

Energomontaż Północ

Ticker: EPN

Kupuj

sektor / branża: Budownictwo

ISIN: PLENMPN00017

11,39 zł

Profil spółki

Grupa Kapitałowa świadczy kompleksowe usługi budowlano - montażowe dla branży petrochemicznej, chemicznej oraz energetycznej, a także oferuje sprzedaż prefabrykowanych konstrukcji stalowych.

Dane podstawowe

Kurs (13/02/09)	7,30
Wycena DCF (zł)	11,07
Wycena porównawcza (zł)	11,71
Cena docelowa (zł)	11,39

Liczba akcji (tys.)	23 827
Kapitalizacja (mln zł)	173,9
EV (mln zł)	119,3

Notowania

EPN

max cena 52 tygodnie (zł)	14,7
min cena 52 tygodnie (zł)	6,8
Mediana obrotów (3m-ce/tys. zł)	11,6

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Polimex - Mostostal	65,6%	65,6%
ING TFI	14,1%	14,1%

Z back-logiem pod prąd

Rekordowa kontraktacja

Pomimo słabnącej kondycji gospodarki, w tym również sektora produkcji budowlano - montażowej (głównie segmentu budownictwa mieszkaniowego, kubaturowego), można wciąż znaleźć spółki, które w tym roku zamierzają osiągnąć rekordowe wyniki sprzedażowe i mają ku temu podstawy. Takim przykładem jest Energomontaż, którego obecny portfel zamówień gwarantuje sprzedaż na poziomie szesnastorocznych obrotów, a ambicje na 2009 r. są dużo wyższe i sięgają 450 mln zł. Również rentowność, dotychczas częściowo obciążona portfelem zleceń z lat 2006 - 2007 powodujących erozję marż, dzięki dużej kontraktacji oraz selektywnego podejścia do nowych kontraktów, powinna cechować się dalszą poprawą.

Rosnąca ekspozycja na energetycznych odbiorców usług

Chociaż program inwestycyjny w branży petrochemicznej prawdopodobnie osiągnie swoje apogeum wydatków w bieżącym roku, a branża chemiczna, antycypująca zmniejszenie dynamiki popytu na produkty w najbliższych latach, również ogranicza dotychczasowe plany inwestycyjne, Grupa nie obawia się spadku popytu na własne usługi, kierując coraz więcej swoich mocy wykonawczych do sektora energetycznego (elektrownie i elektrociepłownie). Docelowy udział oferowanych usług tym odbiorcom ma wzrosnąć do 80% w 2012r.

W tym obszarze, Spółka obecnie realizuje projekty w obrębie ochrony środowiska związane z ograniczeniem emisji gazów szkodliwych (instalacje odsiarczenia spalin) oraz regulacjami dotyczącymi wymaganych limitów wytwarzania energii z OZE (instalacje spalania biomasy). Energomontaż zamierza również partycypować w budowie nowych mocy wytwórczych (deficyt energii przy wykorzystaniu obecnej infrastruktury ma wynieść ok. 6% zapotrzebowania w 2015r.) oraz modernizacji istniejących bloków energetycznych, które w ok. 50% zainstalowano przed 1980r.

Według szacunków URE, łączna wartość nakładów przeznaczonych na poprawę efektywności i bezpieczeństwa energetycznego Polski do 2020r. może pochłonąć aż 150 mld zł. Ponadto, w tym roku spodziewamy się bardziej aktywnej ekspansji Grupy na rynkach zagranicznych, gdyż obecny poziom kursu EUR/PLN, uatrakcyjnił realizację eksportowych kontraktów, w realizacji których Energomontaż posiada duże doświadczenie.

Pozycja gotówkowa

Istotnym czynnikiem w dużym stopniu determinującym powodzenie się realizacji strategii Spółki jest zgromadzona gotówka, która zabezpieczy zarówno zapotrzebowanie Grupy na kapitał obrotowy, nakłady na rozbudowę i modernizację zakładów, jak również pozwoli rozważyć zakup ciekawych aktywów energetycznych. Energomontaż na koniec 2008r. zgromadził ok. 70 mln zł środków pieniężnych, a dług oscylował w granicy 10% tej wartości.

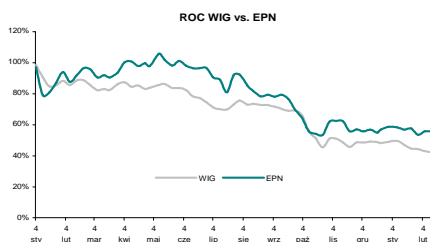
Wycena

Przyjęte przez nas założenia w modelu DCF implikują wycenę 1 akcji Grupy Energomontaż na poziomie 11,07 zł. Porównując natomiast jej wyniki do wąskiej grupy podmiotów o najbardziej zbliżonym do Spółki profilu działalności, otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na poziomie 11,71 zł. W rezultacie, nadając obu metodom jednakowe wagi, wartość 1 akcji Energomontażu ustalamy na poziomie 11,39 zł i wydajemy rekomendację KUPUJ dla walorów Spółki.

Analitik:

Grzegorz Kujawski tel. (0-22) 329 43 46

e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl



mln zł	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	232,1	312,9	318,5	427,2	449,8	486,7
zmiana r/r (%)	-	34,8%	1,8%	34,1%	5,3%	8,2%
EBITDA	13,8	7,9	31,2	31,0	33,6	37,8
EBIT	8,9	2,0	24,4	23,4	24,7	27,6
marża EBIT (%)	3,8%	0,6%	7,7%	5,5%	5,5%	5,7%
Zysk netto	8,8	5,0	22,8	21,9	22,4	24,9
marża netto (%)	3,8%	1,6%	7,1%	5,1%	5,0%	5,1%
EPS (zł)	0,9	0,5	1,5	1,4	1,4	1,6
DPS (zł)	-	-	-	-	-	0,4
P / E	19,7	34,9	7,6	8,0	7,8	7,0
EV / EBITDA	8,7	15,1	3,8	3,8	3,5	3,2

P - prognozy BM BGZ

Prognoza wyników za 4 kw. 2008

Szacujemy, że przychody Energomontażu w 4 kw. 2008 r. osiągną poziom zbliżony do tego zrealizowanego w 2007 roku i wyniosą ok. 98 mln zł. Spodziewamy się przy tym zrealizowania wyższej niż w analogicznym okresie 2007 roku marży brutto ze sprzedaży (ok. 13,2%, wzrost 1,1 p.p. r/r), związanego z brakiem obciążenia wyników starym portfelem nisko rentownych zleceń oraz wzrostem kursu EUR/PLN. Na niższych poziomach największy wpływ będzie miał wynik, jaki spółka zrealizowała na sprzedaży nieruchomości w Koźlenicach (ok. 5 mln zł) jak również przychody finansowe z lokat pieniężnych (na koniec 3 kw. spółka zgromadziła 46 mln zł, a w 4kw. szacujemy wzrost gotówki do ok. 70 mln zł). Ponadto Spółka powinna zaksięgować ok. 0,7 mln zł zysku z tytułu posiadanych 32% udziałów w Energomontażu Bełchatów, wycenianych metodą praw własności, co w ujęciu rocznym ma wymiar cashowy (Energomontaż ok. 50% rocznego udziału w zysku otrzymuje w formie dywidendy). Pozytywnie na wynik w 4 kw. wpłyną również dodatnie różnice kursowe z tytułu uregulowanych należności handlowych z kontraktu fakturowanego w walucie euro.

W rezultacie, w 4 kw. spodziewamy się zysku netto na poziomie 11 mln zł, który skorygowany o zdarzenia jednorazowe wyniesie ok. 6,1 mln zł. Tym samym rentowność netto ukształtuje się na poziomie 6,2% (poprawa o 2,7 p.p. r/r). Łącznie za cały 2008 rok, zysk Grupy Kapitałowej powinien ukształtować się w granicy 22,8 mln zł, a wyłączając jednorazową transakcję zbycia nieruchomości, ok. 18 mln zł (ponad 2,5-krotny wzrost r/r), co implikuje rentowność netto w wysokości 5,6% (wzrost 4 p.p. r/r) oraz wskaźnik P/E na poziomie 10,1.

