

DOM MAKLEERSKI

BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA SA

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa
tel. 022-622 66 22 w. 332, fax. 022-622 66 22 w.331
e-mail: T.Binkiewicz@bossa.pl
[http:// bossa.pl](http://bossa.pl)

Przedsiębiorstwo Hydrauliki Siłowej HYDROTOR SA

Pompowy interes

Analiza Fundamentalna

Lipiec 2005

Wszystkie opracowania i komentarze zawarte w niniejszym raporcie są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być interpretowane inaczej. Dom Maklerski BOŚ SA nie bierze odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu. Informacje, o których mowa w par. 10 ust.1-2 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21.04.2004 r. (Dz. U. Nr 95, poz. 949) w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na str.14 niniejszego raportu

PHS Hydrotor SA

PKD 29.31 (produkcja maszyn dla rolnictwa i leśnictwa)

89-500 Tuchola, ul. Chojnicka 72

fax.(052) 33 48 635, tel. (052) 33 63 600

http://www.hydrotor.com.pl, e-mail: hydrotor@hydrotor.com.pl

Prezes Zarządu: Wacław Kropiński

Biegły rewident: Eksperti Finansowo-Księgowi Sp. z o.o.

Wycena

przy cenie zamknięcia 17,45 PLN z 18.07.2005r.

Cena docelowa (wycena dochodowa)**27,3 PLN**

Wycena porównawcza: 19,4 PLN

Parametry finansowe Grupy

Lata	NS (mln PLN)	OP (mln PLN)	DEPR (mln PLN)	NP (mln PLN)	EPS (PLN)	BVPS (PLN)	ROE (%)	DM (%)	CR x	QR x	DFL x	P/E x	P/OP x	P/BV x	MC/S x
2001	45,99	2,36	2,83	1,02	0,41	11,25	3,63	26,0	2,13	0,92	1,48	42,80	18,49	1,55	0,95
2002	44,26	3,74	2,54	2,07	0,83	11,80	7,00	19,2	3,40	1,66	1,23	21,11	11,69	1,48	0,99
2003	45,56	2,18	2,14	1,47	0,59	12,01	4,89	17,6	3,57	1,85	1,10	29,75	20,03	1,45	0,96
2004	55,14	5,50	2,22	4,04	1,68	14,16	11,89	16,7	3,38	1,64	1,03	10,37	7,61	1,23	0,76
2005E	68,73	5,96	2,88	4,28	1,78	16,91	10,55	17,3	3,01	1,27	1,05	9,78	7,02	1,03	0,61
2006E	81,23	7,13	3,46	5,10	2,13	18,32	11,61	17,3	3,13	1,28	1,06	8,21	5,87	0,95	0,52

E – prognoza DM BOŚ, do obliczeń przyjęto cenę zamknięcia z dnia 18 lipca 2005r - 17,45 PLN.

Data debiutu	17.03.1998r.		
Cena debiutu (PLN)	23,20		
Akcjonariat (17.06.2005)	Liczba akcji (szt.)	% w kapitale zakład.	% głosów na WZA
Wacław Kropiński	87 495	3,65	7,23
CA IB Investment Management SA	281 940	11,76	5,01
Pozostali	2 028 865	83,59	87,76
Razem	2 398 300	100,00	100,00

Dane podstawowe dla Grupy	mln PLN	mln EUR
Kurs euro = 4,1281		
Suma bilansowa (31.03.2005)	50,83	12,31
Kapitał własny (31.03.2005)	41,15	9,97
Zobowiązania pozabilansowe (31.03.2005)	5,31	1,29
Kapitalizacja rynkowa (18.07.2005)	41,85	10,14
Free float (18.07.2005)	35,40	8,58
Średni dzienny wolumen w szt. (20.06-18.07.05)	2 273	
Mediana wolumenu w szt. (20.06-18.07.05)	757	
Zwrot z inwestycji, w % (20.06-18.07.05)	-2,5	
Beta vs. WIG (18.07.2005)	0,33	
Wartość nominalna akcji (PLN)	2	

