

Hydrotor

sektor / branża: Przemysł elektromaszynowy

 Ticker: HDR
 ISIN: PLHDRTR00013

 Dywidenda 1,80 zł
 Wycena 36,89 zł

Kupuj
Profil spółki

Grupa Hydrotor jest największym polskim producentem silowników hydraulicznych. Wartościowo ok. 70% sprzedaży trafia do krajowych i zagranicznych producentów maszyn rolniczych.

Dane podstawowe

Kurs (22/07/09)	29,20
Wycena DCF (zł)	37,86
Wycena porównawcza (zł)	44,58
Wycena dywidendowa (zł)	28,24
Cena docelowa (zł)*	36,89

Liczba akcji (tys.)	2 398,3
Kapitalizacja (mln zł)	70,0
EV (mln zł)	64,7

Notowania
HDR

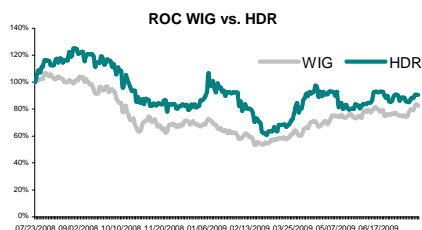
max cena 52 tygodnie (zł)	41,60
min cena 52 tygodnie (zł)	19,60
Mediana obrotów (3m-ce/tys. zł)	764,7

Struktura akcjonariatu

% akcji % głosów

Wacław Kropiński	3,7%	10,4%
BPH TFI	14,4%	8,5%
Ryszard Bodziachowski	11,7%	6,9%
Pozostali akcjonariusze	70,3%	74,1%

* po odjęciu prawa do dywidendy


Analitik:

Grzegorz Kujawski tel. (0-22) 329 43 46
 e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

Sytuacja w branży

Spodziewamy się, że w 2 kw. br. Grupa Hydrotor w dalszym ciągu odczuwała spadek popytu na dobra inwestycyjne w kraju i za granicą, w tym niższy poziom zamówień notowany przez producentów maszyn rolniczych, którym spółki z Grupy dostarczają większość produkowanych elementów układów hydrauliki siłowej. Słabej koniunkturze w branży maszyn rolniczych nie sprzyjało kształtowanie się cen produktów rolnych. Notowany w 2 kw.br. poziom cen zbóż (- 40% r/r) oraz odczuwalny wzrost kosztów produktów i usług dla rolnictwa (+ 10% r/r), wpłynęły na niekorzystne dla rolników relacje cenowe. Również dopłaty bezpośrednie wypłacane rolnikom do końca czerwca, ze względu na przeliczenie ich po kursie z końca września 2008 r. (kurs był wtedy na poziomie 3,39 zł/euro), ograniczały wydatki inwestycyjne gospodarstw rolnych.

Szacunki wyników II kwartału

Zakładamy, że obroty Grupy w 2 kw.br. wyniosą 17,7 mln zł (- 28% r/r). Obniżeniu do poziomu 25% (- 5 p.p. r/r), wskutek wzrostu cen wykorzystywanych materiałów i energii oraz zwiększenia się udziału kosztów stałych w kosztach ogółem (m.in. amortyzacja maszyn, koszty eksploatacyjne hal produkcyjnych), ulegnie marża brutto ze sprzedaży. Spadek ten będzie częściowo kompensowany dzięki relacji kursu EUR/PLN, która pozytywnie wpływa na wartość sprzedaży eksportowej i jej rentowność. Na niższych poziomach zakładamy obniżenie się zysku EBITDA do 2,9 mln zł (- 50% r/r) oraz ukształtowanie się zysku netto na poziomie 1,8 mln zł (- 45% r/r) przy rentowności netto na poziomie 10,1%. Tym samym, I półrocze zakończy się wynikiem netto 4,2 mln zł, EPS wyniesie 1,75 zł (- 61% r/r).

Perspektywy rozwoju

Obecny poziom zużycia maszyn rolniczych, liczony jako stosunek amortyzacji do wartości brutto maszyn, sięga 90%. Przyjmując stopień mechanizacji rolnictwa jako istotny wyznacznik wydajności i jednocześnie dochodowości gospodarstw rolnych, w tym obszarze należy spodziewać się istotnych nakładów odtworzeniowych. Tym bardziej, że do jednolitej płatności obszarowej zastosowanie ma zasada stopniowego dochodzenia do poziomu płatności bezpośrednich stosowanego w krajach UE-15. Oznacza to, iż poziom tych płatności, z 50% wypłaconych w 2009 r. wzrośnie do 100% a w 2013 r.

Wycena i rekomendacja

Wartość Hydrotoru na podstawie modelu DCF szacujemy na 90,8 mln zł, czyli 37,86 zł za jedną akcją, zestawiając Spółkę z podmiotami najbardziej zbliżonymi do niej profilem działalności, otrzymaliśmy wyceną na poziomie 106,9 mln zł, czyli 44,58 zł na jedną akcję, natomiast wycena metodą dywidendową implikuje wartość producenta hydrauliki siłowej na poziomie 67,7 mln zł, czyli 28,24 zł za jedną akcję. Nadając powyższym metodom jednakowe wagi, wartość Grupy Hydrotor szacujemy na 88,5 mln zł, czyli 36,89 zł na jedną akcję. Uwzględniając fakt bieżącego notowania akcji Grupy z prawem do dywidendy w wysokości 1,8 zł na akcję, wydajemy rekomendację KUPUJ.

W naszej ocenie Hydrotor, mając znaczącą ekspozycję na producentów maszyn i urządzeń, których odbiorcami są głównie gospodarstwa rolne, powinien, w stosunku do innych podmiotów z branży elektromaszynowej, łagodniej odczuć skutki obecnego kryzysu. Szczególnie, że w ujęciu wartościowym ok. 60% sprzedaży, stanowi popyt odtworzeniowy, który jest mniej wrażliwy na wahania cyklu koniunkturalnego.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	85,9	87,7	72,9	78,2	83,4	88,5
zmiana r/r (%)	-	2,2%	-16,9%	7,4%	6,6%	6,2%
EBITDA	15,8	15,2	12,0	14,3	15,7	17,1
EBIT	12,3	11,5	7,9	9,5	10,5	11,5
marża EBIT (%)	14,3%	13,1%	10,8%	12,1%	12,6%	13,0%
Zysk netto	10,4	10,0	6,5	8,1	9,0	9,8
marża netto (%)	12,1%	11,4%	9,0%	10,3%	10,8%	11,1%
EPS (zł)	4,4	4,2	2,7	3,4	3,7	4,1
DPS (zł)	1,0	2,1	1,8	1,6	2,0	2,2
P / E	6,7	7,0	10,7	8,7	7,8	7,1
EV / EBITDA	4,1	4,3	5,4	4,5	4,1	3,8

P - prognozy BM BGZ

Prognoza wyników za 1H 2009 r.

Spodziewamy się, że w 2 kw. br. Grupa Hydrotor w dalszym ciągu odczuwała spadek popytu na dobra inwestycyjne w kraju i za granicą, w tym niższy poziom zamówień notowany przez producentów maszyn rolniczych, którym spółki z Grupy dostarczają większość produkowanych elementów układów hydrauliki siłowej (wliczając części zamienne).

Słabej koniunkturze w branży maszyn rolniczych nie sprzyjało kształtowanie się cen produktów rolnych. Notowany w 2 kw. poziom cen zbóż (uprawa ich zajmuje 70% areałów rolnych w Polsce), które spadły średnio o 40% r/r oraz odczuwalny wzrost kosztów produktów i usług dla rolnictwa (średnio o 10% r/r), wpłynęły na niekorzystne dla rolników relacje cenowe. Również dopłaty bezpośrednie wypłacane rolnikom do końca czerwca, uważane za dźwignię wzrostu dochodowości rolnictwa, ze względu na przeliczenie ich po kursie z końca września 2008 r. (był wtedy na poziomie 3,39 zł/euro) ograniczały wydatki inwestycyjne gospodarstw rolnych.

Zakładamy, że obroty Grupy w 2 kw.br. wyniosą 17,7 mln zł, tym samym będą niższe o 28% r/r. Obniżeniu do poziomu ok. 25% (spadek 5 p.p. r/r) ulegnie również rentowność brutto ze sprzedaży wskutek wzrostu cen wykorzystywanych materiałów i energii oraz zwiększenia się udziału kosztów stałych w kosztach ogółem (m.in. amortyzacja maszyn, koszty eksploatacyjne hal produkcyjnych). Spadek ten będzie częściowo kompensowany dzięki relacji kursu EUR/PLN, która naszym zdaniem, w 2 kw.br. pozytywnie wpłynie na wartość sprzedaży eksportowej i jej rentowność. Na niższych poziomach zakładamy obniżenie się zysku EBITDA do 2,9 mln zł (spadek o 50% r/r) oraz ukształtowanie się zysku netto na poziomie 1,8 mln zł (spadek o 45% r/r) przy rentowności netto na poziomie 10,1%. Tym samym, według naszych szacunków, pierwsze półrocze zakończy się wynikiem netto 4,2 mln zł, a EPS wyniesie 1,75 zł, co stanowi 61% zysku analogicznego półrocza zeszłego roku. Tym samym, relacja ceny bieżącej do zysku netto za ostatnie 4 kwartały (P/E) kształtuje się obecnie na poziomie 9,3.

Tabela 1. Prognoza wyników za 1H 2009 r.

(mln zł)	2 kw. 2009	2 kw. 2008	dynamika (%) r/r	1-2 kw. 2009	1-2 kw. 2008	dynamika (%) r/r	3 kw.2008 - 2 kw.2009	3 kw.2007 - 2 kw.2008	dynamika (%) r/r
Przychody netto ze sprzedaży	17,7	24,5	72,4%	36,9	49,3	74,8%	75,3	92,0	81,8%
KWS	13,3	17,2	77,6%	26,9	34,7	77,5%	55,3	64,9	85,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,4	7,3	60,0%	10,0	14,7	68,4%	20,0	27,1	73,9%
marża brutto ze sprzedaży (%)	24,8%	29,9%	-	27,2%	29,7%	-	26,6%	29,5%	-
Zysk ze sprzedaży	1,6	3,5	44,7%	4,1	7,4	55,1%	7,2	12,6	56,8%
marża ze sprzedaży (%)	8,9%	14,4%	-	11,1%	15,0%	-	9,5%	13,7%	-
EBITDA	2,9	4,9	59,6%	6,9	1,9	359,5%	12,0	17,0	70,6%
marża EBITDA (%)	16,5%	20,1%	-	18,6%	3,9%	-	16,0%	18,5%	-
EBIT	1,9	3,9	49,0%	4,9	8,2	60,4%	8,3	13,2	63,0%
marża EBIT (%)	10,9%	16,1%	-	13,4%	16,6%	-	11,0%	14,3%	-
Zysk brutto	2,1	3,8	56,1%	5,0	8,1	62,0%	8,9	13,1	67,7%
marża brutto (%)	12,0%	15,5%	-	13,6%	16,4%	-	11,8%	14,3%	-
Zysk netto*	1,8	3,3	55,0%	4,2	6,8	62,0%	7,5	11,0	68,2%
marża netto (%)	10,1%	13,3%	-	11,4%	13,8%	-	10,0%	12,0%	83,4%
* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej									
EPS (zł)	0,75	1,36		1,75	2,83		3,13	4,59	
CEPS (zł)	1,16	1,76		2,59	3,62		4,68	6,20	
P/E (x)	-	-		-	-		9,32	6,36	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej;
- metody dywidendowej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży. Natomiast metoda dywidendowa oparta jest o zdyskontowane wypłaty spółki na rzecz inwestorów.