Tabela 1. Prognozowane wyniki Grupy za 4 kw.

mln zł	4 kw. 2008	4 kw. 2007	dynamika (%) r/r	1-4 kw.2008	1-4 kw.2007	dynamika (%) r/r
Przychody netto ze sprzedaży	97,7	99,2	98,5%	318,5	312,9	101,8%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	84,8	87,2	97,2%	276,0	282,6	97,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,9	12,0	107,8%	42,4	30,3	140,1%
marża brutto ze sprzedaży (%)	13,2%	12,1%	-	13,3%	9,7%	-
Zysk ze sprzedaży	5,5	3,6	152,5%	17,0	5,5	307,8%
marża ze sprzedaży (%)	5,7%	3,7%	-	5,3%	1,8%	-
EBITDA	13,5	5,2	259,7%	31,7	7,9	401,9%
marża EBITDA (%)	13,8%	5,2%	-	9,9%	2,5%	-
EBIT	11,5	3,6	315,9%	24,4	2,0	1222,1%
marża EBIT (%)	11,8%	3,7%	-	7,7%	0,6%	-
Udział w zyskach netto jednostek stowarzyszonych	0,7	0,9	75,4%	2,4	2,2	108,4%
Zysk brutto	13,8	4,8	286,2%	28,8	6,3	455,8%
marża brutto (%)	14,1%	4,9%	-	9,0%	2,0%	-
Zysk netto*	11,0	3,5		22,8	5,0	
Skorygowany zysk netto*	6,1	3,5	173,9%	17,9	5,0	358,1%
marża netto (%)	6,2%	3,5%	176,5%	5,6%	1,6%	351,8%

* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej

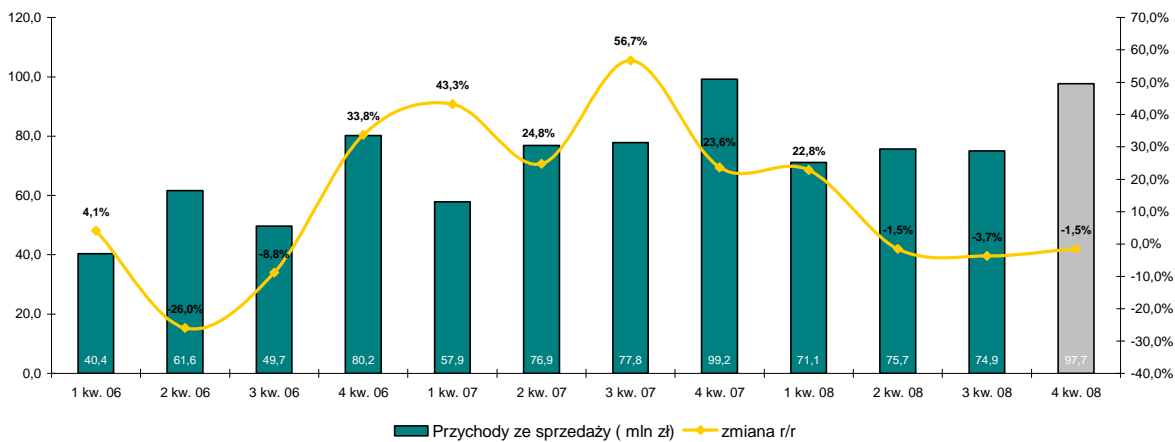
EPS (zł)	0,25	0,15		0,75	0,21	
CEPS (zł)	0,34	0,21		1,05	0,46	
P/E (x)	-	-		10,01	35,85	

Źródło: BM BGZ S.A.

Marginalny wpływ na wyniki w 2008 roku, dzięki przyjętej przez Energomontaż polityce rachunkowości zabezpieczeń, będzie miał wpływ strategii zabezpieczającej część przychodów z kontraktu realizowanego dla Elektrowni Koźlenice. Spółka zabezpieczyła 12 mln euro stanowiących ok. 30% przychodów walutowych z tej inwestycji stosując strategię opcyjną, której ujemną wycenę wynoszącą na koniec grudnia ok. 10,5 mln zł ujęto w kapitale z aktualizacji wyceny, a

rozliczoną część w wysokości ok. 0,15 mln zł odniesiono na wynik finansowy. Biorąc pod uwagę bieżący kurs złotówki na poziomie 4,6 EUR/PLN, ujemna wycena tych instrumentów oscyluje w granicach 15 mln zł. W miarę rozliczenia kontraktu w Kozienicach różnica ta będzie odnoszona na rachunek wyników (koszty finansowe). Nie powinno to jednak wpłynąć na obniżenie zakładanej rentowności na kontrakcie (szacowana była ona przy kursie 3,35 EUR/PLN), a na jej wzrost ze względu na niezabezpieczenie ok. 50% ekspozycji walutowej na tym kontrakcie (ok. 20% otwartej pozycji walutowej udało się naturalnie zaheadgować).

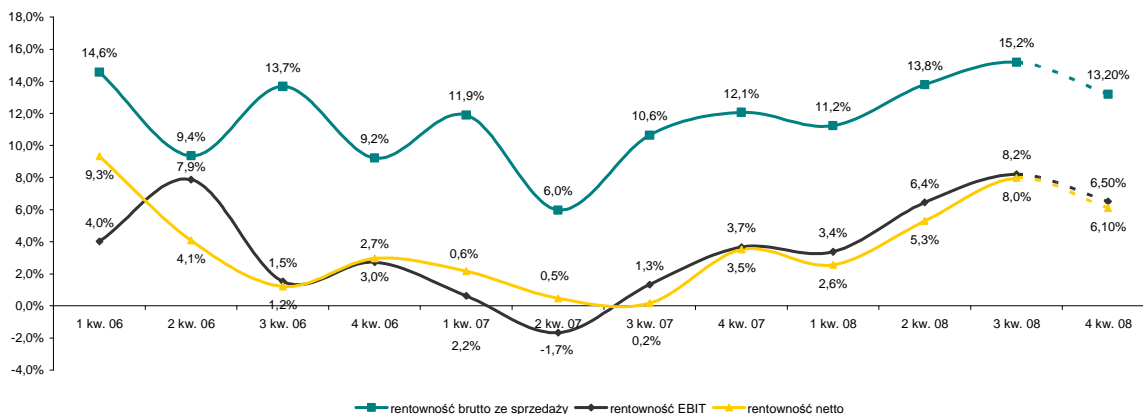
Tabela 2. Dynamika przychodów w ujęciu kwartalnym



Źródło: BM BGZ S.A.

Analizując sprzedaż pod kątem sezonowości, Spółka w 4 kw. zwykle realizuje ok. 30 - 35% rocznych obrotów, co związane jest z zakończeniem cyklu inwestycyjnego (fakturowaniem sprzedaży) i jednoczesnym rozpoczęciem cyklu operacyjnego odbiorców usług i produktów Spółki - sektor energetyczny (elektrownie elektrociepłownie), sektor petrochemiczny (większy popyt na paliwa płynne). W 2008 r. w 4 kw. Energomontaż powinien osiągnąć przychody w wysokości ok. 31% rocznej sprzedaży, która po 12 miesiącach oscylować będzie na poziomie zeszłorocznych obrotów (ok. 320 mln zł).

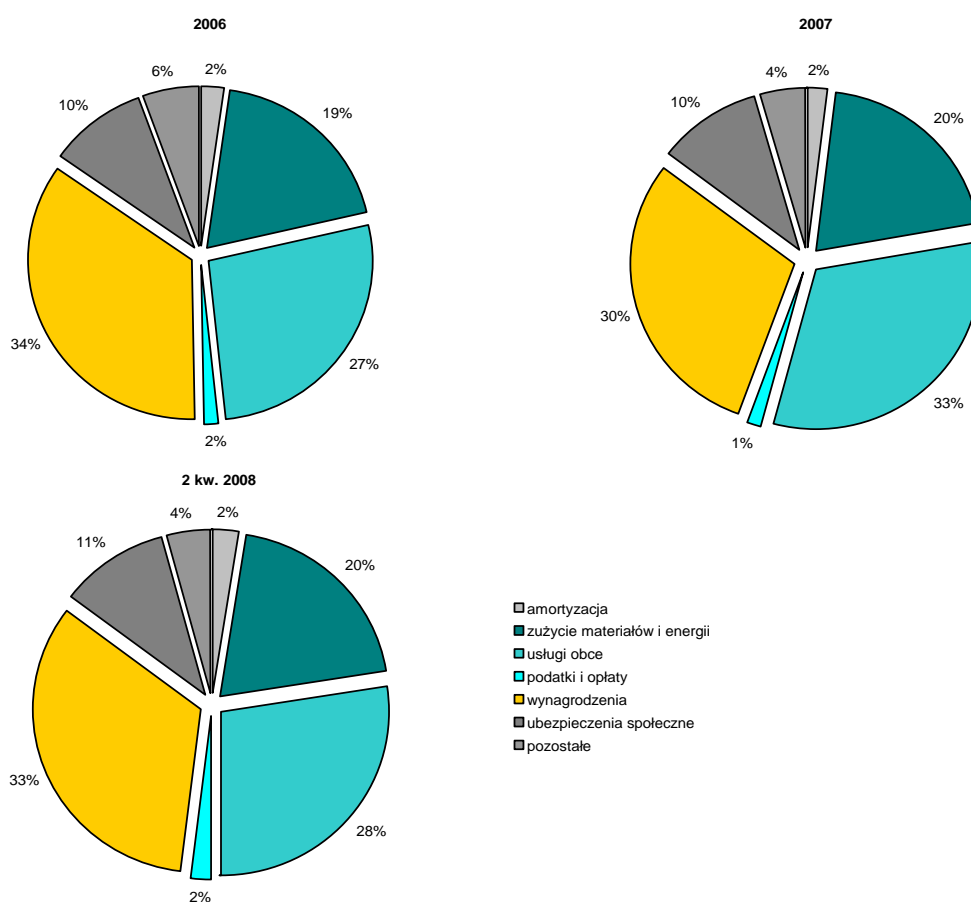
Tabela 3. Rentowność Grupy w ujęciu kwartalnym



Źródło: BM BGZ S.A.

Choć w 4 kw. spodziewamy się osiągnięcia rentowności na pierwszym poziomie w wysokości 13,2% (niższym o 3 p.p. kw./kw.), będzie ona zarazem wyższa o 1.1 p.p. r/r. Znacznie większą progresję prezentują rentowności na niższych poziomach. Dzięki reżimowi kosztowemu w Spółce udało się istotnie ograniczyć wydatki, w rezultacie czego, w 4 kw. spodziewamy się skorygowanej marży netto na poziomie 6,1%, co oznacza wzrost 3,5 p.p. r/r, wtedy wyniosła ona niespełna 3,5%. W całym 2008 roku, marża brutto ze sprzedaży powinna wynieść 13,4%. W kolejnych latach zakładamy jej utrzymanie w przedziale 12 -13%. Natomiast rentowność netto, której wysokość w 2008 roku prognozujemy na poziomie 5,6%, mieścić się powinna docelowo w przedziale 5,0-6,0%.

