro)	instalacja systemu sygnalizacji włamania i napadu, systemu kontroli dostępu, systemu telewizji dozorowej CCTV, systemu sygnalizacji alarmu pożaru (SAB), dźwiękowego systemu ostrzegawczego (DSO) i BMS w Inwestycji Focus Park Bydgoszcz
Umowa z dn. 8.09.2006r. z Hochtief Polska Sp. z o.o.	19.02.2007	5.452.000	wykonanie instalacji elektrycznych słaboprądowych, automatyki i BMS w ANDERSIA TOWER w Poznaniu
Umowa zawarta w dniu 11 września 2006r. z Telekomunikacją Polską SA	31.07.2008	3.000.000	świadczenie usług informatycznych, w tym usług utrzymania oprogramowania
Umowa z dn. 15.09.2006 r. z Budimex-Dromex S.A.	15.06.2007	5.128.000	wykonanie instalacji silnoproudowych oraz niskoprądowych na budowie Sądu Okręgowego w Katowicach przy ul. Francuskiej/Damrota.
Umowa z dn. 8.09.2006 r. z ComputerLand Serwis Sp. z o.o.	28.02.2007	3.010.000	wykonanie systemu sygnalizacji pożaru, dźwiękowego systemu ostrzegawczego i systemu telewizji dozorowej w kompleksie handlowo-usługowo-rozrywkowym „Pasaż Grunwaldzki” we Wrocławiu
Umowa z dn. 21.12.2006 r. z Holma Sp. z o.o.	30.08.2007	9.185.000	wykonanie instalacji elektrycznych, systemu sygnalizacji pożaru, systemu telewizji dozorowej, systemu kontroli dostępu, centrali telefonicznej, systemu gaszenia gazem w serwerowniach oraz systemu oddymiania oraz detekcji CO
Umowa z dn. 28.12.2006 z Komendantem Głównym Straży Granicznej (wspólnie z Wola INFO S.A. oraz Marwokat Sp. z o.o.)	15.04.2007	6.282.786	rozbudowa Centralnego Węzła Teleinformatycznego Straży Granicznej w Warszawie przy ulicy 17 Stycznia 23 (finansowana ze środków Funduszu Schengen)
Umowa z dn. 29.12.2006 roku z Ministerstwem Sprawiedliwości	29.08.2007	7.600.000	opracowanie projektów oraz wykonanie i rozszerzenie istniejącej lokalnej sieci komputerowej i jej konfiguracja
suma		56.428.893	

Źródło: Qumak-Sekom SA;

Poza wymienionymi wyżej umowami w 2007 roku spółka poinformowała również o kolejnych istotnych kontraktach:

- Umowa ze spółką Warbud dotycząca wykonania w budynkach ZUS kompletnych instalacji elektroenergetycznych i technicznych wraz z pełną integracją systemów; wartość kontraktu – 24,86 mln zł
- Umowa z firmą SPS Construction sp z o.o. dotycząca realizacji instalacji elektrycznych, instalacji automatyki sterowania HVAC I IBMS dla zespołu budynków biurowych Harmony, przy ul. Chodkiewicza w Warszawie; wartość umowy – 14,9 mln zł
- Umowa z Ministerstwem Sprawiedliwości dotycząca opracowanie projektów oraz wykonanie i rozszerzenie istniejącej lokalnej sieci komputerowej i jej konfiguracja – 0,93 mln zł

Po dodaniu wszystkich wyżej wymienionych umów oraz mniejszych kontraktów spółka ma już zapewnione 130 mln przychodów w tym roku, co stanowi 60 % naszej prognozy wszystkich przychodów na 2007 rok.