Wycena DCF

Szacując wartość Spółki w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wycenę Grupy Hydrotor na poziomie **90,8 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **37,86 zł**. Model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- Poziom prognozowanych przychodów opiera się jedynie na rozwoju organicznym spółek Grupy bez uwzględnienia możliwych akwizycji;
- Średnioroczna stopa wzrostu przychodów Grupy w szczegółowym okresie prognozy ze względu na pogorszenie w branży w 2009 r. oraz ostrożne założenia na kolejne lata wyniesie 4%;
- Stosunek kosztu wytworzenia wyrobów Grupy do cen ich sprzedaży ze względu na zakładany przez nas wzrost wydajności produkcji oraz wysoką specjalizację Grupy ograniczającą konkurencję pozostanie mało wrażliwy na wahania koniunkturalne;
- Efektem prowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia oraz poniesionych nakładów na modernizację parku maszynowego spółek z Grupy zakładamy wzrost wskaźnika dźwigni operacyjnej;
- Efektywna stopa podatkowa w Grupie m.in. ze względu na rozliczanie strat z lat ubiegłych spółek zależnych do 2011 r. ukształtuje się poniżej nominalnego poziomu 19%;
- W obrębie kapitału obrotowego zakładamy skrócenie się cyklu konwersji gotówki do 114 dni, tym samym zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w okresie szczegółowej prognozy wyniesie 12 mln zł;
- Nakłady inwestycyjne szacowane zostały w oparciu o plany Zarządu Spółki oraz założenia dotyczące odtworzenia obecnego majątku;
- Średnio ważona stopa amortyzacji dotychczasowego majątku Spółki w kolejnych latach prognozy wyniesie 11,3% ze względu na ok. 50% udział aktywów trwałych z grupy grunty i budynki, a nowo nabytego majątku 14%, ze względu na specyfikę prognozowanych wydatków;
- Poziom gotówki netto skorygowano o zadeklarowaną dywidendę z zysku netto za 2008 r.;
- Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych – 6,2% (notowania z dnia 20.07.2009);
- Współczynnik beta przyjęliśmy na poziomie 1, a premię za ryzyko na poziomie na poziomie 5,5% w poszczególnych latach prognozy;
- Nominalną stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2018 r. przyjęliśmy na poziomie 2,0%;

Tabela 2. Model wyceny DCF

(mln zł)	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	>2018E
Przychody	72,9	78,2	83,4	88,5	92,3	96,1	100,2	104,0	107,3	109,9	
zmiana t/r	-16,9%	7,4%	6,6%	6,2%	4,2%	4,2%	4,2%	3,8%	3,1%	2,5%	
EBITDA	12,0	14,3	15,7	17,1	18,1	19,2	20,5	21,6	22,7	23,0	
EBIT	7,9	9,5	10,5	11,5	12,1	12,7	13,5	14,0	14,5	14,9	
Efektywna stopa podatkowa (%)	17,5%	18,0%	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	6,5	7,8	8,6	9,3	9,8	10,3	10,9	11,4	11,7	12,0	
Amortyzacja	4,1	4,9	5,2	5,5	6,0	6,5	7,0	7,6	8,2	8,2	
CAPEX	8,3	3,9	4,4	5,0	6,0	6,8	7,8	8,0	8,6	8,2	
Inwestycje w kapitał obrotowy	-6,7	1,8	1,8	1,8	1,3	1,3	1,4	1,2	1,0	0,8	
FCFF skorygowany o udziały mniejszości	9,0	6,9	7,5	8,0	8,5	8,7	8,8	9,7	10,3	11,2	11,4
dynamika FCF (%)	-	-23,0%	8,9%	5,9%	6,2%	2,0%	1,7%	10,5%	5,6%	8,6%	2,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	
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	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	
Koszt d?ugu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt d?ugu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
kapitał w?asny (%)	96,9%	96,1%	96,1%	96,1%	96,1%	96,1%	96,1%	96,1%	96,1%	96,1%	
d?ug (%)	3,1%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	
WACC (%)	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
DFCF	8,5	5,9	5,7	5,4	5,2	4,7	4,3	4,3	4,1	4,0	
Suma DFCF	52,1										
Wartość rezydualna (TV)	120,7										
Zdyskontowana TV	42,9										
Wartość firmy	95,0										
Gotówka netto	0,1										
Zadeklarowana dywidenda	4,3										
Wartość kapitału własnego	90,8										
Liczba akcji (mln szt.)	2,4										
Wartość 1 akcji 22/07/09 (zł)	37,86										

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 3. 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%	41,39	42,62	44,00	45,55	47,30	49,31	51,64	
-1,0%	39,11	40,17	41,35	42,67	44,16	45,85	47,79	
-0,5%	37,04	37,97	38,99	40,13	41,40	42,83	44,46	
Zmiana WACC (p.p.)	0,0%	35,17	35,98	36,87	37,86	38,95	40,18	41,56
	0,5%	33,47	34,19	34,96	35,82	36,77	37,82	39,00
	1,0%	31,92	32,55	33,23	33,98	34,81	35,72	36,73
	1,5%	30,50	31,05	31,66	32,32	33,04	33,83	34,71

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 33,98 zł oraz 42,67 zł. Natomiast wzrost/spadek rezydualnej stopy wzrostu o 1 p.p., ceteris paribus, powoduje wzrost/spadek szacowanej przez nas wyceny 1 akcji odpowiednio do wartości 40,18 zł oraz 35,98 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 z segmentu elektromaszynowego.

Podmiotem najbardziej zbliżonym profilem działalności do Hydrotoru jest Ponar Wadowice, którego spółki zależne (Ponar Lubań, Ponar Silesia oraz Hydromeca) są bezpośrednimi konkurentami spółek z Grupy Hydrotor. Jednak, ze względu dużą stratę zrealizowaną przez Ponar w 2008 r. oraz negatywny wynik na poziomie zysku netto ze sprzedaży w 1 kw.br., który utwierdził nas w przekonaniu, że również ten rok będzie dla Ponaru trudny, nie uwzględniamy spółki w zestawieniu spółek porównawczych.

Z powodu braku innych przedsiębiorstw elektromaszynowych notowanych na GPW o zbliżonym profilu działalności do producenta hydrauliki siłowej, grupę porównawczą stanowiły: Apator (producent aparatury pomiarowej oraz aparatury łącznikowej), Seco/Warwick (producent pieców, palenisk i palników piecowych), Rafamet (producent obrabiarek skrawających i odlewów żeliwnych) oraz Warfama (producent maszyn i urządzeń przeznaczonych dla rolnictwa).

Zarówno wymienionym mnożnikom, jak i kolejnym okresom porównawczym nadaliśmy równe wagi. Według takiego podejścia, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E wycena akcji Hydrotoru kształtuje się w przedziale 46,7,3 – 68,1 zł, biorąc pod uwagę wskaźnik EV/EBIT wycena kształtuje się w przedziale 34,7 – 46,5 zł, natomiast analizując wskaźnik EV/EBITDA, wycena akcji producenta siłowników hydraulicznych kształtuje się w przedziale 33,9 – 56,4 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie **106,9 mln zł**, czyli **44,58 zł** na akcję. Na jej poziom istotnie wpłynęła nasza subiektywna ocena wpływu trudnej sytuacji spółek wytwarzających dobra inwestycyjne na ich prognozowane wyniki w latach 2009 - 2010. W naszej ocenie Hydrotor, mając znaczącą ekspozycję na producentów maszyn i urządzeń, których odbiorcami są głównie gospodarstwa rolne, w coraz większym stopniu wspierane środkami z budżetu unijnego, powinien łagodniej odczuć skutki obecnego kryzysu. Tym bardziej, że w ujęciu wartościowym ok. 60% sprzedaży, stanowi popyt odtworzeniowy, który jest mniej wrażliwy na wahania cyklu koniunkturalnego.

Tabela 4. Wycena porównawcza

Spółka	MC (mln zł)*	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
APATOR	701,6	32,9	16,8	15,4	13,7	11,1	10,2	11,0	9,2	8,4
SECO/WARWICK	209,6	14,3	17,7	14,8	7,4	9,0	8,6	6,3	7,6	7,3
RAFAMET	75,5	18,3	14,4	13,0	11,4	9,2	8,1	6,1	5,4	5,8
POL-MOT WARFAMA	40,4	-9,3	10,0	8,6	-28,4	8,3	7,9	17,2	4,8	4,6
mediana		16,3	15,6	13,9	9,4	9,1	8,4	8,7	6,5	6,5
HYDROTOR	70,0	7,0	10,7	8,7	5,8	8,4	7,0	4,4	5,5	4,6
premia/dyskonto		-57,1%	-31,5%	-37,5%	-38,7%	-7,6%	-16,6%	-49,6%	-14,5%	-29,1%
EV					108,3	71,8	79,6	131,6	77,6	93,6
Kapitalizacja (MC)		163,3	102,2	112,1	112,0	75,5	83,3	135,3	81,3	97,3
Implikowana cena 1 akcji (zł)		68,1	42,6	46,7	46,7	31,5	34,7	56,4	33,9	40,6
Wagi dla wskaźników			33%			33%			33%	
Wycena (mln zł)		106,9								
Wycena 1 akcji (zł)		44,58								

* kursy zamknięcia z dnia 22/07/2009

Źródło: BM BGZ S.A.

Wycena dywidendowa

Hydrotor zadebiutował na GPW w 1998 r. i od tego czasu co roku dzielił się wypracowanym zyskiem z akcjonariuszami. W 2008 r. Grupa wypłaciła 2,1 zł na jedną akcję przeznaczając na ten cel ponad 5 mln zł (tj. 48% zysku wypracowanego w 2007 r.). W tym roku dywidenda na akcję wyniesie 1,8 zł, a Spółka wydatkuje 4,3 mln zł (tj. 43% zysku wypracowanego w 2008 r.), a DY dla bieżącej ceny wynosi 6,5%. Prawo do dywidendy ustalone zostanie w dniu 18.09.2009 r., a wypłata nastąpi w dniu 07.10.2009 r.

Systematyczność w dzieleniu się zyskiem z akcjonariuszami pozwala zastosować metodę dywidendową do wyceny Grupy. W tym celu przyjęliśmy, że Hydrotor corocznie będzie przeznaczal 60% generowanych zysków na wypłatę dla akcjonariuszy. W oparciu o tą metodę wartość Hydrotoru szacujemy na **67,7 mln zł**, czyli **28,24 zł** na jedną akcję.

Tabela 5. Model dywidendowy

(mln zł)	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	>2018E
Wartość dywidendy	4,3	3,9	4,8	5,4	5,9	6,2	7,7	8,2	8,6	8,9	9,3
zmiana r/r	-	-9,0%	23,4%	11,5%	9,2%	5,7%	23,3%	6,5%	4,7%	4,1%	2,5%
Mnożnik dyskonta	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Wartość bieżąca (DD)	4,1	3,3	3,7	3,7	3,6	3,4	3,8	3,6	3,4	3,2	
Suma DD	31,6										
Wartość rezydualna (TV)	101,5										
Zdyskontowana TV	36,1										
Wartość kapitału własnego	67,7										
Liczba akcji (mln szt.)	2,4										
Wartość 1 akcji 22/07/09 (zł) *	28,24										

* po wypłacie dywidendy za 2008 r.

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Podsumowanie wyceny

Wartość Hydrotoru na podstawie modelu DCF szacujemy na 90,8 mln zł, czyli 37,86 zł za jedną akcję, zestawiając Spółkę z podmiotami najbardziej zbliżonymi do niej profilem działalności, otrzymaliśmy wyceną na poziomie 106,9 mln zł, czyli 44,58 zł na jedną akcję, natomiast wycena metodą dywidendową implikuje wartość producenta hydrauliki siłowej na poziomie 67,7 mln zł, czyli 28,24 zł za jedną akcję. Nadając powyższymi metodami jednakowe wagi, wartość Grupy Hydrotor szacujemy na **88,5 mln zł**, czyli **36,89 zł** na jedną akcję. Przy czym podana powyżej wartość jest ceną nieuwzględniającą faktu obecnego notowania akcji z prawem do dywidendy w wysokości 1,80 zł na jedną akcję.

Tabela 6. Podsumowanie wyceny

	Wycena (mln zł)	Wycena na 1 akcję (zł)	Waga
Wycena DCF	90,8	37,86	33%
Wycena porównawcza	106,9	44,58	33%
Wycena dywidendowa	67,7	28,24	33%
Średnia z wycen	88,5	36,89	

Źródło: BM BGZ S.A.

Charakterystyka Grupy Kapitałowej

Struktura organizacyjna

W skład Grupy Kapitałowej Hydrotor wchodzi obecnie 5 spółek produkcyjno-usługowych specjalizujących się w zakresie hydrauliki siłowej, które swoją ofertę kierują zarówno w kraju jak i za granicą do producentów maszyn, urządzeń i pojazdów specjalistycznych, wykorzystujących w swym działaniu układy hydrauliczne. Podmiotem mającym największe znaczenie w działalności Grupy, biorąc pod uwagę kryterium generowanych przychodów, jest **PHS Hydrotor**. Finalnymi odbiorcami spółki są głównie producenci maszyn rolniczych (ciągników, kombajnów, rozrzutników), urządzeń komunalnych i transportu specjalistycznego (HDS), którym Hydrotor dostarcza m.in. pompy hydrauliczne, zawory i rozdzielacze. Większość produktów spółki kierowana jest na krajowy rynek części zamiennych, związany ze sprzętem do produkcji rolnej. Rośnie przy tym w strukturze przychodów spółki, sprzedaż kooperacyjna dla zagranicznych wytwórców maszyn i sprzętu ratunkowego. Uzupełniającą działalność Spółki stanowi przemysłowa i usługowa regeneracja elementów hydrauliki siłowej, logistyka związana z zaopatrzeniem materiałowym oraz obsługa sprzedaży wszystkich spółek Grupy Kapitałowej. Zatrudnienie w tej spółce wynosi 215 osób, natomiast w całej Grupie sięga 825 osób.

Również w Tucholi zlokalizowany jest drugi zakład Grupy – **Hydrotorbis** – specjalizujący się w obróbce mechanicznej na maszynach CNC elementów hydrauliki siłowej wykorzystywanych w rolnictwie oraz w przemyśle maszynowym, wydobywczym, energetycznym i samochodowym.

Produkty i usługi Hydrotorbisu, który został wydzielony ze struktur PHS Hydrotoru w 2005 r. skierowane są głównie na eksport pod zamówienie PHS Hydrotor.