Tabela 4. Struktura kosztów rodzajowych



Źródło: BM BGZ S.A.

W strukturze kosztów największą pozycję stanowią obecnie wynagrodzenia pracowników (łącznie z narzutami ok. 45% kosztów rodzajowych w 2 kw. 2008 r.). Jednakże, w miarę wzrostu znaczenia w strukturze sprzedaży kontraktów realizowanych w systemie generalnego wykonawstwa, udział tej pozycji powinien stopniowo się zmniejszać. Obecna sytuacja na rynku pracy (niższa presja płacowa oraz fluktuacja kadr), powinna również pozytywnie wpływać na osiągane marże. W rezultacie, zwiększą się zarówno udziały kosztów usług obcych oraz zużycia materiałów, które w 2 kw. wyniosły odpowiednio 28% i 20% w strukturze całkowitych kosztów rodzajowych. W porównaniu do lat 2006 i 2007 spodziewamy się również kontynuowania przez Zarząd wysiłków zmierzających do ograniczenia kosztów stałych w Grupie spadku udziału kosztów ogólnego zarządu w przychodach Spółki, co w efekcie wykorzystania dźwigni operacyjnej przełoży się na wzrost rentowności

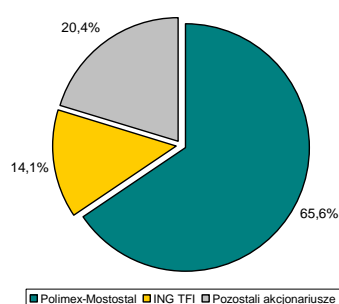
netto z 3,8% w 2006 do 5,6% w 2008 roku. Następnie do roku 2012 zakładamy stopniowy wzrost rentowności do 5,5%, przy równoczesnym ustabilizowaniu się marży brutto ze sprzedaży na poziomie 12%. Istotnym czynnikiem wpływającym na marżę, będzie panujący wokół polskiej energetyki klimat inwestycyjny, który w pierwszej fazie realizacji dużych przedsięwzięć szacowanej na lata 2011 -2012, powinien spowodować wzrost marż, ograniczony w późniejszych latach poprzez wzrost konkurencji.

Charakterystyka Grupy

Struktura akcjonariatu

Największym akcjonariuszem Spółki jest grupa Polimex – Mostostal, która posiada 66,6% udział w kapitale zakładowym Energomontażu. Większość akcji Energomontażu Polimex nabył w 2007 roku emitując swoje papiery dla dotychczasowych głównych akcjonariuszy Spółki – podmiotów Sices oraz Gloria, w zamian za wniesienie aportem do Polimexu posiadanych przez nich akcji Energomontażu. W związku z wysoką wyceną obu podmiotów w tamtym okresie (Polimex płacił swoimi walorami średnio ok. 32 zł za 1 akcję Energomontażu, czyli łącznie ok. 0,5 mld zł), w skutek objęcia kontroli nad Spółką, w księgach Polimexu powstała wartość firmy z konsolidacji w wysokości ok. 0,4 mld zł. W związku z tym, że obecna wartość rynkowa Energomontażu jest kilkakrotnie niższa istnieje potencjalna przesłanka do odpisu aktualizującego wartości powstałego goodwillu. Dotychczas Zarząd Polimexu, realizując postanowienia standardu MSR 36, na każdy dzień bilansowy przeprowadza test na trwałą utratę wartości posiadanego pakietu akcji. Zważywszy jednak na systematyczną poprawę wyników Energomontażu, ewentualny odpis wydaje się być na razie mało prawdopodobny

Tabela 5. Struktura akcjonariatu Grupy



Akcjonariat	liczba akcji	% udział w	
		kapitale zakładowym	głosach na WZA
Polimex-Mostostal	15 619 693	65,55%	65,55%
ING TFI	3 348 476	14,05%	14,05%
Pozostali akcjonariusze	4 858 875	20,39%	20,39%
Razem	23 827 044	100,00%	100,00%

Źródło: BM BGZ S.A.

Jednakże, w celu zmniejszenia ryzyka obniżenia wartości aktywów Polimexu w przyszłości, możliwy chociaż naszym zdaniem mało realny w tym roku, jest scenariusz konsolidacji aktywów energetycznych Mostostalu dotyczący spółek takich jak Sefako, ZRE Kraków czy ZRE Lublin (Energomontaż posiada nim 77,3% udziałów) w obrębie Energomontażu. Taki ruch, z jednej strony spowodowałby urealnienie wartości podmiotów ujętych w wartości bilansowej w księgach Polimexu, z drugiej strony z tytułu sprzedaży udziałów w tych Spółkach, Polimex mógłby liczyć na wpływy rzędu 70 – 80 mln zł, które w dużej mierze pokryte byłyby przez Energomontaż ze środków własnych (na koniec 4kw. będzie posiadał ok. 70 mln zł gotówki).

Struktura organizacyjna Grupy

Podmiotem dominującym w Grupie jest spółka Energomontaż Północ, która oferuje kompleksową obsługę w zakresie generalnego wykonawstwa projektów oraz montaż prefabrykowanych konstrukcji stalowych. Spółka po trzech kwartałach zrealizowała sprzedaż na poziomie 100,9 mln zł, co stanowiło 45,7% przychodów Grupy. W kolejnych latach spodziewamy się wzrostu znaczenia pozostałych spółek z grupy, w związku z realizowanym obecnie planem inwestycyjnym (zwiększenie mocy wytwórczych prefabrykowanych rurociągów o ponad 50% w Spółce Energop oraz planowanymi inwestycjami w pozostałych podmiotach).

Wśród spółek zależnych największe znaczenie dla wyników Grupy ma Energop, Energomontaż Północ Gdynia oraz ZRE Lublin, w których posiadane udziały pozwalają na pełną konsolidację z wynikami Spółki oraz Energomontaż Bełchatów, w którym Spółka posiada obecnie ok. 33% i konsoliduje ją metodą praw własności.

Tabela 6. Struktura organizacyjna Grupy

Energomontaż Północ S.A.		generalne wykonawstwo obiektów energetycznych i przemysłowych, montaż konstrukcji stalowych
Energop Sp z o.o.	100,0%	usługi budowlano-montażowe, prefabrykacja rurociągów i konstrukcji stalowych
Energomontaż-Północ Gdynia Sp. z o.o.	100,0%	usługi budowlano - montażowe (rurociągi), produkcja konstrukcji stalowych (platformy offshore), działalność handlowa
ZRE Lublin S.A.	73,7%	produkcja konstrukcji stalowych i urządzeń energetycznych, działalność serwisowa i remontowa
Energomontaż-Północ-Bełchatów Sp. z o.o.	32,8%	generalne wykonawstwo obiektów energetycznych i przemysłowych, produkcja i montaż konstrukcji stalowych
Energomontaż-Północ-TSiL Sp. z o.o.	99,3%	prace badawczo-rozwojowe
Energomontaż-Nieruchomości Sp. z o.o.	100,0%	zarządzanie oraz obrót nieruchomościami
Energomontaż-Magyarorszag Sp. z o.o.	100,0%	usługi budowlano-montażowe, działalność handlowa

Źródło: BM BGZ S.A.

Przedstawiony powyżej schemat struktury Grupy jest dowodem na posiadane przez Energomontaż szerokie kompetencje w świadczeniu specjalistycznych usług budowlano-montażowych. Grupa Energomontażu, jest obecnie jednym z wiodących polskich przedsiębiorstw operujących w sektorze budownictwa przemysłowego dla energetyki (elektrownie i elektrociepłownie) oraz przemysłu chemicznego, szczególnie zaznaczającą swoją prezencję w sektorach związanych z wydobywaniem, przetwórstwem, składowaniem oraz transportem ropy naftowej i gazu ziemnego. Spółki z Grupy realizują również inwestycje dla przemysłu stoczniowego, przy produkcji platform wiertniczych oraz projekty współfinansowane ze środków KE związane z ochroną środowiska (instalacje odsiarczania i odazotowania spalin, instalacje oraz kotły do spalania biomasy). Na koniec roku w Grupie zatrudnionych było ok. 2000 pracowników, wśród nich spawacze, monterzy oraz kadra inżynieryjno-techniczna.

Wśród Spółek z Grupy Kapitałowej największą dynamikę przychodów po 3 kw. (wzrost ok. 46% r/r) osiągnęła spółka ZRE Lublin m.in. wskutek realizacji dodatkowych niezaplanowanych w portfelu kontraktów, co w połączeniu z brakiem zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie kapitału obrotowego, znacząco poprawiło zrealizowaną marżę netto, która po 9 miesiącach wyniosła 5,5% (wzrost o 1,9 p.p. r/r).