Parametry fundamentalne dla Grupy

	III'03 - II'04	IV'03 - III'04	I'04 - IV'04	II'04 - I'05
ROE (%)	10,09	12,78	11,79	9,86
ROA (%)	7,53	9,64	9,28	7,98
ROS (%)	24,06	25,08	24,89	24,23
OPM (%)	7,74	9,53	9,87	9,83
NPM (%)	6,00	7,69	7,18	7,10
CFM (%)	9,90	11,61	11,16	11,41
EPS (PLN)	1,27	1,76	1,67	1,69

PLN	I'05	I'04	II'04
NS (mln)	14,71	13,27	15,25
OP (mln)	1,48	1,36	1,73
NP (mln)	1,24	1,19	1,26
EPS	0,52	0,47	0,50
NOCF (mln)	0,02	0,23	1,08
NICF (mln)	-0,31	-0,68	-1,47
NFCF (mln)	-0,31	0,46	-0,21

Podsumowanie

Hydrotor należy do krajowych liderów w zakresie dostaw hydraulicznych części zamiennych do maszyn rolniczych. Spółka specjalizuje się przede wszystkim w produkcji pomp zębatych, stosowanych w ciągnikach rolniczych. Po przejęciu w czerwcu br. Wytwórni Pomp Hydraulicznych (WPH) we Wrocławiu - jedynego liczącego się krajowego konkurenta – udział Grupy Hydrotoru w krajowym rynku pomp hydraulicznych dla rolnictwa wzrósł do ok. 90%. Bardzo pozytywnie oceniamy przejęcie WPH. Dostrzegamy znaczące możliwości wystąpienia synergii między podmiotami, co powinno przełożyć się na obniżkę kosztów funkcjonowania. Przejęcie WPH praktycznie wyeliminowało ryzyko związane z ewentualnymi sporami sądowymi, dotyczącymi ochrony patentowej oraz licencji na produkowane przez Hydrotor pompy, dla których właścicielem praw patentowych jest WPH. Podkreślamy wyraźny wzrost popytu na oferowane przez Grupę produkty w roku ubiegłym (wzrost sprzedaży o 21%). Sądzymy, iż ta tendencja utrzyma się również w najbliższych latach. Spodziewamy się, iż Spółka będzie znaczącym beneficjentem wzrostu nakładów inwestycyjnych w krajowym rolnictwie, w następstwie corocznego napływu środków unijnych do gospodarstw rolniczych. Zwracamy uwagę na wyraźną sezonowość sprzedaży Grupy, związaną z cyklem inwestycyjnym w rolnictwie. Najlepsze wyniki Grupa Hydrotoru osiąga w III kwartale, najsłabsze - w IV kwartale. Podkreślamy dobrą sytuację finansową Grupy, niskie zadłużenie oraz stabilny poziom generowanego cash flow. Mając na uwadze perspektywę rozwoju Grupy oraz dyskonto wyceny rynkowej w stosunku do naszej ceny docelowej, na poziomie 36,0%, rekomendujemy KUPNO akcji Hydrotor w horyzoncie długoterminowym.

Opracował: Tomasz Binkiewicz, analiza techniczna: Waldemar Bojara

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych
DOMU MAKLERSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.



