



Qumak-Sekom

Akumuluj

12,50 zł

**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	11,40
kurs docelowy (zł)	12,50
wycena DCF (zł)	15,30
min 52 tyg (zł)	7,70
max 52 tyg (zł)	15,40
kapitalizacja (mln zł)	118,28
EV (mln zł)	89,44
liczba akcji (mln szt.)	10,38
free float	70,4%
free float (mln zł)	83,26
śr. obrót/msc (mln zł)	2,04

Zmiana kursu	Qumak-Sekom	WIG
1 miesiąc	29,8%	18,1%
3 miesiące	18,6%	4,6%
6 miesięcy	8,6%	5,9%
12 miesięcy	-23,0%	-42,2%

Akcjonariat	% akcji i głosów
SEB TFI	8,69
Legg Mason ZA	8,13
Aviva (d.CU IM)	7,29
AIG TFI	5,50

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
-	-	9,53

Wyniki kwartalne (termin publikacji 5 maja)

W I kwartale spodziewamy się znaczącego wzrostu przychodów (+30%) jednak przy niższej niż przed rokiem rentowności. Dlatego powtórzenie ubiegłorocznych zysków (2,5 mln zł w I kwartale) jest w naszej opinii nierealne. Mimo wszystko oceniamy osiągnięte wyniki bardzo dobrze, traktując I kw. 2008 r. jako zdarzenie jednorazowe. Powrotu dodatnich dynamik na poziomie zysku spodziewamy się już w II kwartale.

Perspektywy średnioterminowe

Qumak rozpoczął 2009 r. z portfelem zamówień wynoszącym ok. 180 mln zł (+50% r/r). Większość back logu dotyczy segmentu automatyki budynkowej, który w 2008 r. odpowiadał za ponad 50% przychodów (przy rentowności brutto na sprzedaży wynoszącej ok. 20%, bardzo wysokiej i nieosiągalnej w kolejnych latach). Uważamy, że silna pozycja QSM na rynku i udział w wielu dużych przetargach dają szansę na wzrost sprzedaży w tym obszarze jeszcze w roku bieżącym (w naszych prognozach przyjęliśmy +20%). Ważnym obszarem do zagospodarowania są kontrakty elektro-energetyczne przy budowie stadionów, zarząd liczy nawet na kilkadziesiąt mln zł rocznych wpływów z tytułu realizacji kilku tego typu zleceń. Wciąż ważnym segmentem pozostaje pion integracyjny, który naszym zdaniem również odnotuje wzrost sprzedaży w 2009 r. (+20%). Stabilizacji na poziomie 11-12 mln zł oczekujemy w pionie aplikacji. Bardziej wymagające warunki rynkowe (rosnąca konkurencja) negatywnie odbiją się na realizowanej marży. Na rok 2009 założyliśmy, że w najbardziej narażonym na presję cenową segmencie automatyki budynków marże spadną o 20%, a w integracji o 15%. Celem zarządu na 2009 rok jest osiągnięcie 300 mln zł przychodów (+20%) i utrzymanie zysku netto (co implikuje spadek rentowności, ale utrzymanie zyskowności netto powyżej 5% w dłuższym horyzoncie jest w naszej opinii nierealne). Osiągnięcie planowanego poziomu sprzedaży jest naszym zdaniem całkiem prawdopodobne (czemu sprzyja wysoki back log spółki), jednak w odniesieniu do prognozowanych zysków jesteśmy bardziej zachowawczy. Trudniejszy będzie rok 2010, a wyniki w dużej mierze zależą od skuteczności w pozyskiwaniu nowych zleceń w roku bieżącym (wyznacznikiem będzie wartość portfela zamówień i rentowność przyszłych kontraktów). Dlatego liczymy się ze spadkiem przychodów w obu głównych obszarach działalności przy dalszej erozji marż. Wynikiem tego będzie wyraźny spadek zysków.