Rysunek 1. Struktura Grupy Kapitałowej

Grupa Kapitałowa Hydrotor S.A.											
PHS Hydrotor S.A.	100%	100%	Agromet Sp. z o.o.	100%	100%	Hydrotorbis Sp. z o.o.	100%	100%	WPH Sp. z o.o.	100%	100%
Siedziba	Tuchola		Siedziba	Lubań		Siedziba	Tuchola		Siedziba	Wrocław	
Pracownicy	215		Pracownicy	220		Pracownicy	210		Pracownicy	95	
Defka Sp. z o.o.	57,1%	57,1%									
Siedziba	Dzierżonów										
Pracownicy	85										

Źródło: BM BGZ S.A.

Na wyniki Grupy znaczący wpływ ma również spółka **Agromet**, specjalizująca się w sprzedaży różnych typów cylindrów hydraulicznych (tłokowe, nurnikowe, teleskopowe), Kontrahentami spółki są zarówno krajowi jak i zagraniczni producenci maszyn rolniczych, budowlanych, transportowych oraz innych urządzeń, w których znajdują zastosowanie cylindry hydrauliczne. Znaczna część sprzedaży trafia również na rynek części zamiennych.

W 2005 r. Grupa powiększyła się wytwornie pomp hydraulicznych - spółkę **WPH**, która specjalizuje się w produkcji pomp zębatych, zespołów pompujących, silników zębatych, zasilaczy hydraulicznych znajdujących zastosowanie m.in. w prasach, dźwigach, obrabiarkach i maszynach budowlanych.

W 2007 r. Grupa nabyła za kwotę 1,6 mln zł 57% udziałów w spółce **Defka**, specjalizującej się w odlewnictwie metali (żeliwo szare, żeliwo sferoidalne – odpowiednio 57 i 43% sprzedaży) oraz produkcji metalowych elementów konstrukcyjnych. Większość produkcji (ok. 2/3) trafia do zagranicznych odbiorców, głównie do Niemiec, a ok. 10% zamówień pochodzi od spółek z Grupy. Spółka posiada również niewykorzystywane operacyjnie nieruchomości gruntowe w dobrej lokalizacji i w Dzierżonowie.

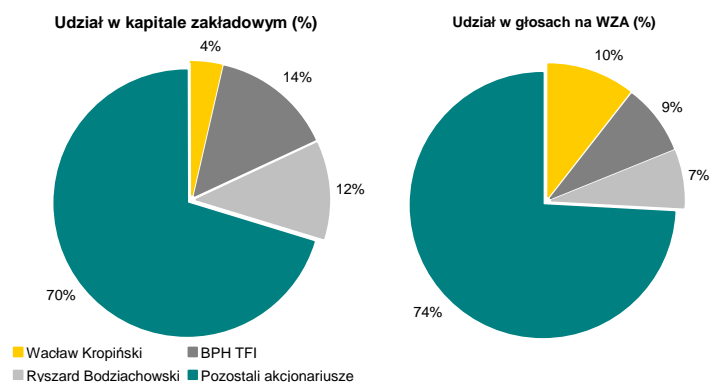
Ogółem ok. 50% sprzedaży Agrometu skierowanej jest do odbiorców związanych jest z rynkiem rolniczym.

1/3 sprzedaży WPH stanowią pompy wykorzystywane w maszynach rolniczych.

Struktura akcjonariatu

Obecnie największymi akcjonariuszami Hydrotoru są klienci funduszu zarządzanego przez BPH TFI, którzy na swoich rachunkach posiadają 13% akcji Spółki. Próg 5% przekroczyła jeszcze osoba fizyczna - Ryszard Bodziachowski, który kontroluje 10% akcji producenta hydrauliki siłowej. Biorąc jednak pod uwagę uprzywilejowanie akcji serii A co do głosu w stosunku 5:1, największy wpływ na decyzje WZA posiada jeden z założycieli Hydrotoru – Wacław Kropiński - posiadający 10% ogólnej liczby głosów.

Rysunek 2. Akcjonariat



Akcjonariat	liczba akcji	liczba głosów
Wacław Kropiński	88,4	422,0
BPH TFI	344,6	344,6
Ryszard Bodziachowski	280,0	280,0
Pozostali akcjonariusze	1 685,3	2 998,2
Razem	2 398,3	4 044,8

Źródło: BM BGŻ S.A.

Charakterystyka działalności

Pozycja rynkowa Grupy Kapitałowej

Obecny udział Hydrotoru w poszczególnych segmentach krajowego rynku elementów hydrauliki siłowej wskazuje na dominującą pozycję spółek z Grupy w produkcji wielu wyrobów stosowanych w układach hydraulicznych. W kategorii pomp Grupa dostarcza 73% wyrobów sprzedawanych w kraju, choć według oceny Zarządu w 2008 r. udział w rynku zmniejszył się o 2 p.p. na skutek większego importu pomp z Azji i Włoch. Zwiększył się jednocześnie udział Grupy w segmencie cylindrów, który wynosi obecnie 33% krajowego rynku. Ponadto Grupa pozostaje największym krajowym producentem elementów hydrauliki siłowej sprzętu mobilnego, a w niektórych asortymentach jest jedynym producentem.

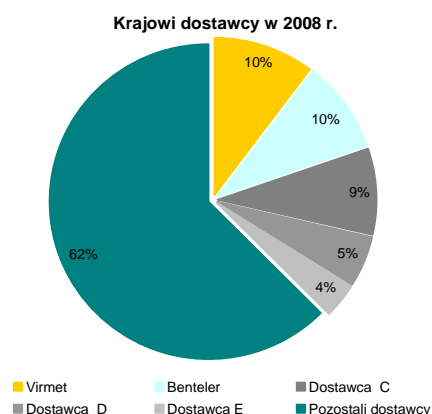
Tabela 7. Udział w krajowym rynku elementów hydrauliki siłowej w latach 2006 – 2008

(%)	2006	2007	zmiana r/r	2008	zmiana r/r
Pompy hydrauliczne	82%	75%	- 7 p.p.	73%	- 2 p.p.
Rozdzielacze hydrauliczne	45%	45%	-	42%	- 3 p.p.
Pompy olejowe	55%	50%	- 5 p.p.	50%	-
Zawory hydrauliczne	30%	25%	- 5 p.p.	25%	-
Elementy tłoczące (regeneracja)	30%	30%	-	30%	-
Serwomechanizmy, orbitrole (regeneracja)	20%	20%	-	20%	-
Cylindry tłokowe	30%	30%	-	30%	-
Cylindry nurnikowe	30%	30%	-	30%	-
Cylindry teleskopowe	30%	30%	-	33%	+ 3 p.p.

Źródło: raporty Spółki

Dostawcy – źródła zaopatrzenia, koncentracja

Rysunek 3. Struktura dostawców Grupy w 2008 r.



W obszarze zakupów, Grupa Hydrotor stosuje politykę centralizacji zaopatrzenia poszczególnych spółek zależnych w potrzebne czynniki produkcji, korzystając z ponad 300 dostawców. W wyniku takiego podejścia, udział spółki PHS Hydrotor w zakupach materiałów pozostałych spółek oscyluje w granicach 70%. Analizując koncentrację dostawców, z pośród krajowych firm, udział pięciu z nich stanowi 40% łącznej wartości zakupów Grupy (w 2008 r. wyniosła ona 27,2 mln zł), przy czym udział żadnego z nich nie przekracza 10% tej wartości. Natomiast zakupy poza Polską wyniosły 3,0 mln zł

Źródło: raporty Spółki

Odbiorcy – struktura, koncentracja sprzedaży

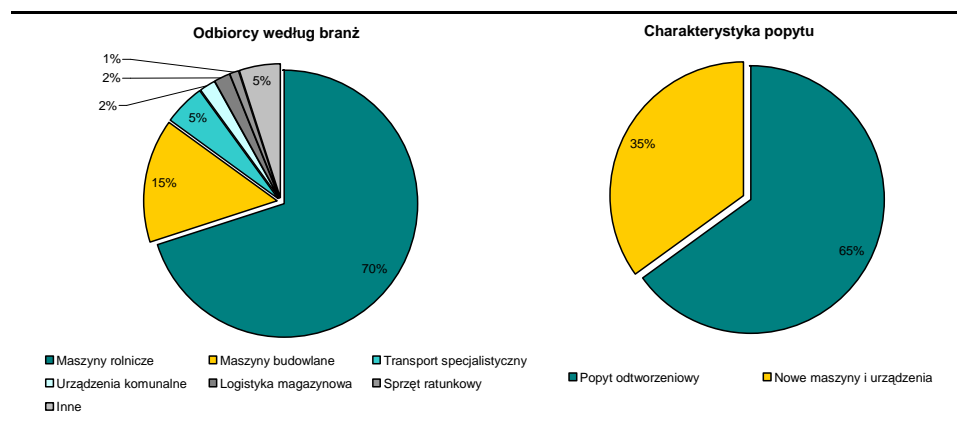
Większość wyrobów Grupy (ok. 70%) trafia do producentów maszyn rolniczych (wliczając części zamienne), którzy w oparciu o nabywane od Hydrotoru elementy hydrauliki siłowej, wyposażają produkowane przez siebie ciągniki, kombajny oraz inny sprzęt rolniczy w układy hydrauliczne. Bardzo istotne z punktu widzenia trwałej poprawy wyników sprzedaży Hydrotoru jest pozyskanie każdego nowego odbiorcy, gdyż wybór Grupy jako dostawcy elementów hydrauliki uzależnia producenta maszyn od wyrobów Grupy oraz zapewnia trwałe źródło przychodów. Tym bardziej, że Hydrotor w kolejnych latach współpracy dostarcza również części zamienne do wcześniej wyposażonych maszyn. Biorąc pod uwagę specyfikę oferowanych produktów Spółki i stosunkowo szybki okres zużycia elementów hydraulicznych w stosunku do innych części (średnio 3-4 lata), współpraca z nowym odbiorcą gwarantuje sprzedaż przez wiele lat. Obecnie popyt odtworzeniowy (sprzedaż części zamiennych oraz usług regeneracyjnych urządzeń) stanowi niemal 65% sprzedaży Grupy, co powoduje obniżenie wrażliwości sprzedaży Grupy na wahania koniunkturalne.

Drugą pod względem znaczenia grupą odbiorców wyrobów Hydrotoru są producenci maszyn budowlanych (m.in. dźwigów i podnośników), którzy generują 15% obrotów. Pozostałymi odbiorcami są firmy specjalizujące się w transporcie specjalistycznym (m.in. producenci specjalistycznych samochodów ciężarowych), logistyce magazynowej (m.in. producenci wózków widłowych i podnośników), a także producenci urządzeń komunalnych oraz sprzętu ratunkowego.

Analizując koncentrację sprzedaży według poszczególnych odbiorców, indywidualnie dla każdej ze spółek, najbardziej zdywersyfikowanych odbiorców posiada obecnie PHS Hydrotor. Sprzedaż w tej firmie prowadzona jest trzema kanałami – poprzez sieć przedstawicieli handlowych, obejmującą swym zasięgiem cały kraj, zamówienia bezpośrednie oraz w niewielkim stopniu poprzez sklep firmowy. Geograficznie sprzedaż ma charakter rozproszony, z większą koncentracją na północy i w województwach typowo rolniczych.

Producenci maszyn rolniczych i sprzedawcy części zamiennych generują 70% obrotów Grupy. Jednocześnie popyt odtworzeniowy stanowi 65% sprzedaży.

Rysunek 4. Odbiorcy według branż



Źródło: BM BGZ S.A.

Profil działalności spółek

Łączna sprzedaż spółki PHS Hydrotor w 2008 r. była nieznacznie wyższa w stosunku do 2007 r. i wyniosła 61,7 mln zł (wzrost 2,3% r/r). Największym źródłem przychodów była sprzedaż produktów spółek zależnych (w tym Hydrotorbisu), zaklasyfikowana w Hydrotorze jako towary, która wyniosła 28,5 mln zł (wzrost 10,8% r/r). Sprzedaż wyrobów gotowych samego Hydrotoru była z kolei nieznacznie mniejsza w 2008 r. i wyniosła 28,1 mln zł. Tendencją wzrostową odznaczała się sprzedaż eksportowa, która w 2008 r. stanowiła 17,1% przychodów spółki (wzrost o 2 p.p. r/r). Głównym asortymentem produkowanym przez PHS Hydrotor w poprzednim roku były pompy hydrauliczne, stanowiące 37% sprzedaży (spadek 2 p.p. r/r) oraz rozdzielacze hydrauliczne 19% (wzrost 1 p.p. r/r). Nieznaczny spadek sprzedaży wyrobów spółki można zawdzięczać

Sprzedaż w 2008r. PHS Hydrotor wzrosła o 2,3% r/r. Rosło znaczenie eksportu, który stanowił 17,1% sprzedaży.

efektowi cenowemu, gdyż sprzedaż w ujęciu wolumenowym odznaczała się spadkiem (spadek sprzedaży pomp i rozdzielaczy hydraulicznych oraz pomp olejowych w 2008 r. wyniósł odpowiednio 15, 10 i 10% r/r). Wyjątek stanowiły elementy kooperacji na eksport. W tym obszarze operacyjnym spółki niekorzystnie na wyniki wpływa umacniający się kurs złotego do euro w okresie 1-3 kw. 2008 r.