Wykres Hydrotoru znajduje się w długoterminowym trendzie wzrostowym (linia 1). Od listopada ubr, gdy zostało ustanowione historyczne maksimum notowań 21,90zł, walor wszedł w średnioterminową korektę spadkową, która zakończyła się na poziomie 13,60zł. Tu walor ukształtował formację podwójnego dna z linią szyi (3) na poziomie 17,00zł. Wybiecie z formacji nastąpiło na początku czerwca br, jednak nie zostało potwierdzone wzrostem wolumenu. Teoretyczny zasięg ruchu po wybieciu powinien wynieść około 20,50zł. Obecnie realizowany jest ruch powrotny do linii (3). Układ średnich ruchomych wskazuje na rynek wzrostowy w średnim terminie. Możliwa jest również zmiana w horyzoncie długoterminowym ze spadkowego na wzrostowy (cena znajduje się ponad średnią 100 sesyjną, a sama średnia zaczyna rosnąć). Dzienny MACD utworzył w połowie czerwca br wskazanie sprzedaży i zmniejsza dynamicznie (rosnący MACD-histogram) do linii równowagi. Zaczyna pogarszać się sytuacja w układzie tygodniowym, w którym MACD zmniejsza odległość do linii sygnału po utworzonym pod koniec maja sygnale kupna. Oscylatory szybkie (Stochastic, RSI) znajdują się w strefach neutralnych nie dając wskazówek co do kierunku ruchu w krótkim terminie. Najbliższe wsparcie 17,00zł wyznacza linia szyi (3), opór 18,20zł – zniżkująca linia trendu spadkowego (2). W najbliższym czasie istotne znaczenie będzie miało utrzymanie wsparcia 17,00zł w postaci linii (3). Udana obrona wzmocni szanse na dalsze zwwyżki i wypełnienie zasięgu ruchu z formacji podwójnego dna 20,50zł. Porażka strony popytowej oznaczać będzie załamanie formacji i możliwe zniżki w okolicie jej dna – 13,60zł, przy czym szanse obu scenariuszy wydają się obecnie wyrównane.

BRANŻA

Produkty branży hydrauliki siłowej skierowane są do producentów maszyn, urządzeń i pojazdów specjalistycznych wykorzystujących w swym działaniu układy hydrauliczne. Ze względu na kluczowe znaczenie układów hydraulicznych dla zachowania niezawodności oraz precyzji funkcjonowania maszyn i urządzeń, elementy hydrauliczne wykorzystywane są powszechnie m.in. w maszynach rolniczych, przemyśle ciężkim (górnictwo, hutnictwo), przemyśle samochodowym, zbrojeniowym, transporcie oraz w ochronie zdrowia. Najważniejszymi produktami branży są:

- **pompy hydrauliczne** – stosowane w układach hydraulicznych w celu wytworzenia odpowiedniego ciśnienia i przepływu niezbędnego do uruchomienia elementów wykonawczych (siłowników lub silników hydraulicznych); mają zastosowanie w konstrukcji m.in. ciągników rolniczych, kombajnów zbożowych, ładowaczy, wózków widłowych, samochodów ciężarowych, obrabiarek, sprzętu budowlanego oraz maszyn do robót drogowych;
- **rozdzielacze hydrauliczne** – mają zastosowanie w urządzeniach o napędzie hydraulicznym; służą do sterowania pracą odbiorników mocy (cylindry, silniki hydrauliczne);
- **zawory hydrauliczne** - stosowane w celu zabezpieczenia instalacji hydraulicznej przed nadmiernym wzrostem ciśnienia, zapewnienia bezpieczeństwa przy obsłudze w przypadku nagłego uszkodzenia instalacji hydraulicznej, a także dla umożliwienia przepływu cieczy roboczej w określonym kierunku, rozładowania lub naładowania instalacji hydraulicznej.

Poszczególne elementy hydrauliczne (pompy, rozdzielacze, zawory) wchodziły w skład **zasilaczy hydraulicznych** i układów hydraulicznych, zawierających również takie elementy jak: silnik hydrauliczny, filtry, manometry, elektromagnesy itp. Zasilacze hydrauliczne stanowią hydrauliczne napędy maszyn i urządzeń.

Odbiorcami produktów branży hydrauliki siłowej są producenci maszyn i urządzeń wykorzystujących w swym działaniu układy hydrauliczne.