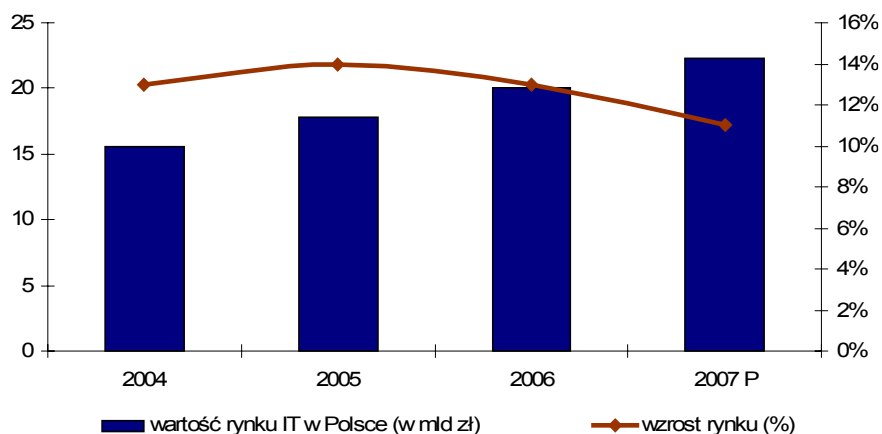
CHARAKTERYSTYKA BRANŻY

1. Rynek informatyczny

Rynek IT w Polsce wciąż jeszcze jest relatywnie słabo rozwinięty w porównaniu z krajami Europy Zachodniej. Inwestycjom w tej branży nie sprzyjają również niskie wydatki budżetu państwa na tę dziedzinę gospodarki. Mimo to agencja badawcza PMR prognozuje, iż wzrost rynku IT jako całości w najbliższych latach będzie dwucyfrowy i osiągnie w bieżącym roku wartość ponad 22 mld zł.

Rysunek 3. przedstawia wartość polskiego rynku informatycznego w latach 2004-2007:

Rysunek 3. Wartość i wzrost rynku IT w Polsce ogółem w latach 2004-2007;



Źródło: "The IT market in Poland 2006-2008", PMR Publications;

Niewątpliwie wpływ na rozwój rynku będą miały inwestycje w sektorze publicznym, które najczęściej są współfinansowane ze środków unijnych. W przyspieszeniu rozwoju sektora informatycznego swój udział będzie miał Plan Informatyzacji Państwa 2007-2010.

Z drugiej strony wysokość popytu na produkty informatyczne będzie zależała od sektora przedsiębiorstw prywatnych, w których podobnie jak w sektorze publicznym największą barierą wdrożenia systemów informatycznych jest samo uświadomienie przedsiębiorcom korzyści z takich zmian w firmie. Informatycy podkreślają także rolę przełamania bariery mentalnej związanej z każdą

Rynek IT w Polsce będzie rozwijał się w ciągu najbliższych 2-3 lat w tempie dwucyfrowym według prognoz PMR

zmianą jaka ma miejsce w przedsiębiorstwie, w tym w szczególności związanych ze zmianami dotyczącymi implementacji informacyjnych systemów zarządzania. Po dłuższym okresie stagnacji na rynku aplikacji wspomagających zarządzanie (ERP/CRM) widoczne są oznaki pobudzenia i coraz więcej przedsiębiorstw decyduje się na inwestycje w oprogramowanie dla firm.

Wreszcie na obraz polskiego rynku IT w najbliższych latach wpływ będą miały procesy konsolidacyjne i związany z tym wzrost barier wejścia i trudniejszy dostęp dla mniejszych graczy do dużych kontraktów. Kolejne procesy połączeń wokół Grupy Prokom oraz powstanie Sygnity bez wątplenia będą miały wpływ na nową konfigurację polskiej branży informatycznej.

2. Rynek automatyki budynkowej

Koncepcja inteligentnego budynku zakłada wysoki stopień zautomatyzowania i zintegrowania zarządzania budynkiem.

Głównymi elementami tego systemu są m.in.:

- system zarządzania energią i strukturami budynku (BMS);
- zarządzanie klimatyzacją, wentylacją i ogrzewaniem (HVAC);
- systemy ochrony i bezpieczeństwa oraz kontroli dostępu;
- ochrona przeciwpożarowa;
- zarządzanie telekomunikacją i węzłami teleinformatycznymi w okablowaniu strukturalnym;
- oświetlenie.

Większość z tych elementów powinna być zaimplementowana w biurowcach o wysokich standardach (klasy A bądź B+). Stąd wyniki Pionu Technologii Inteligentnego budynku są ściśle uzależnione od koniunktury na rynku budownictwa komercyjnego (biurowce, centra handlowe). W związku z tym poniżej przedstawimy pokrótce perspektywy rozwoju tej części branży budownictwa.

Według pisma „Murator” rynek powierzchni biurowych będzie rozwijać się dynamicznie w najbliższych latach, przy czym we wzroście tego rynku będzie antycypowała już nie tylko Warszawa, ale w coraz większym stopniu również inne duże polskie miasta – głównie Wrocław, Poznań, Kraków, Łódź, Trójmiasto i Katowice. Wzrost zapotrzebowania na powierzchnie komercyjne wynika w dużym stopniu z rosnących inwestycji zagranicznych w Polsce. Tabela 2. przedstawia dane na temat tego rynku w pierwszym półroczu 2006 roku.

O rosnącym popycie na tego rodzaju powierzchnie świadczy spadający wskaźnik powierzchni niewynajętej (procentowo). Redukcja liczby pustostanów miała miejsce we wszystkich większych miastach Polski w porównaniu z półroczem 2005 roku¹.