Tabela 8. Sprzedaż w ujęciu wartościowym i wolumenowym spółki PHS Hydrotor w latach 2007- 2008

Wolumen sprzedaży (tys. szt.)			Struktura sprzedaży (%)			Struktura sprzedaży (mln zł)			
Spółka	2007	2008	zmiana (%)	2007	2008	2007	2008	zmiana (%)	
Hydrotor S.A. (tys. szt.)									
Pompy hydrauliczne	69,1	58,9	-14,8%	39,0%	37,0%	Wyroby gotowe	29,0	28,1	-2,9%
Rozdzielacze hydrauliczne	24,1	21,8	-9,5%	18,0%	19,0%	Elementy regenerowane	2,7	2,5	-7,4%
Zawory hydrauliczne	19,7	20,2	2,5%	3,0%	4,0%	Usługi regeneracji nietypowej	3,0	2,6	-11,4%
Pompy olejowe	11,3	9,6	-15,0%	3,0%	3,0%	Towary i materiały	25,7	28,5	10,8%
Elementy kooperacji na eksport	291,4	347,6	19,3%	12,0%	12,0%	Razem	60,3	61,7	2,3%
Usługi	-	-	-	25,0%	25,0%	eksport	9,1	10,5	15,8%
Razem				100,0%	100,0%	(%) udział	15,1%	17,1%	

Źródło: raporty Spółki

Druga, co do istotności kontrybucji w wynikach Grupy spółka – Agromet – podobnie jak Hydrotor utrzymała sprzedaż w 2008 r. na poziomie z 2007r., która wyniosła 31,1 mln zł (spadek o 2% r/r). Producent cylindrów (stanowiły ok. 95% sprzedaży w 2008 r.) odnotował spadek popytu na cylindry tłokowe i nurnikowe (w ujęciu wartościowym i wolumenowym odpowiednio o 9 i 8% r/r) oraz jednoczesny wzrost sprzedaży cylindrów teleskopowych (w ujęciu wartościowym i wolumenowym odpowiednio o 25 i 17% r/r). Sprzedaż eksportowa wyniosła 10,9 mln zł (spadek o 8% r/r), tj. 35% obrotów w 2008 r., na którą znaczący wpływ miał efekt kursowy oraz spowolnienie produkcji dóbr inwestycyjnych w Niemczech. Wciąż istotne było znaczenie gospodarstw rolnych, które stanowiły w 2008 r. 75% odbiorców wyrobów spółki. Przewagą spółki w stosunku do konkurencji jest posiadanie własnego wydziału chromowania, cynkowania oraz nowoczesnej malarni. W 1 kw. br. trwały również zaawansowane przygotowania do zmiany formy prawnej ze spółki z o.o. na spółkę akcyjną, w celu planowanego upublicznienia spółki na GPW.

Sprzedaż Agrometu w 2008 r. była na poziomie 2007 r. Eksport stanowił nieco ponad 1/3 obrotów.

Tabela 9. Sprzedaży w ujęciu wartościowym i wolumenowym spółki Agromet w latach 2007- 2008

Wolumen sprzedaży (tys. szt.)			Struktura sprzedaży (%)			Struktura sprzedaży (mln zł)			
Spółka	2007	2008	zmiana (%)	2007	2008	2007	2008	zmiana (%)	
Agromet (tys. szt.)									
Cylindry tłokowe i nurnikowe	87,8	81,0	-7,7%	75,2%	69,8%	Cylindry tłokowe i nurnikowe	23,8	21,7	-9,0%
Cylindry teleskopowe	4,6	5,4	17,4%	11,6%	14,9%	Cylindry teleskopowe	3,7	4,6	25,4%
Pozostałe	-	-	-	13,2%	15,3%	Pozostałe	4,2	4,8	13,9%
Razem	-	-	-	100,0%	100,0%	Razem	31,7	31,1	-2,0%
						eksport	11,8	10,9	-8,0%
						(%) udział	37,2%	35,0%	

Źródło: raporty Spółki

Większy, w stosunku do dwóch wymienionych powyżej spółek, spadek łącznych obrotów odnotowała wytwórnia pomp hydraulicznych, której obroty w 2008 r. wyniosły 10,1 mln zł (spadek o 14,9% r/r). W strukturze sprzedaży w ujęciu wartościowym zmniejszył się udział pomp specjalnych, który wyniósł 18% obrotów (spadek 5 p.p. r/r), natomiast wzrosło znaczenie pomp rolniczych - 28,8% obrotów (wzrost 2 p.p. r/r). W ujęciu wolumenowym sprzedaż poszczególnych asortymentów w 2008 r. odznaczała się głębokimi spadkami sięgającymi 25% w przypadku pomp rolniczych i pomp pozostałych. W niewielkim stopniu spółka odczuła również znaczący spadek sprzedaży samochodów ciężarowych (wolumen spadł niemal o 50%), co jednak w

ujęciu wartościowym miało niewielki wpływ na wyniki WPH. Eksport stanowił ok. 24% sprzedaży, w ujęciu wartościowym spadł o 11%.

Tabela 10. Sprzedaż w ujęciu wartościowym i wolumenowym spółki Agromet w latach 2007- 2008

Wolumen sprzedaży (tys. szt.)			Struktura sprzedaży (%)			Struktura sprzedaży (mln zł)			
Spółka	2007	2008	zmiana (%)	2007	2008	2007	2008	zmiana (%)	
WPH (tys. szt.)									
Pompy rolnicze	11,7	8,7	-25,7%	26,6%	28,8%	Wyroby gotowe	10,8	9,0	-16,6%
Pompy pozostałe	8,5	6,2	-26,5%	36,2%	39,0%	Usługi	0,6	0,5	-7,8%
Pompy specjalne	6,1	5,0	-19,0%	22,7%	17,9%	Towary i materiały	0,5	0,6	10,6%
Zespoły, zasilacze	0,5	0,4	-16,0%	12,6%	12,7%	Razem	11,9	10,1	-14,9%
Części motoryzacyjne	3,1	1,6	-47,1%	1,9%	1,6%	eksport	2,7	2,4	-11,3%
Razem	-	-	-	100,0%	100,0%	(%) udział	22,6%	23,6%	

Źródło: raporty Spółki

Hydrotorbis, który został wydzielony z PHS Hydrotor w 2005 r. i od niego posiada wszystkie zamówienia, oparł się spadkom sprzedaży, które notowały spółki z Grupy, osiągając w 2008 r. obroty na poziomie 15,4 mln zł (wzrost o 14% r/r). Największy wpływ na dobre wyniki miała większa sprzedaż wyrobów gotowych - 8,1 mln zł (wzrost o 23% r/r) oraz oferowanych usług – 5,5 mln zł (wzrost o 14% r/r). Największy asortyment spółki stanowią wałki rolki, pokrywki.

Tabela 7. Sprzedaż w ujęciu wartościowym i wolumenowym spółki Hydrotorbis w latach 2007- 2008

Wolumen sprzedaży (tys. szt.)			Struktura sprzedaży (%)			Struktura sprzedaży (mln zł)			
Spółka	2007	2008	zmiana (%)	2007	2008	2007	2008	zmiana (%)	
Hydrotorbis (tys. szt.)									
Pokrywki	80,8	85,5	5,8%	25,8%	23,6%	Wyroby gotowe	6,6	8,1	23,1%
Wałki	61,3	82,9	35,3%	21,6%	24,4%	Półfabrykaty dla Hydrotor S.A.	2,0	1,6	-22,5%
Obudowy, pierścienie, tłoki	42,1	47,7	13,4%	10,2%	9,0%	Usługi	4,8	5,5	14,2%
Rolki	30,0	36,1	20,3%	7,7%	6,2%	Towary i materiały	0,1	0,3	115,7%
Korpusy	28,3	32,9	16,0%	18,7%	18,9%	Razem	13,5	15,4	14,0%
Płyty	3,5	4,9	39,9%	4,9%	6,2%	eksport	0,0	0,0	-
Razem	-	-	-	100,0%	100,0%	(%) udział	0,0%	0,0%	

Źródło: raporty Spółki

Specjalizująca się w odlewnictwie spółka Defka, zanotowała sprzedaż w 2008 r. na poziomie 8,2 mln zł (spadek o 6,8% r/r). W okresie tym zużyto 1,1 tys. ton żeliwa szarego i sferoidalnego (spadek o 15% r/r). W ujęciu geograficznym 2/3 produkcji trafiło na eksport, głównie do Niemiec.

Tabela 8. Sprzedaż w ujęciu wartościowym i wolumenowym spółki Defka w latach 2007- 2008

Wolumen sprzedaży (tys. ton)			Struktura sprzedaży (%)			Struktura sprzedaży (mln zł)			
Spółka	2007	2008	zmiana (%)	2007	2008	2007	2008	zmiana (%)	
Defka (t)									
Żeliwo szare	746,7	629,1	-15,7%	57,0%	56,7%	Wyroby gotowe	8,6	8,1	-6,2%
Żeliwo sfero	562,5	480,4	-14,6%	43,0%	43,3%	Usługi	0,1	0,0	-82,7%
Razem	-	-	-	100,0%	100,0%	Towary i materiały	0,1	0,1	-6,5%
						Razem	8,8	8,2	-6,8%
						eksport	5,1	5,4	5,2%
						(%) udział	58,5%	66,1%	

Źródło: raporty Spółki

Sprzedaż eksportowa

W roku ubiegłym sprzedaż eksportowa stanowiła 33% obrotów Grupy (wzrost o 4 p.p. r/r), pomimo obserwowanych przez większą część roku niekorzystnych relacji kursowych dla sprzedaży poza Polskę (kontynuacja trendu umacniania złotówki do euro do końca 3 kw. 2008 r.). Największym importerem wyrobów Grupy są obecnie niemieccy producenci maszyn rolniczych m.in. Klass oraz Parker. Niższa, w stosunku do krajowej, rentowność sprzedaży zagranicznej wynika z dużego udziału sprzedaży kooperacyjnej prostych elementów oraz niższym udziałem sprzedaży części zamiennych i brak wysoko marżowych usług regeneracji.

W związku z niskim poziomem zakupów, które kompensowałyby należności walutowe, Grupa silnie narażona jest na ryzyko kursowe. Szacujemy, że wzrost / spadek kursu EUR/PLN o 10% powoduje obniżenie / wzrost dochodu Grupy o ok. 2,5 mln zł. Ze względu na zadowalający Zarząd obecny poziom relacji kursowych, Grupa nie stosuje obecnie instrumentów zabezpieczających.

Tabela 9. Wyniki i rentowność sprzedaży w ujęciu geograficznym w latach 2006 - 2008

(mln zł)	2006	2007	zmiana (%)	2008	zmiana (%)
Sprzedaż ogółem	75,93	85,87	13,1%	87,72	2,2%
Polska (% sprzedaży ogółem)	76,2%	71,0%	-	66,9%	-
Sprzedaż	57,85	60,95	5,4%	58,69	-3,7%
KWS	41,70	40,78	-2,2%	39,20	-3,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,15	20,17	24,9%	19,49	-3,4%
rentowność	27,9%	33,1%	-	33,2%	-
koszty sprzedaży	1,36	1,46	7,7%	1,38	-6,0%
koszty zarządu	7,79	8,41	7,9%	7,89	-6,2%
Zysk ze sprzedaży	7,00	10,30	47,2%	10,23	-0,7%
rentowność	12,1%	16,9%	-	17,4%	-
Zagranica (% sprzedaży ogółem)	23,8%	29,0%	-	33,1%	-
Sprzedaż	18,08	24,92	37,9%	29,03	16,5%
KWS	13,78	19,64	42,5%	23,85	21,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,29	5,29	23,2%	5,18	-2,0%
rentowność	23,7%	21,2%	-	17,8%	-
koszty sprzedaży	0,37	0,50	37,0%	0,76	52,6%
koszty zarządu	1,97	2,77	40,5%	4,13	49,4%
Zysk ze sprzedaży	1,96	2,02	3,2%	0,29	-85,9%
rentowność	10,8%	8,1%	-	1,0%	-

Źródło: raporty Spółki

Tabela 14. Udział eksportu w poszczególnych spółkach z Grupy w latach 2006 - 2008

spółka	PHS Hydrotor S.A.	Agromet Sp. z o.o.	WPH Sp. z o.o.	Defka Sp. z o.o.
2008 r.	17,1%	35,0%	23,6%	66,1%
2007 r.	15,1%	37,2%	22,7%	58,5%
2006 r.	12,8%	31,0%	20,1%	55,6%

Źródło: raporty Spółki

Najwyższy udział eksportu w strukturze sprzedaży wynoszący 66% notuje Defka. W pozostałych spółkach waha się on w przedziale 17 - 35%

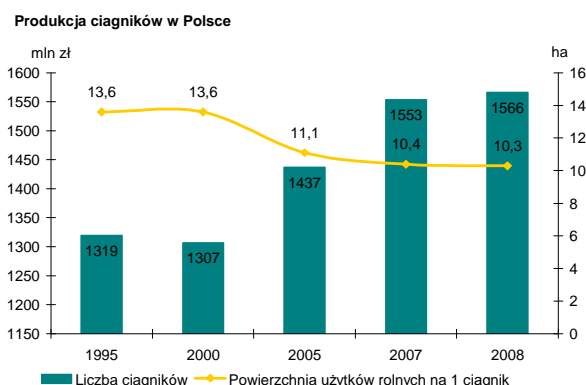
Otoczenie rynkowe

Większość (ok. 70% obrotów) produkowanych przez spółki z Grupy Hydrotor wyrobów trafia do producentów maszyn i urządzeń, których finalnymi odbiorcami jest sektor rolny w kraju i za granicą (głównie Niemcy i Francja). Z racji tego, sytuacja ekonomiczna gospodarstw rolnych, wspierana poprzez system dofinansowania, jak również stopień mechanizacji gospodarstw oraz relacje cen sprzedawanych produktów i nabywanych produktów i usług przez rolników stanowią główne determinanty kształtowania się popytu na wyroby Grupy. W mniejszym stopniu przychody grupy wrażliwe są również na kondycję branży budowlanej (ok. 15% obrotów) oraz branży transportowej (ok. 5% obrotów). Przy tym ze względu na stosunkowo szybkie zużycie elementów produkowanych przez Grupę (średnio 3 - 4 lata), nieco ponad 60% wartościowej sprzedaży stanowi popyt odtworzeniowy.