Ponieważ rynek hydrauliki siłowej jest bardzo silnie skorelowany z praktycznie wszystkimi gałęziami przemysłu, zmiany koniunkturalne w gospodarce polskiej mają bezpośrednie przełożenie na rynek hydrauliki. Spodziewany w najbliższych latach stabilny wzrost PKB w granicach 4% rocznie, a tym samym popyt zgłaszany ze strony przemysłu, znajdzie swoje przełożenie na wzrost krajowego rynku hydrauliki przemysłowej, który w roku 2000 był szacowany na poziomie 123,5 mln USD. Polski rynek hydrauliki przemysłowej charakteryzuje się silnym rozdrobnieniem oraz stosunkowo wąskim asortymentem produkcji, który może zostać wykorzystany do budowy nowoczesnych układów napędu i sterowania. W Polsce nie wytwarza się bowiem elementów mikrohydrauliki. Większość podmiotów działających w branży hydrauliki przemysłowej powstała na bazie dawnych zakładów o charakterze rzemieślniczym, co skutkuje brakiem nowoczesnej technologii, a tym samym niskimi parametrami technicznymi wytwarzanych produktów. Ponieważ elementy hydrauliczne stanowią stosunkowo niewielką część kosztu całego urządzenia o napędzie hydraulicznym, a ich znaczenie dla sprawnego funkcjonowania urządzenia jest kluczowe, niezwykle ważne znaczenie dla odbiorców produkcji hydraulicznych ma marka producenta, gwarantująca jakość i niezawodność funkcjonowania elementu.

Krajowy rynek hydrauliki siłowej szacowany był w roku 2000 na poziomie 123,5 mln USD.

Ważnym segmentem branży hydrauliki siłowej jest hydraulika sprzętu mobilnego. Odbiorcami produktów branży w tym segmencie jest m.in. rolnictwo. Elementy hydrauliczne wchodzi bowiem w skład maszyn rolniczych, w tym ciągników oraz kombajnów. Popyt na produkty segmentu branży hydraulicznej ukierunkowanej na rolnictwo zależy od wielkości produkcji producentów dóbr finalnych (rynek pierwszego wyposażenia) oraz nakładów na remonty istniejącego sprzętu rolniczego. W tym segmencie rynku funkcjonuje Grupa Kapitałowa Hydrotoru.

Rynek hydrauliki rolniczej składa się z rynku pierwszego wyposażenia oraz rynku części zamiennych.

Produkcja ciągników rolniczych w Polsce (w szt.). Źródło: GUS

	2000	2001	2002	2003
produkcja ciągników rolniczych	7195	5703	5104	5770

W latach 2000-2002 popyt na elementy hydrauliczne ze strony producentów maszyn rolniczych systematycznie zmniejszał się. Spadek produkcji ciągników rolniczych w tym czasie wynikał z głębokiej restrukturyzacji największego producenta – firmy ZPC Ursus. Oznaki ożywienia wystąpiły w roku 2003, kiedy to produkcja ciągników wzrosła o 13%. Kontynuacja wzrostowej tendencji miała miejsce prawdopodobnie również w roku 2004, na co wpływ miało w dużym stopniu przystąpienie Polski do UE. Specyfika hydrauliki rolniczej polega na szybszym jej zużyciu w porównaniu do hydrauliki przemysłowej. Przyjmuje się, że prawidłowa konserwacja ciągników rolniczych wymaga wymiany elementów hydraulicznych w okresie trzyletnim. Według Powszechnego Spisu Rolniczego w roku 2002 ogółem w gospodarstwach w całym rolnictwie było 1364,6 tys. sztuk ciągników. W porównaniu do szacunkowego stanu ciągników z grudnia 2001 r. liczba ciągników w tym okresie wzrosła o 4,3%. Wynika to z zakupu nowocześniejszych używanych ciągników z importu, zakupu nowych oraz małej kasacji starych ciągników. Zakładając 3-letni okres wymiany, rocznie ok. 450 tys. ciągników powinno ulegać konserwacji. Oznacza to, iż rynek części zamiennych jest wielokrotnie większy od rynku pierwszego wyposażenia. W okresie przedakcesyjnym krajowe rolnictwo charakteryzowało się niskimi nakładami inwestycyjnymi oraz, ze względu na niski stopień zamożności gospodarstw rolniczych, ograniczaniem nakładów modernizacyjnych. Sytuacja zmieniła się po wejściu Polski do Unii Europejskiej. Napływ środków pochodzących z funduszy unijnych ma wyraźne przełożenie na obserwowany wzrost inwestycji gospodarstw rolniczych. Uważa się, iż rolnictwo jest największym beneficjentem wejścia Polski do UE. W naszej opinii coroczna wielkość dopłat jakie trafią do gospodarstw rolniczych będzie miała bardzo istotny wpływ na systematyczny wzrost nakładów inwestycyjnych, a tym samym również wzrost częstotliwości przeprowadzanych wymian zużytych elementów hydraulicznych. Z tego też względu perspektywy popytu na produkty branży hydrauliki rolniczej oceniamy bardzo korzystnie.