Wycena i rekomendacja

Podstawowym atutem QSM jest jego silna pozycja finansowa (30 mln zł nadwyżki gotówki). Z jednej strony oznacza to wysoką zdolność do pozyskiwania kolejnych kontraktów (w ostateczności spółka może konkurować długimi terminami spłaty należności), a z drugiej wpływa na zwiększenie wyceny firmy. Z modelu DCF wylczyliśmy wartość Qumaka na 156 mln zł (15,3 zł/akcję). Z kolei analiza porównawcza (wzięliśmy pod uwagę spółki budowlane, gdyż profil działalności QSM oraz uzyskiwane rentowności w coraz większym stopniu zbliżają go do specjalistycznych firm budowlanych) dała wycenę na poziomie 10,9 zł. Przykładając większą wagę wycenie porównawczej, wyznaczaliśmy cenę docelową na 12,5 zł i wydajemy rekomendację AKUMULUJ. Uważamy, że ewentualne osłabienie kursu na skutek publikacji słabszych niż przed rokiem wyników finansowych należałoby wykorzystać do zakupu akcji spółki.

Dane finansowe (jednostkowe)

mln zł	2007	2008	2009p	2010p	2011p
Sprzedaż	208,85	254,77	297,60	270,24	279,85
EBITDA	11,91	19,72	17,18	10,79	16,47
EBIT	10,08	17,38	14,77	8,33	13,94
Zysk netto	8,39	14,11	13,13	7,41	12,19
Zysk skorygowany	8,39	14,11	13,13	7,41	12,19
EPS (zł)	0,83	1,36	1,27	0,71	1,17
DPS (zł)	0,25	0,45	0,63	0,36	0,59
CEPS (zł)	1,01	1,59	1,50	0,95	1,42
P/E	13,76	8,38	9,01	15,97	9,71
P/BV	2,06	1,75	1,55	1,54	1,38
EV/EBITDA	7,27	4,54	5,21	8,29	5,43

p - prognoza DM PKO BP SA

Dom Maklerski PKO BP SAul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Michał Sztabler