Tabela 15. Produkcja i sprzedaż maszyn rolniczych w UE, Turcji i na Białorusi

Sprzedaż ciągników w wybranych krajach					Produkcja ciągników w wybranych krajach w sztukach				
tys. szt.	2004	2005	2006	2007	tys. szt.	2004	2005	2006	2007
Francja	40,3	37,5	35,1	37,8	Włochy	82,6	86,5	82,6	83,3
Niemcy	22,1	22,1	23,5	28,5	Niemcy	59,2	54,6	58,6	60,7
Włochy	32,8	31,7	29,8	26,8	Białoruś	34,7	42,2	50,1	59,6
Turcja	27,9	27,0	28,4	24,0	Turcja	38,6	34,9	37,4	33,5
Hiszpania	19,5	16,2	16,3	16,4	Francja	27,5	27,3	26,6	28,0
Wielka Brytania	15,5	14,0	14,9	17,1	Wielka Brytania	29,1	26,7	25,6	25,1
Polska	10,0	9,8	13,4	16,6	Finlandia	9,8	9,9	10,4	10,7
Austria	6,3	6,0	7,2	6,8	Austria	9,9	8,9	9,4	9,8
Irlandia	2,9	3,2	3,7	4,4	Polska	8,5	6,0	6,7	7,4
Holandia	3,6	3,8	4,1	5,1	Czechy	5,4	5,5	6,5	7,0
Szwecja	4,1	4,2	4,4	4,7	Hiszpania	1,0	0,3	0,4	0,5
Finlandia	5,0	4,5	4,2	4,0					
Portugalia	7,2	6,2	5,4	6,1					
Dania	2,6	2,9	3,1	3,4					
Belgia	4,1	3,6	3,7	3,5					
Grecja	3,0	2,6	3,5	4,2					

Dostawy wybranych środków mechanizacji rolnictwa w Polsce w sztukach				
tys. szt.	2005	2006	2007	2008
Ciągniki rolnicze	9,8	13,4	16,6	13,5
Plugi lemieszowe	5,6	10,2	8,2	-
Kultywatory	1,2	5,0	8,0	-
Siewniki punktowe	0,5	0,6	0,5	-
Sadzarki ziemniaków	3,0	4,0	5,3	-
Kombajny zbożowe	1,1	1,1	1,3	-
Prasy zbierające	9,0	8,6	8,9	-



Źródło: Rynek środków produkcji i usług dla rolnictwa, marzec 2009, IERIGŻ

Rynek maszyn rolniczych

Polska, do której trafia ok. 60% produkowanych przez Grupę części do maszyn rolniczych posiada jeden z większych arealów rolnych spośród wszystkich gospodarek UE (18 mln ha, tj 55% powierzchni kraju), zatrudnienie w rolnictwie sięga 24% ludności czynnej zawodowo (5,5% w UE-15), a rolnicy wytwarzają ok. 6% polskiego PKB. Z racji tego, że brak jest oficjalnych danych na temat wartości rynku maszyn rolniczych,

przyjęliśmy własne szacunki bazujące na liczbie gospodarstw rolnych, ich strukturze wielkości oraz publikowanych przez GUS informacji na temat cen zestawu 33 maszyn najbardziej wykorzystywanych w rolnictwie.

W Polsce jest obecnie ok. 1,8 mln gospodarstw rolnych, w większości są to gospodarstwa małe (37,8% z nich nie przekracza powierzchni 5 ha), natomiast odsetek gospodarstw powyżej 20 ha nie przekracza 5%. Biorąc pod uwagę podaną przez GUS w 1 kw. 2009 r. cenę zestawu 33 maszyn rolniczych wynoszącą 0,63 mln zł (zakładając, że są to minimalne nakłady na park maszynowy gospodarstwa o powierzchni 20 - 30 ha), powierzchnię zasiewów w 2008r. wynoszącą 11,6 mln ha gruntów, dotychczasowe zużycie maszyn (na koniec 2008 r. wyniosło 84%), wartość polskiego rynku maszyn rolniczych w skali roku szacujemy na 6 - 8 mld zł. Przy czym dochodzenie do górnej wartości z podanego przedziału w kolejnych latach, wynikać będzie z przyjętego harmonogramu dostosowania dopłat bezpośrednich w Polsce do tych w krajach UE – 15, jak również zależeć będzie od kształtowania się nożyc cen (relacji przychodowo-kosztowych gospodarstw rolnych). Szacujemy, że 55% rynku stanowi sprzedaż ciągników i kombajnów, które w 50% są obecnie importowane.

W Polsce na koniec 2008 r. było 1,6 mln ciągników, tym samym 1 ciągnik przypada na ok. 10 ha gruntów rolnych. Na tle innych krajów EU Polska posiada znacznie więcej ciągników w przeliczeniu na 1 ha powierzchni użytków rolnych, co jednak związane jest ze znacznym rozdrobnieniem gospodarstw rolnych w stosunku do innych krajów. Według danych GUS w 2007 r. w Polsce sprzedano 16,6 tys. ciągników (podobnie jak w Hiszpanii i w Wielkiej Brytanii), w tym sprzedaż rodzimej produkcji wyniosła 7,4 tys. sztuk (tj. 45% łącznego wolumenu sprzedaży). Natomiast w roku 2008 sprzedaż spadła do 13,3 tys. sztuk. Wśród krajów UE największym producentem ciągników oprócz Włochów (83,3 tys. sztuk) są obecnie Niemcy (60,7 tys. sztuk), których najwięksi producenci maszyn rolniczych współpracują ze spółkami z Grupy.

Zatrudnienie w polskim rolnictwie jest czterokrotnie wyższe niż w UE (Polska - 24%, UE - 6%), dział ten wytwarza 6% PKB.

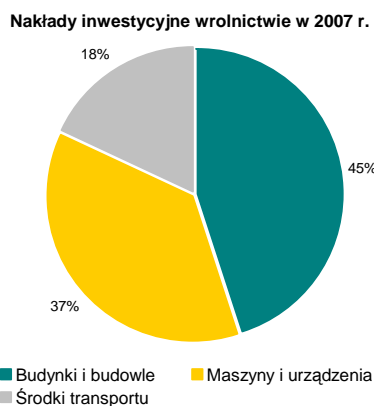
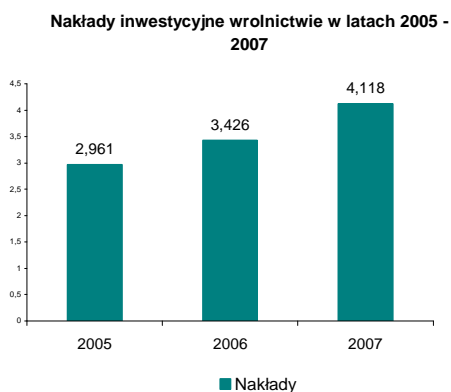
Wartość rynku maszyn rolniczych szacujemy na 6 – 8 mld zł w skali roku. Ok. 55% rynku stanowi sprzedaż ciągników oraz kombajnów.

Tabela 16. Środki trwałe w rolnictwie i nakłady inwestycyjne

Środki trwałe w rolnictwie w 2007 r.

(mld zł)	Ogółem	Budynki i budowle	Maszyny i urządzenia	Środki transportu
Wartość brutto środków trwałych w rolnictwie w 2007 r.	117,4	69,9	16,7	13,7
Skumulowana wartość amortyzacji środków trwałych	89,0	48,6	14,0	12,9
Wartość netto środków trwałych w rolnictwie w 2007 r.	28,4	21,3	2,7	0,8
Stopień zużycia	75,8%	69,5%	83,8%	94,4%

Nakładom inwestycyjnym w rolnictwie sprzyja obecny stopień zużycia środków trwałych w rolnictwie, który w przypadku maszyn i urządzeń wynosi 84%.



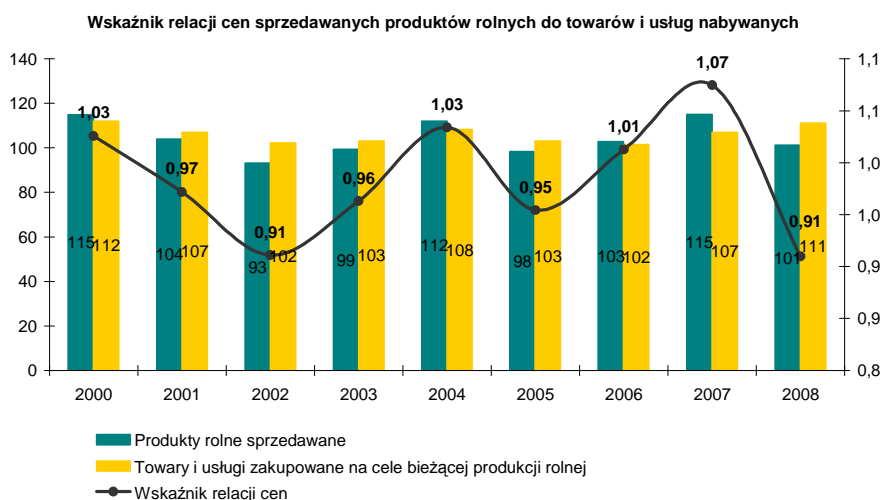
Źródło: GUS, Rynek środków produkcji i usług dla rolnictwa, marzec 2009, IERiGŻ

Dochody w rolnictwie

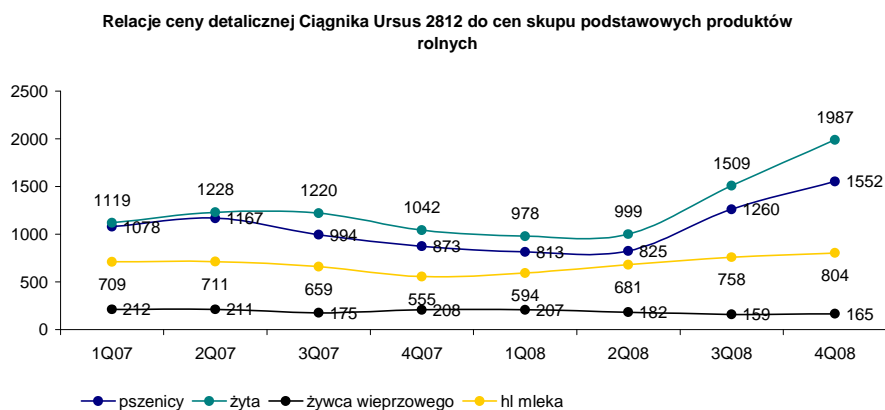
Bez wątpienia akcesja Polski do UE spowodowała znaczący wzrost dochodowości gospodarstw rolnych. Według badań IERiGŻ w 2002 r. dochód „przedsiębiorcy rolnego” stanowił 50,3% wartości dodanej brutto sektora rolniczego, natomiast dwa lata po akcesji w 2005 r. stanowił 91,1% tej wartości. Tak znaczący wzrost rentowności wynikał w dużej mierze z napływu dopłat bezpośrednich w ramach wspólnotowej polityki rolnej. W 2002 r. dopłaty stanowiły średnio zaledwie 8,8% dochodu rolnika, natomiast w 2005 r. było to już 39,6% dochodu przeciętnego rolnika.

Na dopłaty bezpośrednie składa się jednolita płatność obszarowa (dopłata do 1 ha użytków rolnych, bez względu na rodzaj prowadzonej działalności, którą oblicza się poprzez podzielenie rocznej puli środków finansowych określonej w przepisach wspólnotowych dla każdego państwa członkowskiego przez powierzchnię użytków rolnych danego państwa) oraz płatność uzupełniająca, która przysługuje producentom niektórych upraw. W 2008 r. łączna wartość wsparcia gospodarstw rolnych z budżetu unijnego i polskiego wyniosła 8,6 mld zł, w tym 4,8 mld zł (wzrost o 13% r/r) pochodziło ze środków wspólnotowej polityki rolnej. Warto wspomnieć, że do jednolitej płatności obszarowej zastosowanie ma zasada stopniowego dochodzenia do poziomu płatności bezpośrednich stosowanego w krajach UE-15. Oznacza to, iż poziom tych płatności, wzrasta corocznie (do momentu osiągnięcia wartości 100%) i począwszy od 2004 r. kształtuje się w sposób następujący: 25%, 30%, 35%, 40%, 50%, 60%, 70%, 80%, 90%, a w 2013 r. wyniesie 100% poziomu płatności stosowanych w UE.