Atrakcyjność branży hydrauliki rolniczej w perspektywie najbliższych lat wynika z przewidywanego wzrostu nakładów inwestycyjnych w rolnictwie, w następstwie napływu środków pieniężnych z funduszy unijnych.

W skali globalnej dominującymi producentami branży hydrauliki przemysłowej są:

- **Bosch Rexroth AG** (Niemcy) – dominujący udział na rynku europejskim; wartość sprzedaży w 2004 roku na poziomie 4,08 mld EUR; specjalizacja w zakresie sprzedaży kompleksowych rozwiązań hydraulicznych;
- **Parker Hannifin Corp.** (USA) – dominujący udział na rynku amerykańskim oraz drugi gracz na rynku europejskim; wartość sprzedaży w 2004 roku wyniosła 7,11 mld USD; sprzedaż kompleksowych układów hydraulicznych;
- **Hydac International GmbH** (Niemcy) – duży udział w sprzedaży usług serwisowych.

W skali europejskiej znaczący udział w sprzedaży mają również:

- **Moog Hydrolux S.a.r.l** (Luksenburg) – specjalizacja w produkcji bardzo precyzyjnych elementów dla potrzeb branży odlewnictwa magnezu (tzw. serwowawory) oraz hutnictwa (elementy sterowania procesami w walcowniach i hutach);
- **Hytos Ostrava-Vitkovice** (Czechy) oraz **Atos Spa** (Włochy) – przede wszystkim hydraulika przemysłowa.

Na polskim rynku hydrauliki siłowej obecni są wszyscy znaczący producenci światowi, działający poprzez swoich przedstawicieli i/lub poprzez podmioty zależne. Liderem krajowego rynku hydraulicznego jest Bosch Rexroth, którego udział szacuje się na ok. 13% (w 2002 r.). Oprócz Grupy Kapitałowej Hydrotoru, do czołowych krajowych firm branży hydrauliki siłowej można zaliczyć:

- **PZL-Hydral S.A.** – produkcja na potrzeby przemysłu zbrojeniowego i lotnictwa (pompy, silniki, zawory, rozdzielacze, elektroawary, zasilacze); rozbudowana struktura holdingowa (w skład grupy wchodzi m.in. spółka ciepłownicza, zakład odlewniczy oraz zakład sprężarek hermetycznych);
- **Georyt-Centrum Produkcyjne Sp. z o.o.** – produkcja na potrzeby branży górniczej (układy hydrauliczne), elementy hydrauliki sterowniczej (rozdzielacze, zawory, przewody wysokociśnieniowe);
- **Archimedes S.A.** – produkcja narzędzi pneumatycznych oraz podnośników hydraulicznych stosowanych w ciągnikach URSUS;
- **Ponar-Wadowice S.A.** – produkcja elementów hydraulicznych dla przemysłu.

Na polskim rynku obecni są wszyscy najwięksi światowi producenci hydrauliki siłowej.

Wyniki finansowe krajowych podmiotów branży hydrauliki siłowej (w tys. zł). Źródło: Emitent, Monitor Polski B