tel. (0-22) 521-79-13

e-mail: michal.sztabler@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	IQ 08	I-IQ 08	IQ 09P	I-IQ 09P
Przychody netto ze sprzedaży	163,12	208,85	254,77	297,60	270,24	279,85	29,62	29,62	38,20	38,20
zmiana	42,9%	28,0%	22,0%	16,8%	-9,2%	3,6%	9,3%	9,3%	29,0%	29,0%
EBITDA	7,48	11,91	19,72	17,18	10,79	16,47	3,81	3,81	2,51	2,51
zmiana	32,2%	59,3%	65,6%	-12,9%	-37,2%	52,6%	-	-	-34,0%	-34,0%
EBIT	5,82	10,08	17,38	14,77	8,33	13,94	3,15	3,15	1,91	1,91
zmiana	38,8%	73,1%	72,4%	-15,0%	-43,6%	67,4%	-	-	-39,4%	-39,4%
Zysk netto	4,73	8,39	14,11	13,13	7,41	12,19	2,52	2,52	1,84	1,84
zmiana	49,0%	77,3%	68,1%	-6,9%	-43,6%	64,6%	-	-	-27,1%	-27,1%
Zysk netto skorygowany	4,73	8,39	14,11	13,13	7,41	12,19	2,52	2,52	1,84	1,84
zmiana	49,0%	77,3%	68,1%	-6,9%	-43,6%	64,6%	-	-	-27,1%	-27,1%
Marża EBITDA	4,6%	5,7%	7,7%	5,8%	4,0%	5,9%	12,8%	12,8%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	3,6%	4,8%	6,8%	5,0%	3,1%	5,0%	10,6%	10,6%	5,0%	5,0%
Rentowność netto	2,9%	4,0%	5,5%	4,4%	2,7%	4,4%	8,5%	8,5%	4,8%	4,8%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Aktywa ogółem	79,36	103,91	143,36	146,12	141,13	151,66
Aktywa trwałe	6,31	8,98	13,24	13,18	13,12	13,06
Aktywa obrotowe	73,05	94,93	130,12	132,94	128,01	138,60
Kapitał własny	47,26	55,90	67,73	76,20	77,04	85,53
Zobowiązania i rezerwy ogółem	31,10	46,01	70,37	64,64	58,81	60,86
Dług netto	-25,60	-17,02	-28,83	-16,31	-22,06	-28,90
Kapitał obrotowy	21,05	37,17	52,57	59,80	54,30	56,23
Kapitał zaangażowany	21,66	38,88	38,89	59,89	54,98	56,62
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	4,45	-6,47	18,31	9,33	14,71	13,01
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1,02	-3,64	-4,57	-10,29	-8,90	-9,04
Srodki pieniężne z działalności finansowej	19,00	0,30	-1,94	-4,65	-6,57	-3,70
Srodki pieniężne na koniec okresu	26,62	16,82	28,62	23,00	22,25	22,51
Dług netto/EBITDA	-3,42	-1,43	-1,46	-0,95	-2,04	-1,76
ROE	13,5%	16,3%	22,8%	18,3%	9,7%	15,0%
ROACE	22,7%	27,0%	36,2%	24,2%	11,7%	20,2%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Prognozy										
EBIT	15	8	14	15	15	16	16	17	18	19
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	12	7	11	12	12	13	13	14	15	15
Amortyzacja	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Nakłady inwestycyjne	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
Inwestycje w kapitał obrotowy	6	-5	2	2	2	2	2	2	2	2
FCF	6	12	10	10	10	11	11	12	12	13
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Koszt kapitału	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Wycena										
DFCF	5	9	7	7	6	6	5	5	5	5
Suma DFCF	60									
Zdy skontowana wartość rezydualna	67									
Dług netto + wy płacona dywidenda	-29									
Kapitały mniejszości	0									
Wartość spółki	156									
Liczba akcji (mln sztuk)	10,375									
Wartość 1 akcji 01.01.09 (zł)	15,08									
Wartość 1 akcji 19.04.09 (zł)	15,30									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2009	2010	2008	2009	2010	
Elektrobudowa	Polska	ELB PW	144	191	10,24	10,71	11,01	6,49	6,71	6,96
Elektrotim	Polska	ELT PW	27	36	12,67	21,14	35,13	5,10	7,56	10,85
Projprzem	Polska	PJP PW	24	32	9,91	7,47	13,29	4,20	2,97	5,02
Energomontaż Północ	Polska	EPN PW	57	76	10,37	10,63	9,66	5,93	5,26	4,44
Budopol	Polska	BDP PW	15	20	18,56	8,82	10,61	3,27	2,27	2,92
Energomontaż Południe	Polska	EPD PW	34	45	10,24	9,52	8,16	7,22	5,93	5,68
Mediana					10,30	10,07	10,81	5,52	5,60	5,35
Qumak-Sekom	Polska	QSM PW	27	36	8,38	9,01	15,97	4,54	5,21	8,29
Premia/(dy skonto) w wy cenie rynkowej spółki					-18,6%	-10,6%	47,7%	-17,8%	-7,0%	54,9%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					14,01	12,75	7,72	13,26	12,04	8,34

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

banki	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
budownictwo i nieruchomości, hotele	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
przemysł metalowy, spożywczy, inne	Marcin Sójka (022) 521 79 31 marcin.sojka@pkobp.pl
przemysł drzewny i papierniczy, płytki ceramiczne	Bartosz Arenin (022) 521 87 23 bartosz.arenin@pkobp.pl
przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
e-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Wydział Klientów Instytucjonalnych

Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl	Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl	Piotr Gawron	(0-22) 521 91 50 piotr.gawron@pkobp.pl
Marcin Kuciapski	(0-22) 521 82 10 marcin.kuciapski@pkobp.pl	Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Kamil Cisko	(0-22) 521 82 13 kamil.cisko@pkobp.pl		

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiekolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega ujawnieniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.