Rysunek 5. Relacja cen produktów sprzedawanych oraz produktów i usług nabywanych przez rolników



W 2008 r. niekorzystnie kształtowała się relacja cen sprzedawanych produktów rolnych do towarów i usług nabywanych przez rolników. Ceny tych pierwszych wzrosły zaledwie o 1,4%, natomiast ceny tych drugich aż o 11,5%. Sytuacja ta obniżyła dochodowość gospodarstw rolnych.



W 2008 r. największy spadek siły nabywczej odczuli rolnicy zajmujący się uprawą zbóż. W 4 kw. 2008r. w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku siła nabywcza mierzona relacją cen ciągnika Ursus do cen skupu pszenicy bądź żyta, spadła o 50%. W lepszej sytuacji byli rolnicy zajmujący się chowem trzody chlewnej, powodu wzrostu cen pogłowia mocno drożały.

Źródło: GUS, Rynek środków produkcji i usług dla rolnictwa, marzec 2009, IERiGŻ

Wyniki finansowe

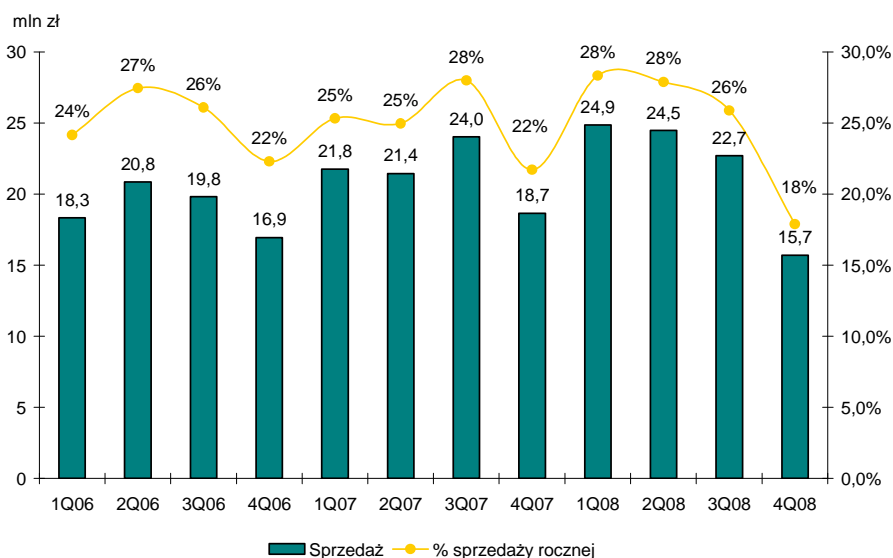
Sprzedaż Grupy w 1 kw. br. ukształtowała się na poziomie 19,2 mln zł, co stanowiło 77% przychodów zrealizowanych w analogicznym kwartale poprzedniego roku. Na niższe obroty miała wpływ nie tylko pogarszająca się koniunktura na rynku maszyn rolniczych, ale również wysoka baza z poprzedniego roku (w 1 kw. 2008 r. przychody wyniosły 24,9 mln zł, co stanowiło 28% rocznej sprzedaży). Natomiast w stosunku do

Tabela 17. Wyniki finansowe za 1 kw. 2009 r.

(mln zł)	1 kw. 2009	1 kw. 2008	dynamika (%) r/r	2 kw.2008 - 1 kw.2009	2 kw.2007 - 1 kw.2008	dynamika (%) r/r
Przychody netto ze sprzedaży	19,2	24,9	77,2%	82,1	89,0	92,2%
KWS	13,6	17,5	77,4%	59,1	62,6	94,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,6	7,3	76,7%	23,0	26,4	86,9%
marża brutto ze sprzedaży (%)	29,4%	29,5%	-	28,0%	29,7%	-
Zysk ze sprzedaży	2,5	3,9	64,5%	9,1	12,6	72,2%
marża ze sprzedaży (%)	13,1%	15,6%	-	11,1%	14,2%	-
EBITDA	4,0	5,2	76,3%	14,0	16,6	84,4%
marża EBITDA (%)	20,6%	20,8%	-	17,0%	18,6%	-
EBIT	3,0	4,2	71,0%	10,3	12,9	79,8%
marża EBIT (%)	15,7%	17,1%	-	12,5%	14,5%	-
Zysk brutto	2,9	4,3	67,3%	10,5	13,0	80,6%
marża brutto (%)	15,0%	17,2%	-	12,8%	14,6%	-
Zysk netto*	2,4	3,5	68,5%	8,9	10,9	82,1%
marża netto (%)	12,6%	14,2%	-	10,9%	12,2%	89,0%
* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej						
EPS (zł)	1,01	1,47		3,72	4,53	
CEPS (zł)	1,01	1,86		5,50	6,07	
P/E (x)	-	-		7,80	6,40	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Rysunek 6. Sezonowość sprzedaży w latach 2006 - 2008



Przed wstąpieniem Polski do EU Grupa realizowała najwyższe obroty w 3 kw., obecnie natomiast dopłaty bezpośrednie wypłacane od grudnia do czerwca wygładziły sprzedaż w ciągu pierwszych 9 m-cy roku. Najslabszym okresem pozostaje 4 kw., kiedy Grupa realizuje ok. 20% sprzedaży

Źródło: raporty Spółki

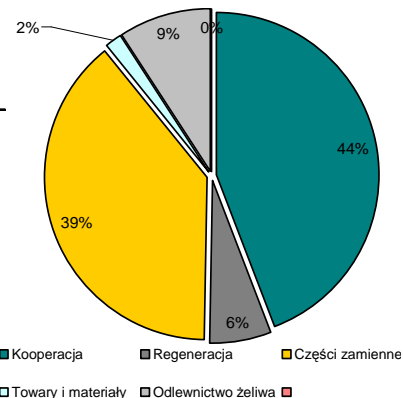
4 kw. 2008 r. wartość sprzedaży wzrosła o ponad 22%, co uwzględniając sezonowość sprzedaży, oznacza pewne wyhamowanie tempa spadku sprzedaży.

Analizując sprzedaż poszczególnych spółek, największe spadki obrotów zanotowały spółki: Agromet oraz PHS Hydrotor, które wyniosły odpowiednio 30% i 24% (dotyczy sprzedaży własnej produkcji). Niższym spadkom oparły się: WPH oraz Hydrotorbis, których obroty były niższe o 12% r/r. Na tle Grupy, dobrze prezentowała się spółka Defka, która utrzymała obroty w poprzedniego roku.

Analizując sprzedaż z punktu widzenia odbiorców, niekorzystnie na jej wielkość oddziaływał spadek zamówień kooperacyjnych. Z kolei na krajowym rynku, negatywnie na obroty wpływało spowolnienie popytu na maszyny rolnicze i związane z nim niższe zapotrzebowanie na wyroby produkowane przez spółki z Grupy. Także z powodu spadku dochodowości gospodarstw rolnych w 2008 r. oraz niepewności w zakresie sytuacji rynkowej, mimo pewnej poprawy, Spółce nie udało się poprawić sprzedaży części zamiennych w stosunku do 1 kw. 2008 r. (sezonowo okres zimowy nie sprzyja zakupom części zamiennych).

Tabela 18. Sprzedaż według segmentów w 2007 i 2008 roku

(mln zł)	2007	2008	zmiana (%)	2007	2008	zmiana (%)	2007	2008	zmiana (%)
	Kooperacja			Części zamienne			Regeneracja		
% udział w sprzedaży ogółem	51,9%	44,1%		35,2%	38,9%		6,9%	6,2%	
Sprzedaż	44,6	38,7	-13,2%	30,2	34,1	12,8%	5,9	5,5	-7,9%
KWS	32,2	27,3	-15,3%	20,0	22,7	13,6%	4,1	4,8	17,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,4	11,4	-7,7%	10,3	11,4	11,3%	1,9	0,7	-64,0%
Rentowność	27,8%	29,5%	-	33,9%	33,4%	-	31,5%	12,3%	-
koszty sprzedaży	1,2	1,1	-7,8%	0,6	0,9	45,7%	0,1	0,1	-31,3%
koszty zarządu	5,5	5,2	-4,7%	4,2	4,8	15,0%	0,5	0,3	-49,6%
Zysk ze sprzedaży	5,7	5,1	-10,6%	5,4	5,6	4,4%	1,3	0,4	-71,7%
Rentowność	12,8%	13,2%	-	17,9%	16,6%	-	21,7%	6,7%	-
	Towary i materiały			Odlewnictwo żeliwa					
% udział w sprzedaży ogółem	1,6%	1,6%		4,4%	9,2%				
Sprzedaż	1,4	1,4	0,0%	3,7	8,1	115,6%			
KWS	1,3	1,3	5,8%	2,9	7,0	138,4%			
Zysk brutto ze sprzedaży	0,1	0,1	-50,0%	0,8	1,1	34,5%			
Rentowność	10,3%	5,2%	-	22,0%	13,7%	-			
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	-43,2%	0,0	0,1	86,2%			
Koszty zarządu	0,0	0,0	-70,5%	0,9	1,7	82,6%			
Zysk ze sprzedaży	0,1	0,0	-39,7%	-0,1	-0,6	390,7%			
Rentowność	4,1%	2,5%	-	-3,4%	-7,8%	-			



Źródło: raporty Spółki

Pomimo trudnej sytuacji na rynku niemieckim, Grupa zdołała w 1 kw. br. zwiększyć sprzedaż eksportową, co było rezultatem rosnącej konkurencyjności cenowej wyrobów (deprecjacja kursu PLN do EUR) oraz poszerzenia kręgu odbiorców. Tym samym udział sprzedaży eksportowej w ciągu trzech pierwszych miesięcy roku stanowił 46% obrotów (wzrost o 13 p.p. r/r), z czego 0,6 mln EUR należności w Grupie zostało zabezpieczonych przy kursie 3,9 EUR/PLN.

Począwszy od 3 kw. 2008 r. Zarząd realizował strategię dostosowania mocy wytwórczych do pogarszających się warunków rynkowych, dokonując ograniczenia czasu pracy oraz redukcje zatrudnienia. W rezultacie, w 1 kw. br. producent hydrauliki utrzymał rentowność brutto ze sprzedaży na poziomie z poprzedniego roku (24,4% vs 24,5% w 1 kw. 2008 r.) oraz ograniczył koszty sprzedaży i ogólnego zarządu o

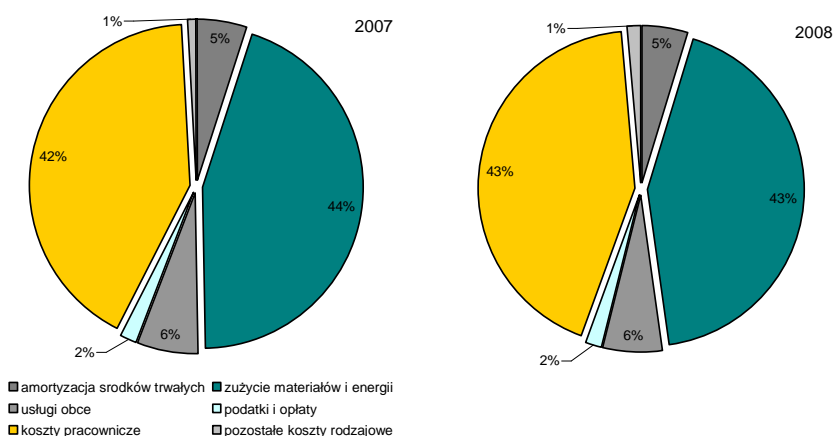
10% r/r. Zysk operacyjny wyniósł 3 mln zł (4,2 mln zł w 1 kw. 2008 r.) przy rentowności 15,7% (spadek o 1,4 p.p. r/r). Natomiast czysty zarobek osiągnął wartość 2,4 mln zł (3,5 mln zł w 1 kw. 2008 r.) przy rentowności 12,6% (spadek o 1,6 p.p. r/r).

Analizując obroty i rentowności poszczególnych segmentów działalności Grupy, wciąż największe znaczenie dla skonsolidowanych obrotów Hydrotoru stanowi segment kooperacji, którego obroty w 2008 r. wyniosły 38,7 mln zł (spadek 13,2% r/r), a zysk netto ze sprzedaży 5,1 mln zł (spadek o 10,6%). Implikowało to poprawę rentowności tego segmentu, która wyniosła 13,2% vs. 12,8 w 2007 r. i była niższa tylko od rentowności jakie Grupa realizuje ze sprzedaży części zamiennych (16,6% w 2008 r. vs. 17,9% w 2007 r. na poziomie zysku netto ze sprzedaży). Z kolei segment regeneracji zanotował istotny spadek dochodowości na poziomie zysku netto ze sprzedaży (6,7% w 2008 r. vs. 21,7% w 2007 r.) oraz ok.10% spadek sprzedaży.