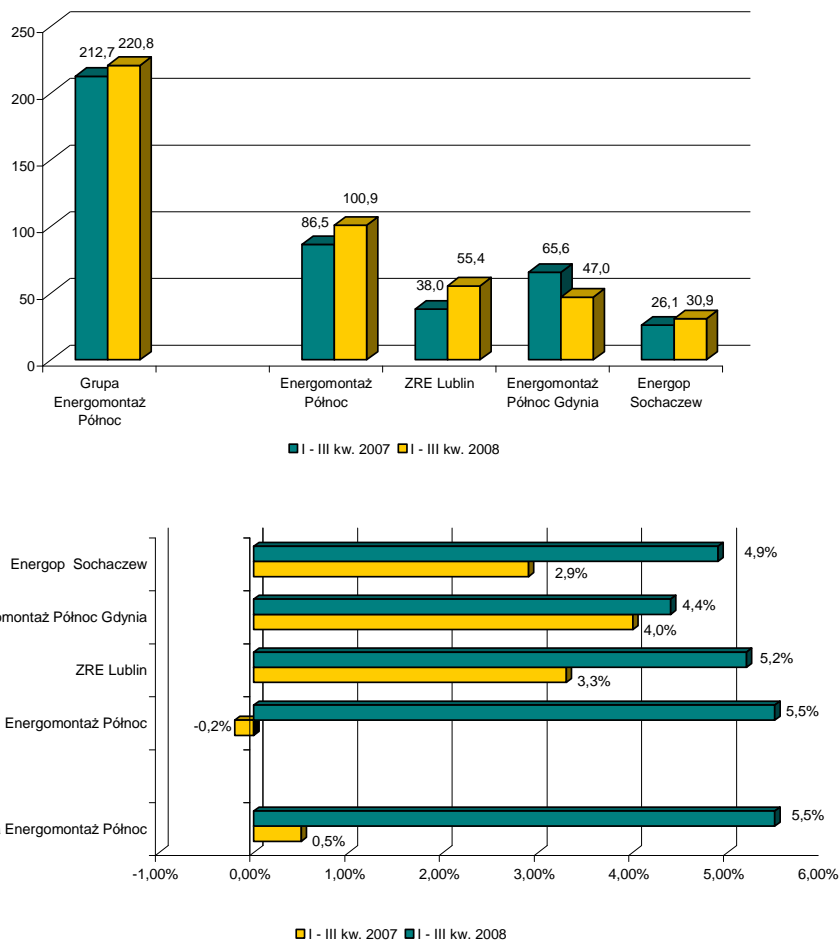
Mniejszą ok. 18% poprawę przychodów zanotował również Energop, natomiast znaczącej poprawie uległy marże spółki. Przyczynił się do tego wzrost zamówień na prefabrykowane z jakościowych stali wyroby, jak również ograniczenie kosztów ogólnego zarządu. W rezultacie w okresie 1-3 kw. 2008 r. spółka osiągnęła marżę netto na poziomie 4,9%, co implikuje

wzrost o 2 p.p. r/r. Biorąc pod uwagę realizowany w Spółce plan inwestycyjny po jego zakończeniu spodziewamy się dalszej progresji marż do ponad 5% na poziomie netto. Na realizację tego przedsięwzięcia spółka z Sochaczewa zaciągnęła kredyt w wysokości 5 mln euro, jednak obecnie wykorzystuje ok. 1,5 mln euro przyznanego limitu.

Podmiotem, który może się pochwalić najwyższym wzrostem rentowności jest Energomontaż Północ (podmiot dominujący), który realizując dynamikę sprzedaży na poziomie ok. 14%, i rentowność netto po 9 miesiącach 2007 r. na poziomie -0,2%, zdołał ją poprawić o ponad 5,3 p.p. r/r do poziomu 5,5% m.in. dzięki realizacji nowych kontraktów przy satysfakcjonujących marżach oraz rozliczeniu w poprzednich okresach portfela nisko rentownych zleceń.

Z kolei, spółka Energomontaż Północ Gdynia, w analogicznym okresie zrealizowała przychody mniejsze o ok. 30% r/r, co wynikało z przesunięcia się kontraktów na budowę platform wiertniczych dla Norwegów (Aker Kverener), mającego w mniejszym stopniu wpływ na obroty Energozu również zaangażowanego w tych projektach, a także zleceń wykonywanych na rzecz firmy Babcock (oba z winy zamawiających). Mimo to Spółce udało się nieznacznie poprawić marżę netto (4,4% wzrost o 0,4 p.p. r/r).

Tabela 7. Wyniki i rentowności netto spółek z Grupy za 1-3 kw. 2008 r.



Źródło: BM BGZ S.A.

Portfel zamówień

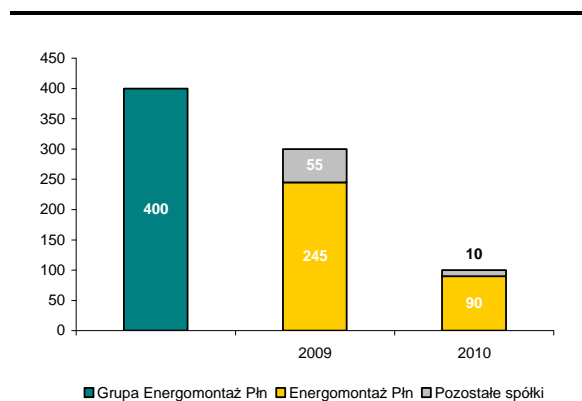
Portfel zamówień Grupy uwzględniający podpisane 9 lutego br. kontrakty ze Spółką zależną Polimexu – Polimex Sices na montaż orurowań i urządzeń dla instalacji MHC dla Grupy Lotos w ramach Programu 10+ oraz na dostawę prefabrykowanych rurociągów oraz podpór, szacujemy obecnie na 400 mln zł. Większość tej kwoty (ok. 75%) zostanie zrealizowana w 2009 roku, natomiast ok. 100 mln zł zasili obecnie budowany portfel grupy na lata 2010 - 2011. W naszej ocenie Energomontaż pozyska w tym roku jeszcze mniejsze kontrakty, realizowane na bieżąco, których wartość powinna oscylować pomiędzy 100 - 150 mln zł, co implikowałoby sprzedaż w 2009 r. rzędu 400 – 450 mln zł. Dodatkowo począwszy od 2 kw. br. planowane jest rozstrzygnięcie kontraktów, w których startuje Spółka o wartości ok. 0,5 mld zł. Wśród nich nie powinno zabraknąć zleceń eksportowych, gdyż przy obecnym poziomie kursu EUR/PLN, rentowność tych projektów jest satysfakcjonująca, a Spółka ma doświadczenia w tego rodzaju kontraktach.

Tabela 8. Zestawienie realizowanych i planowanych do pozyskania kontraktów

Lp.		Inwestor	wartość netto (mln euro)	wartość netto (mln zł)	termin realizacji
Realizowane zlecenia					
1	Instalacja wytwarzania energii elektrycznej w oparciu o odnawialne źródła energii (biomasę) w Elektrociepłowni Białystok	Polimex-Mostostal		19,3	2008 - 2009
2	Budowa instalacji hydroodsiarczania oleju napędowego HON VII na terenie zakładu w Płocku.	PKN Orlen		57,0	2008 - 2009
3	Budowa kompletnego obiektu w systemie "pod klucz" w wydziale produkcji węglopochodnych w Dabrowie Górniczej	Koksownia Przyjazn		23,1	2008 - 2009
4	Kompleksowe zaprojektowanie, wybudowanie i uruchomienie instalacji odsiarczania spalin dla bloku nr 10 -500MW	Elektrownia Kozenice	39,0	169,5	2008 - 2010
5	Prace montażowe w wytwórni kwasu tereftalowego PTA we Włocławku w konsorcjum z Polimex-Mostostal	Anwil		74,3	2008 - 2010
6	Budowa w systemie "pod klucz" instalacji rozładunku i magazynowania biomasy w porcie EC Wrocław	VKN Polska		26,8	2008 - 2009
7	Budowa w systemie "pod klucz" instalacji transportu biomasy z portu na teren główny EC Wrocław	Kogeneracja		14,3	2008 - 2009
8	Wykonanie prac związanych z budową rurociągów międzyobjektowych nowobudowanych instalacji w ramach programu 10+	Lotos		28,0	2009
9	Montaż instalacji (MHC) w Rafinerii Gdańskiej Grupy Lotos (Energomontaż Póńnoc), prefabrykacja rurociągów oraz podpór rurociągów dla instalacji MHC (Energop)	Lotos		56,0	2009 - 2010
Planowane do pozyskania zlecenia					
1	Montaż konstrukcji stalowych 2 bloków 480 MW w Greifswald, Niemcy	Doosan Babcock	30,0	130,5	2010 - 2011
2	Budowa instalacji odsiarczania spalin w konsorcjum z Hitachi	Elektrownia Bełchatów		100,0	2009 - 2011
3	Montaż części ciśnieniowej kotła w Wilhelmshaven, Niemcy	Hitachi Power Europe	8,0	34,8	2009 - 2010

Źródło: BM BGZ S.A.

Tabela 9. Struktura czasowa realizacji portfela zleceń



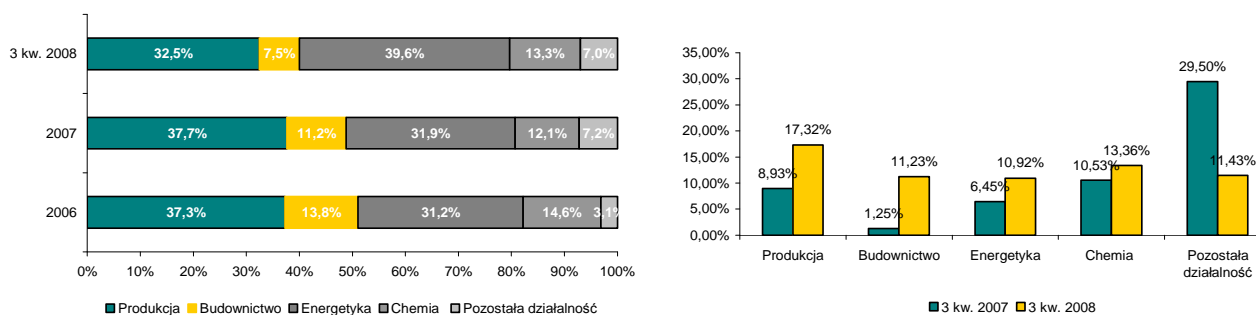
Źródło: BM BGZ S.A.