nazwa	siedziba	kap. wł. 2003	sprzedaż		2004	zysk netto			dominujący udziałowiec
			2002	2003		2002	2003	2004	
Bosch Rexroth Sp. z o.o.	Pruszków	24 862	67 734	84 050	106 394	2 424	6 653	bd	Bosch Rexroth AG (Niemcy)
Parker Hannifin Sp. z o.o. ¹	Warszawa	31 841	29 383	51 612	bd	1 465	5 964	bd	Parker-Hannifin Corp. (USA)
Ponar-Wadowice S.A.	Wadowice	19 198	23 910	26 846	34 170	-4 403	-1 046	1 148	management, inw. finansowi
Hydrotor S.A.	Tuchola	34 350	23 905	22 955	32 005	2 389	2 104	3 550	management, inw. finansowi
ZEHS Agromet Sp. z o.o.	Lubań	15 520	20 630	22 984	27 795	707	964	1 414	Hydrotor S.A.
Archimedes SA	Wrocław	13 988	16 299	17 200	bd	-2 328	-287	bd	własność prywatna
Hydac Sp. z o.o.	Mikołów	19 880 ²	20 698	bd	bd	1 998	bd	bd	Hydac GmbH (Niemcy)
FAiH Georyt SA ³	Kraków	16 734 ²	36 221	bd	bd	1 428	bd	bd	własność prywatna
Kombinat PZL-Hydral SA	Wrocław	15 074 ²	35 500	bd	bd	49	bd	bd	ARP SA
Grupa Kap. PZL-Hydral	Wrocław	-46 845 ²	40 058	bd	bd	20 752	bd	bd	ARP SA

¹ rok obrotowy trwa od 1.VII do 30.VI

² kapitał własny na koniec roku 2002

³ w roku 2003 działalność produkcyjna została przejęta przez firmę Georyt-Centrum Produkcyjne Sp. z o.o.

CHARAKTERYSTYKA GRUPY

Historia

Początki Spółki sięgają roku 1945. Wówczas utworzono Państwowe Przedsiębiorstwo Traktorów i Maszyn Rolniczych, zajmujące się m.in. wykonywaniem remontów kapitalnych silników do ciągników. W latach 70-tych rozpoczęto produkcję elementów hydraulicznych, głównie pomp olejowych do silników. W grudniu 1991 roku, na bazie dotychczasowego przedsiębiorstwa państwowego, powstała spółka akcyjna Przedsiębiorstwo Hydrauliki Siłowej "HYDROTOR" S.A. Założycielami Spółki byli pracownicy, którzy objęli 100% akcji. Spółka notowana jest na GPW w Warszawie od marca 1998 roku.

Grupa Kapitałowa

Spółka jest aktywnym uczestnikiem procesów konsolidacyjnych w branży krajowych producentów hydrauliki przemysłowej. Obecnie PHS Hydrotor jest podmiotem dominującym wobec następujących firm:

- **ZEHS Agromet Sp. z o.o.** w Lubaniu – 99,79% udziału; w Grupie od roku 1998 w wyniku zakupu kontrolnego pakietu udziałów od Skarbu Państwa w procesie prywatyzacji przedsiębiorstwa; wartość bilansowa w księgach Hydrotoru na poziomie 19,76 mln zł – producent cylindrów hydraulicznych;
- **HS Hydrotorbis Sp. z o.o.** w Tucholi – 100% udział; w Grupie od roku 2004 w wyniku przeniesienia części produkcji do nowoutworzonej spółki; wartość bilansowa na poziomie 50 tys. zł; produkcja od początku 2005 r.;
- **Wytwórnia Pomp Hydraulicznych Sp. z o.o.** we Wrocławiu – 100% udział; w Grupie od czerwca 2005 roku w wyniku zakupu udziałów od dotychczasowych udziałowców za łączną kwotę 4,59 mln zł – producent pomp hydraulicznych.

Hydrotor jest również udziałowcem mniejszościowym **CBKO Hydrolab Sp. z o.o.** w Pruszkowie (22,97% udział; wartość bilansowa udziałów 15 tys. zł).

Ofrowane produkty

Głównym źródłem przychodów Hydrotoru jest produkcja elementów hydrauliki siłowej. W asortymencie produkcji znajdują się m.in. wysokociśnieniowe pompy zębate, pompy olejowe do silników spalinowych, rozdzielacze blokowe sterowane ręcznie i elektrycznie, zawory przelewowe i zwrotne, zasilacze hydrauliczne, sworznie tłokowe, przepływomierze zębate i tłokowe. W roku ubiegłym Spółce udało się przełamać spadkową tendencję sprzedaży w tej grupie produktowej, osiągając wysoką, ponad 29%-ową dynamikę sprzedaży. Na przestrzeni ostatnich lat udział produkcji w strukturze sprzedaży obniża się jednak systematycznie (z 78% w 2001 roku do poniżej 70% w ubr.).