Tabela 6. Rynek powierzchni biurowych w największych miastach w Polsce;

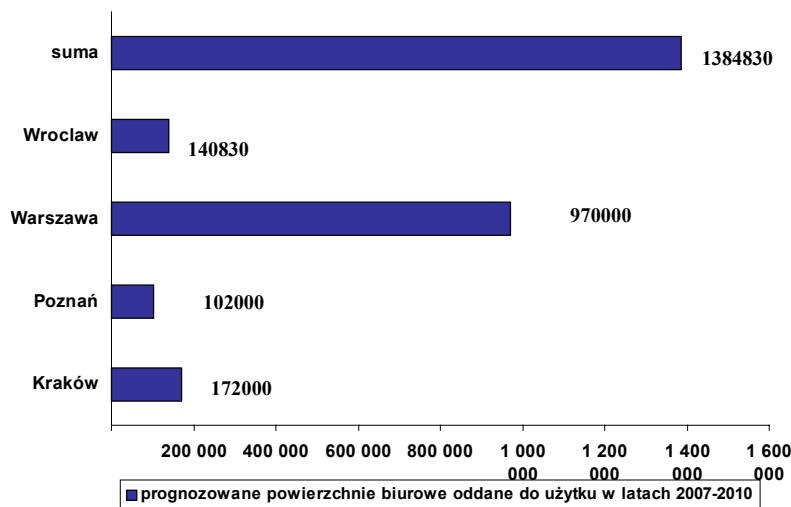
Miasto	Podaż (m ²)	Wskaźnik powierzchni niewynajętej (%)
Warszawa	2 493 446	7,9
Kraków	178 000	2,32
Trójmiasto	130 000	5,2
Wrocław	132 000	6,9
Poznań	111 720	3,3
Katowice	75 000	8,5
Łódź	50 000	5
Razem	3 009 966	
średnia		5,59

Źródło: Opracowanie własne na podstawie CB Richard Ellis; dane na koniec półrocza 2006;

W najbliższych trzech latach dobra koniunktura na rynku nieruchomości komercyjnych powinna się utrzymać ze względu na prognozowany szybki wzrost gospodarczy kraju i dalszy napływ inwestycji zagranicznych w okolice takich miast jak Wrocław, czy Poznań. Rysunek 2. przedstawia prognozy odnośnie podaży powierzchni biurowych do 2010 roku w Krakowie, Poznaniu, Warszawie i we Wrocławiu.

¹ „Polskie budownictwo – raport”, dostępny na witrynie internetowej: http://www.muratorplus.pl/17318_29148.htm;

Rysunek 4. Prognozy dotyczące nowych powierzchni biurowych na lata 2006-2010;



Źródło: Opracowanie własne na podstawie CB Richard Ellis;

Wraz z budową biurowców i centrów handlowych musi iść wzrost zapotrzebowania na produkty związane z technologią inteligentnego budynku, dlatego uważamy, iż perspektywy rozwoju branży automatyki budowlanej są obiecujące. Co więcej, jest to w Polsce wciąż jeszcze rynek niszowy o dużym potencjale wzrostu.

PROGNOZY

Poniżej przedstawiamy prognozy wyników finansowych spółki Qumak-Sekom SA, na których oparliśmy wycenę.

Tabela 7. Prognoza rachunku zysków i strat dla Qumak-Sekom SA;

Mln PLN	2005	2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P
Przychody ze sprzedaży	114.1	163.1	202.9	251.7	292.7	329.9	362.9	393.2	416.9	438.6	459.2	475.1
Koszty operacyjne	109.8	157.3	194.1	238.0	273.6	306.0	336.4	365.1	387.8	408.9	429.0	444.9
EBIT	4.2	5.8	8.8	13.8	19.1	24.0	26.6	28.1	29.0	29.7	30.2	30.2
EBITDA	5.7	7.5	10.7	15.7	21.3	26.5	29.4	31.2	32.4	33.4	34.1	34.5
Zysk netto	3.2	4.7	7.1	11.2	15.4	19.4	21.5	22.8	23.5	24.0	24.4	24.5

Źródło: Qumak-Sekom, BM BGŻ S.A.