Charakterystyka rynku

Odbiorcy Grupy

Zleceniodawców usług i produktów Energomontażu Północ można podzielić na trzy grupy: spółki petrochemiczne, chemiczne oraz energetyczne (elektrownie i elektrociepłownie). Na przestrzeni ostatnich lat ok. 80% sprzedaży generowanej było od dwóch pierwszych grup odbiorców, natomiast zarząd monitorując rynek i analizując strukturę czasową planowanych nakładów inwestycyjnych spółek z branży petrochemicznej (Lotos, Orlen), których wartość począwszy od 2010 powinna maleć, zamierza zwiększyć ekspozycję Grupy na projekty energetyczne. Docelowo powinny one stanowić ok. 70 -80% portfela realizowanych projektów. Obecnie we wszystkich segmentach operacyjnych Spółki (oprócz pozostałej działalności), analizując dane za 3 kw., nastąpiła wyraźna poprawa marż. Wiąże się to zarówno ze wzrostem znaczenia segmentu produkcji konstrukcji stalowych i prefabrykacji rurociągów jak również z zakończeniem realizacji zleceń ze starego nisko rentownego portfela.

Tabela 10. Segmenty branżowe według podziału stosowanego przez Polimex oraz osiągnięte marże brutto ze sprzedaży



Źródło: BM BGZ S.A.

Projekty związane z budową i modernizacją mocy wytwórczych w energetyce

Obecne moce wytwórcze zainstalowane w elektrowniach i elektrociepłowniach w ok. 50% powstały jeszcze przed 1980 rokiem. Świadczy to o niezbędnych nakładach, jakie należy ponieść w celu poprawy stanu infrastruktury energetycznej w Polsce. Ponadto Urząd Regulacji Energetyki (URE) szacuje, że do 2015 roku deficyt energii elektrycznej w Polsce może wynosić ok. 6%, co w ramach realizacji programu bezpieczeństwa energetycznego kraju, powinno przełożyć się na inwestycje w nowe bloki energetyczne. Spółki: Enea, Energia, PGE, Tauron zamierzają na ten cel przeznaczyć do roku 2020 ok. 115 mld zł. Obecnie trwają również konsultacje dotyczące nowej polityki energetycznej Polski mającej na celu zagwarantowanie efektywności i bezpieczeństwa energetycznego oraz wdrożenie planu 3x20, dotyczącego redukcji zużycia paliw, ochrony środowiska i innowacyjności polskiej energetyki, którego koszt wdrożenia szacowany do 2020 r. jest na 150 mld zł

Korzystny wpływ na inwestycje w sektorze energetycznym powinna mieć również prywatyzacja spółek z udziałem Skarbu Państwa, które poprzez wprowadzenie nowego inwestora zostałyby dekapitalizowane. Jednakże, w obecnej sytuacji na rynku kapitałowym, upublicznienie tych podmiotów (głównie taki scenariusz wyjścia zakłada SP), zostanie prawdopodobnie odłożone na lata 2010 – 2012.

Negatywnym czynnikiem mogącym wpłynąć na wartość planowanych inwestycji energetycznych jest natomiast regulowany charakter rynku w zakresie ustalania cen energii elektrycznej, który może wpływać na niski poziom odkładanej gotówki na cele inwestycyjne spółek z branży, jak również trudności z pozyskaniem finansowania zewnętrznego na kapitałochłonne projekty.

Projekty związane z ochroną środowiska

Rynek biomasy

Spółka przygotowała ofertę dla podmiotów, których dotyczy obowiązek wytwarzania lub nabycia energii elektrycznej i ciepłej z odnawialnych źródeł (Dz. U. z 2005 r. NR 261, poz. 2187). Zgodnie z rozporządzeniem ministra gospodarki podmioty te są zobligowane do dostarczenia w celu umorzenia do URE świadectw pochodzenia energii odnawialnej (tzw. zielonej energii) lub uiszczenia opłaty zastępczej. Obowiązek ten spełniony jest, jeżeli w wykonanej rocznej sprzedaży energii przez takie podmioty, udział energii wyprodukowanej z energii odnawialnej wynosi co najmniej 7,5% i 9% odpowiednio w 2009 i 2010 roku. Regulacje te wpływają na wzrost zainteresowania wykonywanymi przez Spółkę instalacjami spalania biomasy w ciepłowniach i elektrociepłowniach.

Oferta Spółki w tym obszarze dotyczy projektowania, doboru i dostawy urządzeń, montaż i rozruch kompletnych linii technologicznych w zakresie przygotowania, magazynowania oraz transportu biomasy. Dotychczas Grupa realizowała kilka takich projektów, a ostatni dotyczył budowy w systemie „pod klucz” instalacji rozładunku, magazynowania i transportu biomasy w Elektrociepłowni Wrocław (wartość umów dotyczących tego projektu 42 mln zł netto). W ramach pozyskiwania energii z odnawialnych źródeł, Energomontaż zainteresowany jest również dostawą i montażem niewielkich do 20 MW bloków energetycznych, jak również współudziałem w projektach spalania odpadów komunalnych i osadów z oczyszczalni.

Szansą na wyższe przychody Spółki, jest również przyjęcie tzw. pakietu klimatycznego, który według ekspertów wymagać będzie poniesienia nakładów w wysokości 60 mld zł na osiągnięcie 15 proc. udziału energii ze źródeł odnawialnych w 2020 oraz kolejnych 20 mld zł na poprawę efektywności energetycznej. W tym celu planowane jest wdrożenie mechanizmu pozyskiwania, umarzania i obrotu świadectwami potwierdzającymi oszczędności energii (tzw. białe certyfikaty). Spółki, które wykazałyby się inwestycjami zwiększającymi efektywność wytwarzanej energii, mogłyby wnioskować do URE o przyznanie takich certyfikatów, co w rezultacie oznaczałoby oszczędności dla tych podmiotów (brak obowiązku ponoszenia wydatków na ich nabycie).

Instalacje odsiarczania spalin

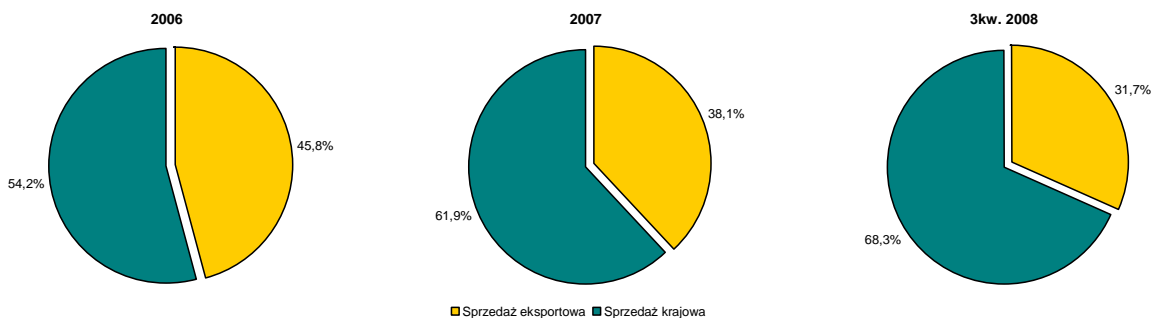
Zarząd Spółki zamierza również pozyskać kolejne kontrakty związane z ochroną środowiska dotyczące budowy instalacji odsiarczania spalin, które dofinansowane są ze środków KE (przystosowanie instalacji do wymogów środowiskowych). Obecnie taki kontrakt o wartość ok. 40 mln euro, mający na celu ograniczenie emisji do atmosfery tlenków siarki, realizowany jest w Elektrowni Koźminice.

Struktura geograficzna sprzedaży

Energomontaż posiada duże doświadczenie w projektach dla zagranicznych odbiorców. Jednakże, na przestrzeni ostatnich lat zaobserwować można tendencję zmniejszania udziału przychodów eksportowych na korzyść sprzedaży krajowej (z 45,8% łącznej sprzedaży w 2006 roku do ok. 31% po 3 kw. 2008 roku). W 2008 r. wśród tej grupy odbiorców Spółki, dominowała sprzedaż do Norwegii i Niemiec (odpowiednio ok. 50% i 9,2% sprzedaży zagranicznej). Zjawisko to można wytłumaczyć efektem kursowym (w latach 2006 – 2 kw. 2008 złotówka wciąż była w trendzie wzrostowym do euro) oraz efektem wolumenowym, wynikającym z istotnych erozji marż na kontraktach eksportowych. Ponadto niska zanotowana po 3 kw. 2008r., w porównaniu z poprzednimi latami sprzedaż generowana z zagranicy, wynika z opóźnienia realizacji zleceń na norweskim rynku.

Obecnie Spółka korzysta na odwróconym trendzie kursu EUR/PLN, co powinno przełożyć się na realizację wyższych od zakładanych na etapie kontraktacyjnym marż. Korzyści te w części niwelowane będą jednak poprzez stosowane instrumenty zabezpieczające w ramach polityki rachunkowości zabezpieczeń i koszty ponoszone w walutach obcych.