Hydrotor prowadzi również działalność w zakresie regeneracji wyrobów hydraulicznych. W przypadku regeneracji typowej, Spółka dokonuje naprawy skupionych przez nią zużytych elementów hydraulicznych, najczęściej wykonanych przez Spółkę, a następnie dokonuje ich sprzedaży, jako elementów regenerowanych. W przypadku regeneracji nietypowej, Spółka zajmuje się świadczeniem usług w zakresie naprawy sprzętu hydraulicznego, najczęściej zachodnich producentów. W roku ubiegłym udział przychodów z regeneracji w strukturze sprzedaży wyniósł łącznie 17%. Na przestrzeni ostatnich lat średnie przychody z tej działalności wyniosły nieco ponad 5,1 mln zł rocznie.

W roku ubiegłym znacząco wzrosła sprzedaż towarów i materiałów w Spółce. W strukturze sprzedaży stanowiły one ponad 13% sprzedaży. Wzrost aktywności Hydrotoru w tym segmencie przychodów wynika z zacieśnienia współpracy

**Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych
DOMU MAKLERSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.**

Początki Hydrotoru sięgają roku 1945.

Spółka jest aktywnym ośrodkiem konsolidacji producentów hydrauliki rolniczej.

Dominującym źródłem przychodów Spółki są elementy hydrauliki siłowej, które stanowią ok. 70% sprzedaży ogółem.

kooperacyjnej z podmiotem zależnym ZEHS Agromet. W ramach wspólnego projektu realizowana jest sprzedaż cylindrów hydraulicznych dla amerykańskiego koncernu Eaton.

W strukturze sprzedaży spółki Agromet dominującą pozycję mają cylindry tłokowe i nurnikowe. W roku ubiegłym stanowiły one niemal 75% sprzedaży. Spółka ta jest również znaczącym producentem cylindrów teleskopowych.

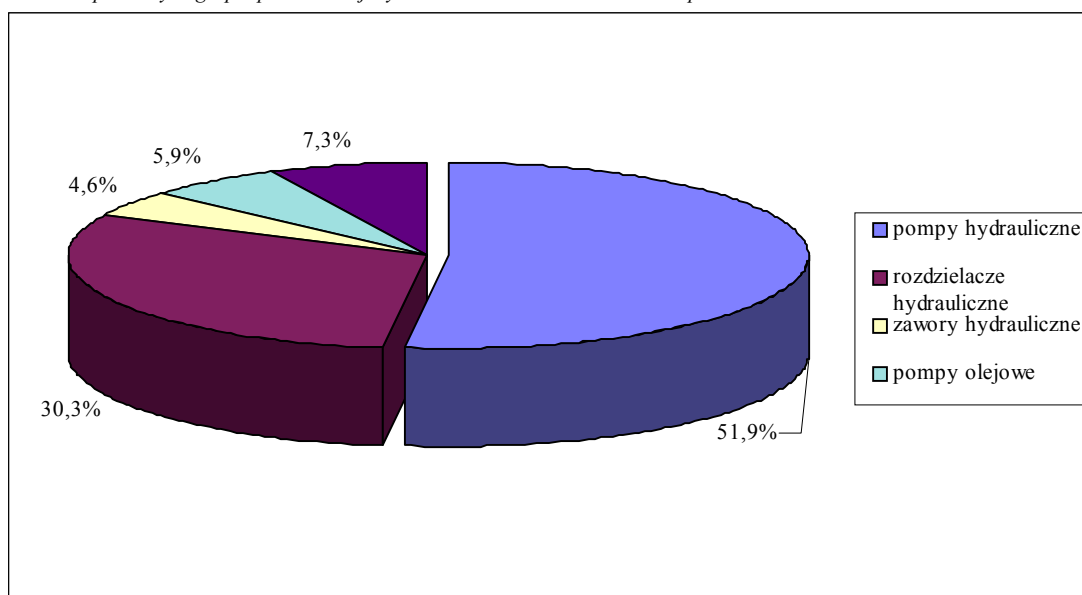
Przejęta w połowie br. WPH we Wrocławiu zajmuje się produkcją przede wszystkim pomp hydraulicznych. Około 60% produkcji asortymentowo pokrywa się z produkowanymi w Hydrotorze. Gama produktowa pomp WPH jest jednak znacznie szersza, gdyż oprócz dominujących w Hydrotorze typów pomp PZ1 oraz PZ2, WPH, jako jedyny producent w kraju produkuje również pompy hydrauliczne PZ3, PZ4 oraz PZ5, charakteryzujące się znacząco wyższym zaawansowaniem technicznym.