P – prognozy BM BGŻ

Tabela 8. Prognoza bilansu spółki Qumak-Sekom SA;

mln PLN	2005	2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P
AKTYWA	50,7	79,4	95,6	114,5	136,8	163,2	182,1	200,5	218,9	237,5	256,1	273,9
Aktywa trwale	5,0	6,3	7,4	22,5	22,8	22,9	23,0	23,1	23,1	23,2	23,3	23,5
Aktywa obrotowe	45,6	73,1	88,2	92,0	114,0	140,3	159,1	177,4	195,8	214,3	232,8	250,4
Zapasy	3,3	1,9	3,5	5,0	6,7	7,6	8,5	9,3	9,8	10,4	10,8	11,1
Należności krótkoterminowe	37,5	44,1	58,7	74,4	89,9	104,9	119,2	131,6	142,4	152,4	161,6	169,8
Gotówka	-1,0	26,6	25,8	12,4	17,2	27,5	31,2	36,3	43,3	51,3	60,1	69,3
PASYWA	50,7	79,4	95,6	114,5	136,8	163,2	182,1	200,5	218,9	237,5	256,1	273,9
Kapitał własny	19,7	23,1	47,3	54,1	63,9	77,5	94,5	104,6	115,3	127,0	139,5	152,5
Zobowiązania i rezerwy	26,0	27,6	32,1	41,5	50,6	59,3	68,7	77,5	85,2	91,9	98,0	103,6
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	25,2	25,9	30,0	39,8	48,9	57,6	66,9	75,8	83,4	90,0	96,1	101,7
leasing	0,0	0,5	1,0	1,1	1,3	1,6	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8	3,1
Kredyty	4,5	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe (bez kredytów i leasingu)	20,7	24,5	28,9	38,7	47,6	56,0	65,1	73,7	81,1	87,5	93,3	98,6

Źródło: Qumak-Sekom, BM BGŻ S.A.
P – prognozy BM BGŻ
Tabela 9. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych Qumak-Sekom SA;

mln PLN	2005	2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P
Zysk netto	3,2	4,7	6,8	9,8	13,6	17,1	20,1	21,4	23,5	25,0	25,9	26,6
Amortyzacja	1,5	1,7	1,9	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3
Przeptywy z działalności operacyjnej	2,2	4,5	1,2	3,6	7,2	12,9	16,5	18,9	22,0	24,2	25,8	26,8
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	-0,2	-1,0	-2,0	-17,0	-2,4	-2,6	-2,8	-3,1	-3,4	-3,7	-4,0	-4,3
Przeptywy z działalności finansowej	-4,7	19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,0	-10,7	-11,8	-12,5	-12,9	-13,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2,7	22,4	-0,8	-13,4	4,8	10,3	3,6	5,2	6,9	8,0	8,8	9,1
Środki pieniężne na początek okresu	6,9	4,2	26,6	25,8	12,4	17,2	27,5	31,2	36,3	43,3	51,3	60,1
Środki pieniężne na koniec okresu	4,2	26,6	25,8	12,4	17,2	27,5	31,2	36,3	43,3	51,3	60,1	69,3

Źródło: Qumak-Sekom, BM BGŻ S.A.
P – prognozy BM BGŻ
Tabela 9. Wskaźniki finansowe dla Qumak-Sekom SA;

	2005	2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P
Zmiana sprzedaży	1%	43%	29%	23%	18%	14%	12%	8%	6%	5%	4%	3%
Zmiana EBIT	55%	39%	45%	43%	39%	25%	18%	6%	10%	6%	4%	3%
zmiana zysku netto	31%	49%	45%	43%	39%	25%	18%	6%	10%	6%	4%	3%
Marża EBIT	4%	4%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%
marża EBITDA	5%	5%	5%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
marża netto	3%	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ROE	14%	10%	13%	15%	18%	18%	19%	19%	19%	18%	17%	16%
(Zobowiązania) / (Kapitał Własny)	120%	68%	77%	79%	77%	73%	74%	74%	72%	70%	68%	65%
rotacja zapasów	10	4	6	7	8	8	8	8	8	8	8	8
rotacja należności	120	99	102	105	108	110	112	114	116	118	120	122
rotacja zobowiązań niefinansowych	79	67	67	67	67	68	69	70	71	72	73	74

Źródło: Qumak-Sekom, BM BGŻ S.A.
P – prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie Banku BGZ prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGZ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGZ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGZ z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGZ w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGZ jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGZ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGZ jest zabronione.

BM BGZ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%,
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%),
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGZ a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Jest możliwe, że BM BGZ świadczyło, świadczy lub może świadczyć usługi na rzecz podmiotów wymienionych w publikacji.

Historia rekomendacji

data rekomendacji	typ rekomendacji	kurs w dniu rekomendacji	czas ważności rekomendacji

BIURO MAKLESKIE BANKU BGZ

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
 tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
 e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji
 Brokerskich

Obsługa klientów indywidualnych

tel.

(22) 32 94 327
 (22) 32 94 328

POK oraz internetowy serwis
 transakcyjny

e-mail

makler@bmbgz.pl

bmbgz.net