Tabela 11. Dywersyfikacja geograficzna odbiorców



Zródło: BM BGZ S.A.

Polityka zabezpieczeń

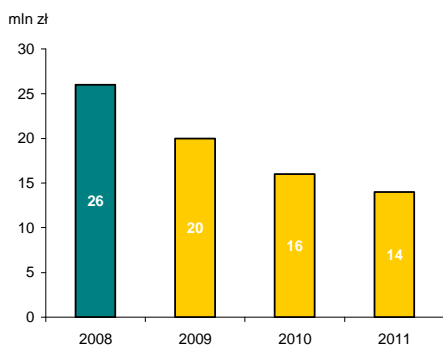
Oprócz sprzedaży eksportowej również część kontraktów realizowanych w kraju w ramach środków KE rozliczana jest w walucie euro. Szacujemy, że spółka w 2008 roku zrealizowała łącznie ok. 40% przychodów w walucie wspólnotowej. Jednocześnie Energomontaż korzysta z naturalnego hedgingu w zakresie 10 – 20% ponoszonych kosztów. W rezultacie ekspozycja netto spółki na ryzyko kursowe kształtuje się w granicach 30 - 35% łącznych przychodów netto ze sprzedaży. W celu asekuracji wartości godziwej przepływów pieniężnych, Energomontaż stosuje strategie zabezpieczające oparte na transakcjach forwardach oraz „zero kosztowych” strategiach opcyjnych. Ostatnia taka transakcja w spółce dotyczyła zabezpieczenia przychodów związanych z budową instalacji odsiarczania spalin dla Elektrowni Kozienice o wartości 12,2 mln euro po kursie 3,35 EUR/PLN (ok. 50% wartości kontraktu po uwzględnieniu hedgingu naturalnego), poprzez zawarcie transakcji kupna i sprzedaży europejskich opcji walutowych, których daty realizacji przypadają w okresie od października 2008r. do marca 2011 r. Z treści ekonomicznej zawartych transakcji wynika, że Spółka w przypadku ukształtowania się kursu poniżej 3,35 EUR/PLN rozliczy sprzedaż waluty po 3,35 EUR/PLN, w przedziale 3,35-3,47 EUR/PLN, po kursie spotowym, natomiast po przekroczeniu 3,47 EUR/PLN, Spółka ma obowiązek dostarczenia waluty euro po kursie 3,35 EUR/PLN. Ujemna wycena tych instrumentów licząc na koniec roku (przy kursie 4,17 EUR/PLN) wyniosła 10,5 mln zł, natomiast obecnie oscyluje w granicach 15 mln zł. Zgodnie z przyjętą przez Energomontaż polityką rachunkowości zabezpieczeń, wycena efektywnej części zabezpieczenia przepływów pieniężnych ujęta zostanie bezpośrednio w kapitale własnym. Tym samym deprecjacja złotówki, którą obserwujemy począwszy od 4 kw. 2008 roku powinna w krótkim terminie pozytywnie wpłynąć na realizowane marże na kontraktach eksportowych.

Nakłady inwestycyjne

Łączną wartość wydatków inwestycyjnych w Grupie 2008 roku szacujemy na ok. 26 mln zł. Znaczną część tej kwoty stanowią nakłady w spółce zależnej Energop w Sochaczewie, gdzie powstaje wydział obróbki powierzchniowej, który dzięki inwestycjom o wartości 21 mln zł, zaferuje wyroby ze stali szlachetnych (stopowych i nierdzewnych), co stanowić będzie technologiczną przewagę nad częścią konkurentów Spółki, i wzrost przychodów z 45 mln planowanych w 2008 roku do 70 mln zł w kolejnych latach. Pozostała część wydatków dotyczyła prowadzonych prac odtworzeniowych w pozostałych wydziałach. W latach 2009-

2011, Spółka powinna przeznaczyć kolejne 50 mln zł na kontynuację modernizacji zakładów jak również infrastruktury produkcyjnej i magazynowej w pozostałych spółkach z Grupy. Wydatki w głównej mierze realizowane będą ze środków pochodzących z bieżącej działalności (w latach 2009 -2011 Energomontaż powinien generować 30 -35 mln zł zysku EBITDA rocznie). Sprawi to że w Grupie wciąż będzie odkładała się gotówka, którą Spółka będzie mogła wykorzystać na cele akwizycyjne. Mimo stałego monitorowania rynku przez Zarząd w poszukiwaniu ciekawych aktywów, obecnie żaden z projektów nie jest na takim etapie, żeby mówić o sfinalizowaniu transakcji w tym roku.

Tabela 12. wydatki inwestycyjne w latach 2008 -2011



Źródło: BM BGZ S.A.

Podsumowanie wyceny

Wycenę spółki Energomontaż Południe dokonaliśmy za pomocą metody fundamentalnej opartej na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej.

Wartość spółki na podstawie modelu DCF szacujemy na **263,8 mln zł**, czyli **11,07 zł** za jedną akcję. Natomiast zestawiając Spółkę z podmiotami najbardziej zbliżonym do niej profilem, otrzymaliśmy wyceną na poziomie **234,2 mln zł**, czyli **11,39 zł** na jedną akcję. Nadając obu metodom jednakowe wagi, wartość Grupy Energomontaż Północ szacujemy na **249,0 mln zł**, czyli **11,39 zł** na jedną akcję.

Tabela 13. Podsumowanie wyceny

	Wycena (mln zł)	Wycena na 1 akcję (zł)	Waga
Wycena DCF	263,8	11,07	50%
Wycena porównawcza	234,2	11,71	50%
Średnia z wycen	249,0	11,39	

Źródło: BM BGZ S.A.

Wycena DCF

Szacując wartość Spółki w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy, iż wartość Spółki Energomontaż Północ wynosi **263,8 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **11,07 zł**.

W modelu przyjęliśmy szereg opisanych poniżej założeń:

- Poziom osiągniętych przychodów uwzględnia zarówno obecny portfel zamówień jak również zakładany przez nas wzrost wydatków w branży energetycznej (w tym związany z ochroną środowiska);
- Pozyskiwanie kontraktów z pierwszą marżą na poziomie 12 – 13% oraz wykorzystanie efektu dźwigni operacyjnej (łagodny wzrost amortyzacji, stabilność kadry zarządczej i kierowniczej, kontrola pozostałych kosztów);
- Energomontaż Bełchatów, w którym Spółka posiada 32% udziałów, będzie wypłacał Grupie dywidendę w wysokości 100% zysku wynikającego z udziału Energomontażu w spółce stowarzyszonej;
- W ramach kapitału obrotowego wydłużeniu ulegnie cykl rotacji zobowiązań w związku ze wzrostem znaczenia kontraktów realizowanych w systemie generalnego wykonawstwa, jak również zmniejszeniem udziału wynagrodzeń w strukturze zobowiązań Spółki (m.in. na korzyść materiałów, gdzie płatność realizowana jest w dłuższym okresie 30 – 60 dni);
- Nakłady inwestycyjne planowane do poniesienia w latach 2009 -2011 wyniosą ok. 50 mln zł (zostaną zagospodarowane w obszarze modernizacji majątku oraz zwiększenia zdolności wytwórczych w spółkach z Grupy;

- Obniżeniu ulegnie stopa amortyzacji ze względu na wzrost w strukturze aktywów Spółki środków trwałych cechujących się niską stawką amortyzacyjną (hala produkcyjna wraz z wyposażeniem w Sochaczewie) oraz znaczną alokacją planowanych nakładów kapitałowych na modernizację majątku Grupy;
- Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych – 5,75% (notowania z dnia 12.02.2009);
- Współczynnik beta przyjęliśmy na poziomie 1 (sądzymy, że ryzyko związane ze spółką nie powinno być inne od rynkowego), a premię za ryzyko na poziomie na poziomie 5,5%;
- Nominalną stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2017 przyjęliśmy ostrożnie na poziomie długoterminowej stopy inflacji – 2,0%;

Tabela 14. Model wyceny DCF

(mln zł)	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	>2018E
Przychody	427,2	449,8	486,7	517,4	541,7	555,2	569,1	583,3	597,9	612,9	
zmiana r/r	34,1%	5,3%	8,2%	6,3%	4,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
EBITDA	29,6	32,0	36,0	40,6	43,4	44,8	46,3	48,1	48,8	50,1	
EBIT	22,0	23,0	25,8	29,5	31,4	32,2	33,0	33,8	34,7	36,4	
Efektowna stopa podatkowa (%)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	17,8	18,7	20,9	23,9	25,4	26,1	26,7	27,4	28,1	29,5	
Amortyzacja	7,2	8,5	9,7	10,6	11,4	12,0	12,7	13,6	13,5	12,8	
CAPEX	18,9	15,6	13,6	10,9	9,6	8,1	8,5	11,1	12,3	12,8	
Inwestycje w kapitał obrotowy	22,9	2,0	5,2	5,7	5,0	3,5	2,1	2,1	0,5	0,2	
FCFF skorygowany	-16,8	9,6	11,8	17,8	22,3	26,5	28,8	27,8	28,7	29,3	29,9
dynamika FCF (%)	-	-	23,8%	50,7%	25,0%	18,9%	8,7%	-3,6%	3,5%	2,0%	2,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Beta (β)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Koszt kapitału	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
Efektowna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt długu po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	
kapitał własny (%)	98,1%	98,6%	98,9%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	
dług (%)	1,9%	1,4%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	
WACC (%)	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
DFCF	-15,3	7,9	8,8	11,9	13,3	14,3	13,9	12,1	11,2	10,3	
Suma DFCF	88,3										
Wartość rezydualna (TV)	324,6										
Zdyskontowana TV	114,1										
Wartość firmy	202,4										
Gotówka netto	-61,8										
Wartość kapitału własnego	264,2										
Wartość kapitału własnego	264,2										
Liczba akcji (mln szt.)	23,8										
Wartość 1 akcji 16/02/09 (zł)	11,07										

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Sporządzony przez nas model wrażliwy jest na szereg przyjętych założeń. W rezultacie biorąc pod uwagę poszczególne wartości zmiennych wycena odchyła się in plus lub in minus.