Jedynym segmentem, który miał negatywną kontrybucję w wynikach spółki w 2008 r. było odlewnictwo żelaza reprezentowane przez Defkę (podany wzrost sprzedaży wynika z konsolidacji spółki począwszy od 3 kw. 2007r.). Słabe wyniki są rezultatem spadku cen stali, co przełożyło się na ceny wyrobów odlewniczych oraz nieoptymalnego wykorzystania mocy wytwórczych. Obecnie trwa proces restrukturyzacji tej spółki, którego efekty mają być widoczne w bieżącym roku. Zarząd nie wyklucza również sprzedaży zakładu, którego wartość w sposób istotny podnoszą nieruchomości gruntowe zlokalizowane w centrum Dzierżoniowa.

W strukturze kosztów rodzajowych największe znaczenie mają wydatki Grupy na materiały (stal aluminium) oraz koszty energii (ok. 5% kosztów). Łącznie ta grupa kosztów stanowiła w 2008 r. 43% wartości kosztów rodzajowych. Podobny udział w ponoszonych kosztach stanowią wydatki związane z wynagrodzeniem pracowników i narzuty, które w 2008 r. wyniosły również ok. 43% wszystkich kosztów Grupy. Wydatki w tym obszarze stanowią silną przewagę konkurencyjną Grupy w stosunku do jej konkurentów w kraju za granicą, ze względu na niskie koszty pozyskania pracowników (niskie uprzemysłowienie regionu, relatywnie wysokie bezrobocie) i dobre ich wykształcenie (profilowane szkoły techniczne w Tucholi). Pozostałe koszty dotyczące m.in. usług obcych, amortyzacji i podatków stanowiły ok. 15% sumy kosztów w 2008 r.

Tabela 7. Struktura kosztów rodzajowych



Źródło: raporty Spółki

Strategia Grupy

Perspektywy rozwoju

W najbliższych latach największy wpływ na rozwój Grupy Kapitałowej będzie miała sytuacja finansowa gospodarstw rolnych, gdyż 70% wyrobów Grupy stanowią elementy hydrauliki siłowej maszyn rolniczych. Tym samym istotna będzie wysokość środków pozyskanych przez Polskę w ramach wspólnotowej polityki rolnej w postaci dopłat bezpośrednich oraz innych programów operacyjnych, które jak dowodzą badania IERiGŻ przeprowadzone w 2006 r., istotnie zwiększyły dochodowość gospodarstw rolnych.

Jednocześnie oczekujemy również wysokich nakładów odtworzeniowych na środki trwałe w tym sektorze gospodarki, ze względu na obecny stopień zużycia maszyn rolniczych (liczony jako stosunek amortyzacji do wartości brutto maszyn rolniczych), który sięga 90%. Tak wysoki stopień wyeksploatowania świadczy również o technologicznym zużyciu sprzętu i negatywnie wpływa na wydajność polskich gospodarstw rolnych w stosunku do innych krajów EU, z którymi obecnie konkurują polscy rolnicy. Tym samym przyjmując stopień mechanizacji rolnictwa jako istotny wyznacznik wydajności i jednocześnie dochodowości gospodarstw rolnych, w tym obszarze należy spodziewać się istotnych nakładów inwestycyjnych. Szczególnie, że w ostatnich latach znacznie wzrosły koszty pracy oraz usług najmu sprzętu rolniczego, co również powinno skłonić gospodarstwa rolne do poniesienia nakładów ograniczających pracochłonność procesu produkcji rolnej i poniesienie kosztów usług obcych.

W bieżącym roku istotnym czynnikiem stymulującym popyt na maszyny będzie relacja kształtowania się cen sprzedawanych produktów rolnych do nabywanych usług tzw. nożyce cen, które w 2008 r. ukształtowały się niekorzystnie dla rolników. Istotna będzie również sytuacja makroekonomiczna w Polsce, w tym kształtowanie się stopy bezrobocia oraz poziom inflacji, które to wskaźniki istotnie wpływają na popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych, w tym na wydatki żywnościowe. Ponadto ze względu na rosnące znaczenie eksportu w sprzedaży wyrobów Grupy (głównie do Niemiec), poziom tej sprzedaży wrażliwy będzie na stopień recesji na rynku niemieckim, popyt na dobra inwestycyjne i poziomy zapasów magazynowych hurtowników niemieckich. Na tym rynku Zarząd zamierza oprócz obecnie wykonywanej prostej kooperacji, oferować również gotowe części hydrauliki siłowej, co powinno pozytywnie wpłynąć na generowane marże.

Istotne z punktu widzenia wyników Grupy będzie również znaczenie kursów walutowych, które wpływają na koszty wytworzenia wyrobów (materiały stanowiące 38% kosztów w 15% są importowane, w tym metale i pochodne, których cena uzależniona jest od walut) oraz rentowność sprzedaży zagranicznej. Ponadto słaba złotówka ogranicza wzrost konkurencji ze strony producentów zagranicznych (m.in. z Chin i Włoch), tym samym pozwala Hydrotorowi utrzymać pozycję lidera w krajowym rynku elementów hydrauliki siłowej.

W dłuższej perspektywie budowa silnej pozycji Grupy i zdolność do poszerzania zakresu działalności będzie determinowana przez zdolność Grupy do pozyskiwania środków z Unii Europejskiej. Z powodzeniem zakończyła się inwestycja Spółki w unowocześnienie parku maszynowego w Agromecie, którą dofinansowano kwotą 5,5 mln zł (tj. 45% inwestycji) z programu Innowacyjna Gospodarka.

Zarząd mając na uwadze rozwój firmy w kolejnych latach, widząc pewne bariery dla endogenicznego dynamicznego wzrostu sprzedaży, rozważa również dywersyfikację prowadzonej działalności. W tym celu analizowane są różne projekty z branż przemysłu elektromaszynowego.

Kształtowanie się popytu inwestycyjnego gospodarstw rolnych ma największy wpływ na rozwój Hydrotoru.

Zużycie maszyn rolniczych sięgające 90% wymaga w najbliższych latach wysokich nakładów odtworzeniowych.

Znaczący wzrost kosztów robocizny oraz usług najmu maszyn powinny stymulować wydatki rolników na maszyny rolnicze.

Słaba złotówka pozytywnie wpływa na konkurencyjność wyrobów Grupy zarówno w kraju jak i za granicą.

Środki pozyskane w ramach programów UE zwiększyły moce wytwórcze i obniżyły pracochłonność produkcji.

Inwestycje

W ostatnich dwóch latach nakłady inwestycyjne na środki trwałe były na stałym poziomie. W 2008 r. wyniosły 2,2 mln zł (wzrost o 2,3% r./r). Dotyczyły one głównie zakupu maszyn i urządzeń (1,3 mln zł) oraz nabycia nieruchomości, dzierżawionej dotychczas od ARiMR (0,4 mln zł). Wzrost nakładów inwestycyjnych w bieżącym roku uzależniony będzie od rozpoczęcia nowych projektów, na realizację których Grupa stara się o pozyskania współfinansowania z funduszy UE oraz od kształtowania się koniunktury gospodarczej w drugiej połowie roku, gdyż Grupa dysponuje wolnymi mocami produkcyjnymi. W przypadku ewentualnych większych wydatków np. akwizycji kapitałowych, spółka zakłada korzystanie z kredytów bankowych (obecne zadłużenie Grupy sięga zaledwie 1,5 mln zł i jest zobowiązaniem zaciągniętym przez spółkę WPH i Defkę).

W ramach środków z UE (umowa z PARP o dofinansowanie projektu inwestycyjnego w ramach programu Innowacyjna Gospodarka), w spółce Agromet począwszy od 1 kw. br. realizowany jest projekt dotyczący wdrożenia nowej technologii do produkcji siłowników hydraulicznych (system uszczelnień zwiększający wytrzymałość siłowników). Całkowita kwota wydatków w latach 2009 -2010 na ten cel wynosi 8,9 mln zł (dofinansowanie wyniesie 40%, tj. 3,6 mln zł).

Zarząd rozważa również realizację projektu utworzenia "Centrum Kompetencji Precyzyjnej Obróbki Elementów Wielkogabarytowych", który pozwoliłby wejść na innowacyjny i bardzo perspektywiczny rynek (m.in. prefabrykacja elementów konstrukcyjnych wiatraków). Zdaniem Zarządu po zakończeniu pierwszej fazy projektu obroty wzrosłyby o 10 mln zł., a zatrudnienie o 30 osób z możliwością dalszego rozwoju. Nakłady do poniesienia na projekt ten szacowane są na 22 mln zł., z tego dotacja z funduszy europejskich miałaby sięgnąć 9 mln zł. Naszym zdaniem rozpoczęcie przedsięwzięcia w tym roku ma szansę powodzenia tylko w przypadku zrealizowania się scenariusza uzyskania dofinansowania z budżetu unijnego.

Grupa ma również plany akwizycyjne. Wśród potencjalnych celów przejęcia jest obecnie spółka zależna od Ponaru Wadowice – Ponar Lubań, która specjalizuje się w produkcji cylindrów hydraulicznych. Z racji tego, że Spółka powstała w 2005 r. posiada halę produkcyjną wyposażoną w nowoczesny park maszynowy, która zlokalizowana jest podobnie jak zakład Agrometu w Lubaniu. W 1 kw. br. obroty spółki wyniosły 2,26 mln zł (spadek o 20% r/r), w dużej mierze przyczynił się do tego spadek nowych zamówień. Powiększenie Grupy o spółkę kontrolowaną obecnie przez Ponar Wadowice, oznaczałoby zdominowanie rynku siłowników hydraulicznych przez Hydrotor i możliwość wykorzystania tej pozycji w celu realizacji bardziej agresywnej polityki cenowej. Akwizycja ta oznaczałaby również większą dywersyfikację odbiorców hydrauliki siłowej, gdyż wyroby Ponaru adresowane są również dla branż nie obsługiwanych przez Hydrotor. Nie bez znaczenia jest również lokalizacja tego przedsiębiorstwa i Agrometu, która potencjalnie może oznaczać oszczędności dla obu firm związane z logistyką oraz kosztami administracyjnymi i zarządczymi. Hydrotor w zamian za przejęcie 100% udziałów tej spółki zaoferował 5,5 mln zł, powodzenie się nabycia producenta cylindrów nie jest jeszcze pewne ze względu na prawo pierwokupu udziałów przez jednego z dotychczasowych akcjonariuszy spółki.

Prognoza wyników i wskaźników

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

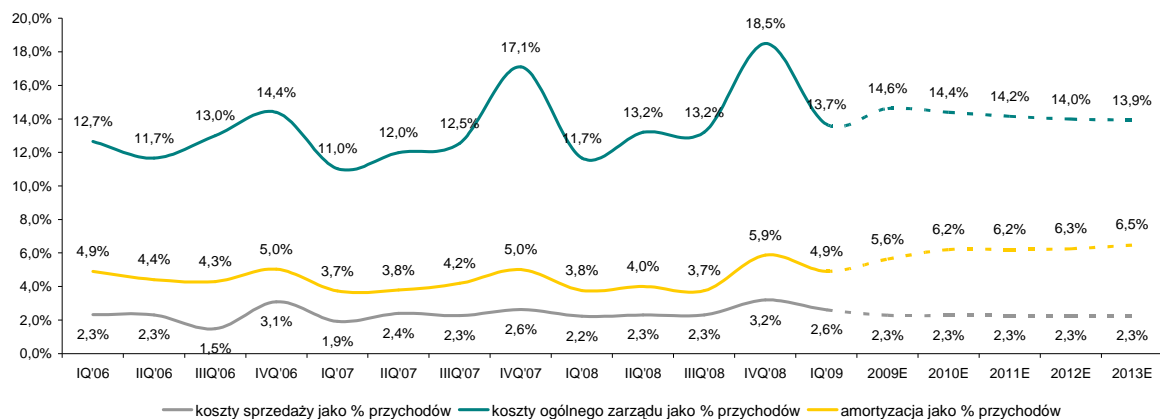
Tabela 19. Prognoza rachunku zysków i strat

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Przychody netto	85,9	87,7	72,9	78,2	83,4	88,5	92,3
zmiana r/r	-	2,2%	-16,9%	7,4%	6,6%	6,2%	4,2%
KWS	60,4	63,1	53,7	56,8	60,3	63,8	66,5
Zysk brutto na sprzedaży	25,5	24,7	19,2	21,5	23,0	24,7	25,8
marża brutto na sprzedaży	29,6%	28,1%	26,3%	27,4%	27,6%	27,9%	27,9%
Koszty sprzedaży	2,0	2,1	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
zmiana r/r	-	-	-22,4%	7,4%	6,2%	5,9%	4,4%
Koszty ogólnego zarządu	11,2	12,0	10,6	11,3	11,8	12,4	12,8
zmiana r/r	-	7,6%	-11,5%	5,7%	4,9%	4,9%	3,8%
EBITDA	15,8	15,2	12,0	14,3	15,7	17,1	18,1
EBIT	12,3	11,5	7,9	9,5	10,5	11,5	12,1
marża operacyjna	14,3%	13,1%	10,8%	12,1%	12,6%	13,0%	13,1%
Saldo na działalności finansowej	0,3	0,4	0,0	0,2	0,3	0,5	0,6
Zysk brutto	12,5	11,9	7,9	9,8	11,0	12,1	12,8
marża brutto	14,6%	13,5%	10,9%	12,6%	13,1%	13,7%	13,9%
Podatek dochodowy	2,2	2,1	1,4	1,8	2,0	2,3	2,4
Efektywna stopa podatkowa	-	18,0%	17,5%	18,0%	18,0%	19,0%	19,0%
Zysk netto, przypisany:							
akcjonariuszom jednostki dominującej	10,4	10,0	6,5	8,1	9,0	9,8	10,4
marża netto	12,1%	11,4%	9,0%	10,3%	10,8%	11,1%	11,2%
akcjonariuszom mniejszościowym	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,5

Źródło: BM BGZ S.A.