Tabela 15. Analiza wrażliwości zmiany rezydualnej stopy wzrostu oraz zmiany WACC na wycenę

(zł)	Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2018 (p.p.)							
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	
-1,5%	12,05	12,39	12,77	13,20	13,69	14,25	14,90	
-1,0%	11,42	11,71	12,03	12,40	12,81	13,28	13,82	
-0,5%	10,85	11,10	11,38	11,70	12,05	12,44	12,90	
Zmiana WACC (p.p.)	0,0%	10,34	10,56	10,80	11,07	11,37	11,71	12,09
	0,5%	9,88	10,07	10,28	10,52	10,77	11,06	11,39
	1,0%	9,45	9,62	9,81	10,01	10,24	10,49	10,77
	1,5%	9,07	9,22	9,38	9,56	9,76	9,97	10,21

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wzrost/spadek średnio ważonego kosztu kapitału o 1 p.p., ceteris paribus, implikuje spadek/wzrost wyceny 1 akcji Spółki odpowiednio do wartości 10,01 zł oraz 12,40 zł. Natomiast wzrost/spadek rezydualnej stopy wzrostu o 1 p.p., ceteris paribus, powoduje wzrost/spadek szacowanej przez nas wyceny 1 akcji odpowiedni do wartości 11,71 zł oraz 10,56 zł.

Tabela 16. Analiza wrażliwości zmiany współczynnika beta oraz zmiany WACC na wycenę

(zł)	Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2018 (p.p.)							
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	
-0,30	12,23	12,58	12,98	13,43	13,94	14,53	15,22	
-0,20	11,52	11,82	12,16	12,53	12,96	13,45	14,00	
-0,10	10,90	11,15	11,44	11,76	12,11	12,52	12,97	
Zmiana β (jedn.)	0,00	10,34	10,56	10,80	11,07	11,37	11,71	12,09
	0,10	9,84	10,03	10,24	10,47	10,72	11,01	11,33
	0,20	9,38	9,55	9,73	9,93	10,15	10,39	10,66
	0,30	8,97	9,12	9,28	9,45	9,64	9,84	10,07

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wzrost/spadek współczynnika beta o 10%, ceteris paribus, implikuje spadek/wzrost wyceny 1 akcji Spółki odpowiednio do wartości 10,47 zł oraz 11,76 zł. Natomiast wzrost/spadek rezydualnej stopy wzrostu o 1 p.p., ceteris paribus, powoduje wzrost/spadek szacowanej przez nas wyceny 1 akcji odpowiedni do wartości 11,71 zł oraz 10,56 zł.

Wycena porównawcza

Sporządzona przez nas wycena porównawcza bazuje na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, dla wyznaczenia których grupę porównawczą stanowiły krajowe spółki publiczne o najbardziej zbliżonym naszym zdaniem profilu działalności do Energomontaż Północ - Energomontaż Południe, Polimex – Mostostal, Mostostal Warszawa oraz Elektrobudowa. Pierwszy z tych podmiotów jest bezpośrednim konkurentem Spółki z tym, że obecnie w jej strukturze sprzedaży dominują projekty energetyczne, co natomiast stanowi ok. 50% obecnego portfela Energomontaż Północ (pozostała część to projekty chemiczne i petrochemiczne). Pozostałe trzy podmioty posiadają w ramach tworzonych grup kapitałowych, spółki zaangażowane w branżach, w których operuje Energomontaż. Zarówno wymienionym mnożnikom, jak i kolejnym okresom porównawczym nadaliśmy równe wagi. Dodatkowo skorygowaliśmy wskaźniki za 2008 rok wyłączając z wyników za 2008r. zdarzenia mające charakter niepowtarzalny (m.in. sprzedaż nieruchomości gruntowej).

Według takiego podejścia, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E wycena akcji Energomontaż kształtuje się w przedziale 10,4 – 12,2 zł, biorąc pod uwagę wskaźnik EV/EBIT wycena kształtuje się w przedziale 10,9 – 12,5 zł, natomiast analizując wskaźnik EV/EBITDA wycena akcji Piecobiogazu kształtuje się w przedziale 10,1 – 13,3 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie 234,2 mln zł, czyli 11,71 zł na akcję.

Tabela 17. Wycena porównawcza

Spółka (ticker)	MC (mln zł)*	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
POLIMEX MOSTOSTAL (PMX)	1 068,0	9,3	9,2	9,1	7,3	8,3	7,9	5,8	5,9	5,7
MOSTOSTAL WARSZAWA (MWA)	920,0	11,1	10,4	9,4	7,7	7,0	6,5	6,4	5,9	5,5
ELEKTROBUDOWA (ELB)	655,2	10,2	10,7	10,2	7,2	7,4	7,0	6,5	6,1	5,9
ENERGOMONTAŻ POŁUDNIE (EPD)	121,0	12,5	9,4	8,1	7,9	6,9	6,3	6,4	5,5	4,9
mediana		10,7	9,9	9,3	7,5	7,2	6,7	6,4	5,9	5,6
ENERGOMONTAŻ PÓŁNOC	173,9	10,3	8,0	7,8	5,4	4,3	4,1	5,2	3,3	3,1
premia/dyskonto		-3,1%	-19,9%	-16,1%	-28,5%	-40,1%	-39,3%	-19,5%	-43,4%	-44,8%
EV					157,0	187,4	184,8	139,4	198,2	203,3
Kapitalizacja (MC)		243,1	217,1	207,2	218,7	249,1	246,6	201,2	260,0	265,0
Implikowana cena 1 akcji (zł)		12,2	10,9	10,4	10,9	12,5	12,3	10,1	13,0	13,3
Wagi dla wskaźników			33%			33%			33%	
Wycena (tys. zł)		234,23								
Wycena 1 akcji (zł)		11,71								

* kursy zamknięcia z dnia 13/02/2009

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Analiza SWOT

Silne strony/szanse

- Wysoka kontraktacja przy satysfakcjonującej marży na projektach (12 -13 % brutto ze sprzedaży), zamknięcie starego portfela zleceń,
- Bardzo dobra pozycja gotówkowa w Grupie oraz wyeliminowanie ryzyka finansowania projektów i uzyskania potrzebnych gwarancji (prognozowany stan gotówki w 4 kw. ok. 70 mln zł, łączne zadłużenie oprocentowane poniżej 10 mln zł),
- Poziom kursu walutowego EUR/PLN znacząco podnoszący atrakcyjność kontraktów zagranicznych, wzrost poziomu dywersyfikacji geograficznej sprzedaży,
- Planowane w okresie najbliższych 2 - 3 lat nakłady na energetykę związane ze modernizacją obecnie wykorzystywanych bloków energetycznych i infrastruktury towarzyszącej, której ogólny stan techniczny określany jest jako zły (ok. 50% mocy wytwórczych zostało zainstalowanych przed 1980r.),
- Ustawodawstwo związane z ochroną środowiska (dostosowanie norm środowiskowych, limity emisji gazów szkodliwych, produkcja energii ze źródeł odnawialnych),
- Pakiet klimatyczny, który zakłada nakłady w wysokości 60 mld zł na osiągnięcie 15-proc. udziału energii ze źródeł odnawialnych i 20 mld zł na poprawę efektywności energetycznej,
- Plany prywatyzacyjne i konsolidacyjne spółek energetycznych z udziałem kapitału Skarbu Państwa,
- Wysoka jakość oferowanych usług oraz posiadanie kompetencji unikalnych w skali kraju,

Słabe strony/zagrożenia

- Potencjalne opóźnienie planowanych inwestycji w obszarze polskiej energetyki z powodów publicznoprawnych jak również wstrzymanie ich realizacji w związku z trudnościami pozyskania na ten cel finansowania,
- Planowane ograniczenia nakładów inwestycyjnych związane z kondycją finansową spółek z branży petrochemicznej (Orlen, Lotos) oraz oczekiwanym spadkiem dynamiki popytu na produkty branży chemicznej,
- Ograniczenie poziomu zużycia energii związane z obecną fazą cyklu koniunkturalnego oraz oszczędnościami gospodarstw domowych w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej,
- Utrzymanie się niskich poziomów cen ropy skutkujące ograniczeniem inwestycji w branży energetycznej,
- Kryzys finansowy, wpływający na kondycję polskiego sektora bankowego i ograniczanie w dostępie do pieniądza kredytowego.

Prognoza wyników i wskaźników na lata 2008 -2012

Poniżej przedstawiamy prognozę wyników finansowych spółki Energomontaż Północ, na których oparta została wycena Spółki.