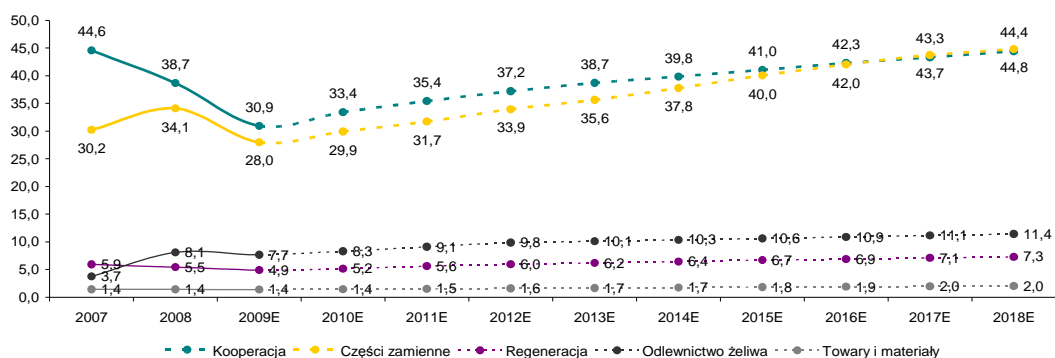
E - prognozy BM BGZ S.A.

Rysunek 8. Kształtowanie się kosztów jako % przychodów



Źródło: prognoza BM BGZ, raporty Spółki

Rysunek 9. Prognoza sprzedaży w ujęciu segmentowym



Źródło: prognoza BM BGZ, raporty Spółki

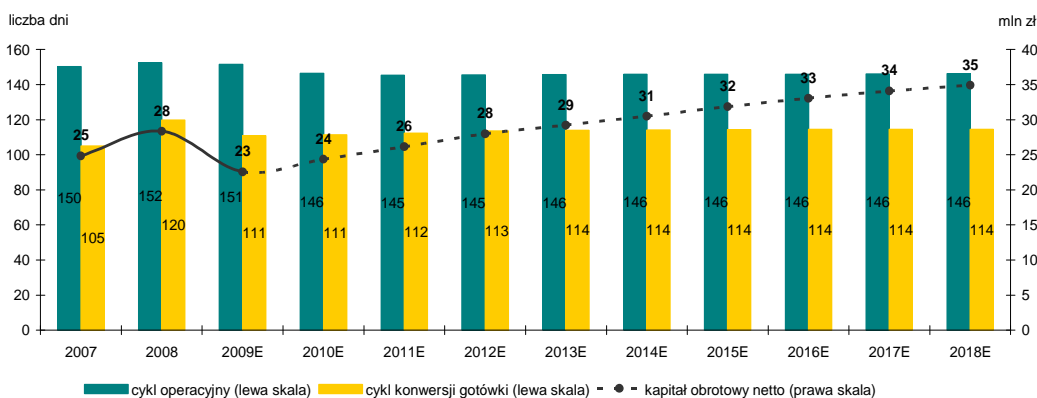
Tabela 20. Prognoza bilansu

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
AKTYWA	84,4	85,3	87,9	92,7	97,4	102,4	107,3
Aktywa trwałe	40,7	40,9	45,1	44,2	43,5	42,9	43,0
Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	40,1	39,8	44,0	43,0	42,2	41,7	41,7
Aktywa obrotowe	43,7	44,4	42,8	48,5	54,0	59,5	64,3
Zapasy	25,7	28,4	22,7	24,5	26,2	28,0	29,2
Należności handlowe	9,1	7,7	7,2	7,8	8,4	9,1	9,5
Inwestycje krótkoterminowe	7,3	7,3	12,0	15,3	18,4	21,5	24,7
PASYWA	84,4	85,3	87,9	92,7	97,4	102,4	107,3
Kapitał własny	60,3	65,6	67,8	72,0	76,1	80,5	85,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	22,0	17,9	18,2	18,9	19,5	20,1	20,5
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	3,5	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	18,2	14,8	15,2	15,9	16,4	16,9	17,3
Zobowiązania handlowe	5,1	3,3	4,0	4,4	4,6	4,9	5,1
Kredyty i pożyczki	4,7	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Rysunek 10. Prognoza kapitału obrotowego



Źródło: prognoza BM BGZ, raporty Spółki

Tabela 21. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

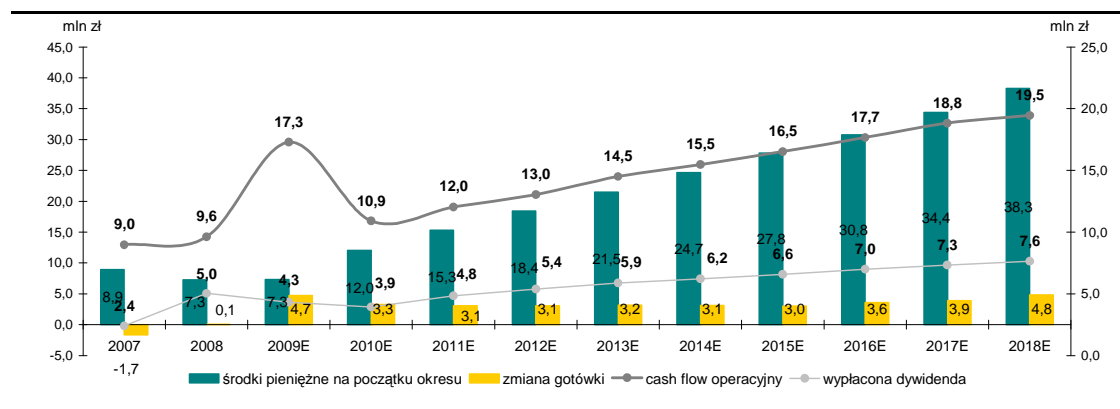
(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Przepływy netto z działalności operacyjnej	9,0	9,6	17,3	10,9	12,0	13,0	14,5
Zysk netto	10,4	10,0	6,5	8,1	9,0	9,8	10,4
Amortyzacja	3,6	3,7	4,1	4,9	5,2	5,5	6,0
Zmiana stanu zapasów	-3,8	-2,6	5,7	-1,8	-1,7	-1,7	-1,2
Zmiana stanu należności	-1,4	-0,1	0,7	-0,7	-0,6	-0,7	-0,5
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	1,2	0,0	0,3	0,7	0,6	0,6	0,4
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-6,8	-2,9	-8,0	-3,5	-3,9	-4,3	-5,2
Nakłady inwestycyjne, w tym:	-5,6	-3,7	-8,3	-3,9	-4,4	-5,0	-6,0
Wartości niematerialne i prawne	-0,3	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Rzeczowe aktywa trwałe	-5,3	-3,3	-8,3	-3,9	-4,4	-4,9	-5,9
Przepływy netto z działalności finansowej	-3,8	-6,7	-4,6	-4,2	-5,1	-5,6	-6,1
Wpływy netto z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaciągnięcie kredytów oraz innych zobowiązań fin.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Splata kredytów oraz innych zobowiązań fin.	-0,7	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-2,4	-5,0	-4,3	-3,9	-4,8	-5,4	-5,9
Odsetki	-3,3	-4,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1,7	0,1	4,7	3,3	3,1	3,1	3,2
Środki pieniężne na początek okresu	8,9	7,3	7,3	12,0	15,3	18,4	21,5
Środki pieniężne na koniec okresu	7,3	7,3	12,0	15,3	18,4	21,5	24,7

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Poziom środków pieniężnych na koniec poszczególnych lat prognozy nie uwzględnia nakładów, jakie Zarząd może ponieść na cele akwizycyjne bądź wyższy niż zakładamy poziom wypłaty dywidendy.

Rysunek 11. Przyrost gotówki w poszczególnych latach prognozy



Źródło: prognoza BM BGŻ, raporty Spółki

Tabela 22. Wskaźniki i dynamiki

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
zmiana przychód netto ze sprzedaży (r/r)	13,1%	2,2%	-16,9%	7,4%	6,6%	6,2%	4,2%
Zmiana EBITDA (r/r)	18,3%	-3,9%	-21,2%	19,6%	9,2%	9,0%	5,9%
Zmiana EBIT (r/r)	24,4%	-6,1%	-31,5%	20,4%	10,5%	9,9%	5,0%
Zmiana zysku netto (r/r)	36,3%	-3,9%	-34,9%	23,4%	11,5%	9,2%	5,7%
Marża brutto na sprzedaży	29,6%	28,1%	26,3%	27,4%	27,6%	27,9%	27,9%
Marża EBIT	14,3%	12,0%	9,4%	10,8%	11,2%	11,6%	11,7%
Marża EBITDA	18,4%	17,3%	16,5%	18,3%	18,8%	19,3%	19,6%
Marża zysku netto	12,1%	11,4%	9,0%	10,3%	10,8%	11,1%	11,2%
Rentowność operacyjna aktywów	14,5%	13,5%	9,0%	10,2%	10,8%	11,2%	11,3%
Rentowność majątku (ROA)	12,4%	11,8%	7,4%	8,7%	9,2%	9,6%	9,7%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	17,3%	15,3%	9,6%	11,2%	11,8%	12,2%	12,2%
Wskaźnik zadłużenia ogółem	26,0%	21,0%	20,7%	20,4%	20,0%	19,6%	19,1%
Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym	71,4%	76,9%	77,2%	77,6%	78,1%	78,6%	79,2%
Pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym	1,5	1,6	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9	2,1
Wskaźnik ogólnej płynności	2,4	3,0	2,8	3,1	3,3	3,5	3,7
Wskaźnik szybkiej płynności I	1,0	1,1	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0
Wskaźnik szybkiej płynności II	0,4	0,5	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4
Wskaźnik zdolności do generowania środków pieniężnych działalności operacyjnej	93,5%	90,2%	98,4%	96,0%	95,4%	94,9%	94,7%
Zysk netto do przepływów operacyjnych	139,4%	123,3%	37,8%	73,8%	74,7%	75,2%	71,5%
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	10,3%	10,7%	0,0%	14,0%	14,4%	14,7%	15,7%
Wskaźnik obrotowości aktywów trwałych	2,1	2,2	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2
Wskaźnik obrotowości aktywów	1,0	1,0	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 23. Wskaźniki rynkowe dla wartości dla ceny docelowej

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
EPS	4,35	4,18	2,72	3,36	3,75	4,09	4,32
DPS	1,00	2,10	1,80	1,63	2,02	2,25	2,46
BVPS	25,14	27,35	28,28	30,01	31,74	33,58	35,45
P/E	8,5	8,8	13,5	11,0	9,8	9,0	8,5
P/CE	6,3	6,4	8,3	6,9	6,2	5,8	5,4
P/BV	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
P/S	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	5,4	5,6	6,7	5,4	4,7	4,2	3,7
EV/EBIT	7,0	7,4	10,2	8,1	7,1	6,2	5,6
EV/S	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Cena docelowa (zł)	36,89	36,89	36,89	36,89	36,89	36,89	36,89
Liczba akcji (mln)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
MC (mln zł)	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5	88,5
EV (mln zł)	85,9	85,1	80,4	77,1	74,0	70,9	67,7

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. 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 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 jakkolwiek 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 12 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 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje 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 odnoszenie 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.

Doradztwo Inwestycyjne		telefon	adres email
Tomasz Dumala		(022) 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski		(022) 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski		(022) 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec		(022) 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	(022) 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	(022) 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski		(022) 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk		(022) 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne		strona www
	Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3a	(085) 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	(023) 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	(074) 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	(087) 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 (061) 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	(095) 721 63 29	Przemysł	ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86
Inowrocław	ul. Dworcowa 52/54	(052) 353 37 00	Radom	ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	(075) 753 30 98	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	(041) 366 02 15	Siedlce	ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	(094) 354 74 63	Sieradz	ul. Sarańska 5 (043) 822 61 34
Kraków	ul. Pawia 5	(012) 632 70 11	Szczecin	ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	(081) 531 91 44	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 (015) 822 39 50
Łomża	ul. Dworna 12	(086) 215 41 99	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98
Łódź	ul. Piotrkowska 57	(042) 670 20 70	Warszawa	ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	(095) 742 15 13	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	(018) 443 53 91	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	(089) 527 27 10		