Tabela 18. Prognoza rachunku zysków i strat

(mln zł)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Przychody netto	232,1	312,9	318,5	427,2	449,8	486,7	517,4
zmiana r/r	-	34,8%	1,8%	34,1%	5,3%	8,2%	6,3%
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	205,3	282,6	276,0	372,5	394,5	428,3	455,3
Zysk brutto na sprzedaży	26,8	30,3	42,4	54,7	55,3	58,4	62,1
marża brutto na sprzedaży	11,6%	9,7%	13,3%	12,8%	12,3%	12,0%	12,0%
Koszty sprzedaży	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
zmiana r/r	-	8,4%	-7,2%	34,1%	5,3%	8,2%	6,3%
Koszty ogólnego zarządu	22,5	24,4	25,1	30,8	30,1	30,2	30,0
zmiana r/r	-	8,4%	3,0%	22,6%	-2,0%	0,1%	-0,6%
EBITDA	13,8	7,9	31,2	31,0	33,6	37,8	42,6
EBIT	8,9	2,0	24,4	23,4	24,7	27,6	31,5
marża operacyjna	3,8%	0,6%	7,7%	5,5%	5,5%	5,7%	6,1%
Saldo na działalności finansowej	1,5	8,6	2,0	2,4	1,8	2,0	2,2
Udział w zyskach netto jednostek stowarzyszonych	2,3	2,2	2,4	2,6	2,8	2,9	3,0
Zysk brutto	11,4	6,3	28,8	28,4	29,3	32,5	36,7
marża brutto	4,9%	2,0%	9,0%	6,7%	6,5%	6,7%	7,1%
Podatek dochodowy	2,3	0,8	5,1	5,4	5,6	6,2	7,0
Efektywna stopa podatkowa	-	11,9%	17,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk netto, przypisany:							
akcjonariuszom jednostki dominującej	8,8	5,0	22,8	21,9	22,4	24,9	28,1
marża netto	3,8%	1,6%	7,1%	5,1%	5,0%	5,1%	5,4%
akcjonariuszom mniejszościowym	0,2	0,6	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 19. Prognoza bilansu

(mln zł)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
AKTYWA	233,6	235,2	265,1	310,9	340,7	366,5	392,4
Aktywa trwałe	65,5	68,5	91,3	106,2	116,4	123,4	126,8
Wartości niematerialne i prawne	0,8	0,6	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Rzeczowe aktywa trwałe	47,3	48,7	72,0	84,2	91,6	95,6	95,8
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	7,2	8,5	10,2	12,8	15,5	18,4	21,4
Aktywa obrotowe	168,1	166,7	173,8	204,7	224,3	243,1	265,6
Zapasy	6,1	3,4	6,1	8,2	8,6	9,3	9,9
Należności handlowe	67,7	111,6	91,6	134,6	143,0	156,0	167,3
Inwestycje krótkoterminowe, w tym:	88,0	36,6	68,1	51,8	62,2	66,6	76,7
PASYWA	233,6	235,2	265,1	310,9	340,7	366,5	392,4
Kapitał własny	132,2	137,8	159,3	181,2	203,6	219,5	237,7
Kapitał zakładowy	83,4	83,4	83,4	83,4	83,4	83,4	83,4
Kapitał zapasowy	57,9	65,4	68,7	91,4	113,3	126,7	141,7
Zyski zatrzymane	-9,1	-11,1	22,8	21,9	22,4	24,9	28,1
Kapitał akcjonariuszy mniejszościowych	4,74	5,49	5,69	6,87	8,18	9,64	11,25
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	95,8	92,7	100,1	122,8	128,9	137,4	143,5
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	9,6	9,7	13,2	11,7	10,6	9,8	9,1
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	6,0	4,5	3,4	2,5	1,9
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	74,8	71,5	75,4	99,7	106,9	116,2	122,9
Zobowiązania handlowe	39,4	29,0	34,4	49,2	54,2	60,0	63,8
Kredyty i pożyczki	2,7	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 20. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

(mln zł)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Przepływy netto z działalności operacyjnej	-4,6	-41,8	44,7	2,9	26,2	26,6	30,0
Zysk brutto	11,4	6,3	28,8	28,4	29,3	32,5	36,7
Amortyzacja	4,9	5,9	6,8	7,6	9,0	10,2	11,1
Zmiana stanu zapasów	6,5	2,6	-2,7	-2,1	-0,4	-0,7	-0,6
Zmiana stanu należności	-20,8	-46,1	26,7	-45,0	-8,8	-13,8	-11,8
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	-1,5	-8,5	7,3	24,2	7,2	9,3	6,7
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-38,5	26,7	5,6	-17,2	-14,4	-12,1	-9,2
Nakłady inwestycyjne, w tym:	-3,5	-9,2	-26,1	-19,9	-16,5	-14,4	-11,6
wartości niematerialne i prawne	-0,3	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
rzeczowe aktywa trwałe	-3,2	-8,8	-25,5	-19,7	-16,1	-13,9	-11,0
Przepływy netto z działalności finansowej	74,8	-3,8	-3,8	-2,0	-1,5	-10,1	-10,8
Wpływy netto z emisji akcji	77,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaciągnięcie kredytów oraz innych zobowiązań fin.	-1,0	0,0	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Splata kredytów oraz innych zobowiązań fin.	-2,7	-2,7	0,8	1,5	1,1	0,8	0,6
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,0	-10,0
Odsetki	0,0	0,0	1,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	31,7	-18,9	46,4	-16,2	10,4	4,4	10,1
Środki pieniężne na początek okresu	8,0	39,7	21,6	68,1	51,8	62,2	66,6
Środki pieniężne na koniec okresu	39,7	21,6	68,1	51,8	62,2	66,6	76,7

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 21. Wskaźniki i dynamiki

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
zmiana przychód netto ze sprzedaży (r/r)	1,0%	34,8%	1,8%	34,1%	5,3%	8,2%	6,3%
Zmiana EBITDA (r/r)	-	-42,7%	295,9%	-0,6%	8,4%	12,5%	12,7%
Zmiana EBIT (r/r)	-129,7%	-77,4%	1122,1%	-4,2%	5,3%	12,1%	13,8%
Zmiana zysku netto (r/r)	-128,0%	-43,5%	356,6%	-4,0%	2,4%	11,2%	13,0%
Marża brutto na sprzedaży	11,6%	9,7%	13,3%	12,8%	12,3%	12,0%	12,0%
Marża EBIT	1,7%	1,8%	5,3%	5,5%	5,5%	5,7%	6,1%
Marża EBITDA	5,9%	2,5%	9,8%	7,3%	7,5%	7,8%	8,2%
Marża zysku netto	3,8%	1,6%	7,1%	5,1%	5,0%	5,1%	5,4%
Rentowność operacyjna aktywów	3,8%	0,8%	9,2%	7,5%	7,2%	7,5%	8,0%
Rentowność majątku (ROA)	3,8%	2,1%	8,6%	7,0%	6,6%	6,8%	7,2%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	6,7%	3,6%	14,3%	12,1%	11,0%	11,3%	11,8%
Wskaźnik zadłużenia ogółem	41,0%	39,4%	37,8%	39,5%	37,8%	37,5%	36,6%
Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym	56,6%	58,6%	60,1%	58,3%	59,8%	59,9%	60,6%
Pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym	2,0	2,0	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	2,2	2,2	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Wskaźnik ogólnej płynności	2,2	2,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2
Wskaźnik szybkiej płynności I	2,2	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0	2,1
Wskaźnik szybkiej płynności II	1,2	0,5	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6
Wskaźnik zdolności do generowania środków pieniężnych działalności operacyjnej	100,0%	100,0%	44,7%	51,8%	92,7%	92,4%	92,8%
Zysk netto do przepływów operacyjnych	-248,5%	-15,1%	108,2%	971,7%	111,6%	122,3%	122,3%
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	-1,9%	-13,3%	8,1%	0,7%	5,8%	5,4%	5,8%
Wskaźnik obrotowości aktywów trwałych	4,9	6,4	4,4	5,1	4,9	5,1	5,4
Wskaźnik obrotowości aktywów	1,0	1,3	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3
Rotacja zapasów (w dniach)	12,6	5,6	5,5	6,1	6,8	6,7	6,8
Rotacja należności (w dniach)	105,2	115,7	127,7	102,7	119,3	118,7	120,7
Cykl operacyjny (w dniach)	117,7	121,2	133,1	108,8	126,2	125,5	127,5
Rotacja zobowiązań niefinansowych (w dniach)	93,7	70,8	70,3	66,5	75,9	76,4	77,5
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	24,1	50,4	62,9	42,3	50,2	49,1	50,0

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Tabela 22. Wskaźniki rynkowe dla ceny docelowej

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
EPS	0,37	0,21	0,96	0,92	0,94	1,04	1,18
DPS	-	-	0,00	0,00	0,00	0,38	0,42
BVPS	5,55	5,78	6,69	7,60	8,54	9,21	9,98
P/E	30,7	54,5	11,9	12,4	12,1	10,9	9,6
P/CE	19,8	25,0	11,2	9,2	8,7	7,7	6,9
P/BV	2,1	2,0	1,7	1,5	1,3	1,2	1,1
P/S	1,2	0,9	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	17,4	32,3	6,7	7,2	6,3	5,5	4,6
EV/EBIT	27,1	127,6	8,6	9,6	8,6	7,5	6,3
EV/S	1,0	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
Cena docelowa (zł)	11,39	11,39	11,39	11,39	11,39	11,39	11,39
Liczba akcji (mln)	23,83	23,83	23,83	23,83	23,83	23,83	23,83
MC (mln zł)	271,4	271,4	271,4	271,4	271,4	271,4	271,4
EV (mln zł)	239,8	255,0	209,7	224,4	212,9	207,7	197,0

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. 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 BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. 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 BGŻ S.A. 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. 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 BGŻ 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 BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ 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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. 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.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

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

tel.

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

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**