Struktura sprzedaży (w mln zł). Źródło: Spółka

Hydrotor	dane okresowe				dynamika			struktura			
	2001	2002	2003	2004	02/01	03/02	04/03	2001	2002	2003	2004
wyroby gotowe	18,77	17,98	17,24	22,28	-4,2%	-4,1%	29,2%	77,9%	75,2%	75,1%	69,6%
elementy regenerowane	2,75	3,02	2,54	2,84	9,6%	-15,8%	11,9%	11,4%	12,6%	11,1%	8,9%
usługi regeneracji nietypowej	2,08	2,17	2,43	2,60	4,2%	11,7%	7,1%	8,6%	9,1%	10,6%	8,1%
towary i materiały	0,49	0,74	0,75	4,28	50,6%	1,5%	474,0%	2,0%	3,1%	3,3%	13,4%
RAZEM	24,09	23,91	22,95	32,00	-0,8%	-4,0%	39,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Agromet											
cylindry tłokowe i nurnikowe	18,39	16,56	18,17	20,71	-9,9%	9,7%	14,0%	84,8%	80,8%	79,1%	74,5%
cylindry teleskopowe	2,02	1,83	3,34	3,23	-9,7%	82,9%	-3,5%	9,3%	8,9%	14,5%	11,6%
pozostałe	1,26	2,11	1,47	3,86	67,4%	-30,4%	162,7%	5,8%	10,3%	6,4%	13,9%
RAZEM	21,68	20,50	22,98	27,80	-5,4%	12,1%	20,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

W ramach produkcji elementów hydraulicznych Hydrotor specjalizuje się w sprzedaży przede wszystkim pomp hydraulicznych. W roku ubiegłym stanowiły one niemal 52% sprzedaży wyrobów gotowych. Ważną grupą produktową dla Spółki są również rozdzielacze hydrauliczne (udział w sprzedaży wyrów gotowych na poziomie ok. 30%). W mniejszym stopniu Hydrotor jest również producentem zaworów hydraulicznych oraz pomp olejowych.

Struktura sprzedaży w grupie produktowej Hydrotor SA w roku 2004. Źródło: Spółka



W segmencie rynku hydraulicznego skierowanego na potrzeby branży rolniczej, udział Grupy Kapitałowej Hydrotoru w krajowym rynku pomp hydraulicznych w roku 2004 Spółka szacuje na poziomie ok. 48%, rozdzielaczy hydraulicznych ok. 45%, pomp olejowych ok. 40%, zaworów hydraulicznych oraz cylindrów na poziomie ok. 30%.

W wyniku przejęcia Wytwórni Pomp Hydraulicznych we Wrocławiu należy oczekiwać znaczącego wzmocnienia pozycji Grupy w segmencie pomp hydraulicznych. Łączny udział w rynku pomp hydraulicznych dla rolnictwa po przejęciu WPH można szacować na poziomie ok. 90%.

Hydrotor oraz WPH specjalizują się w produkcji pomp hydraulicznych, natomiast Agromet – w produkcji cylindrów.

Po przejęciu WPH udział Grupy Hydrotoru w rynku pomp hydraulicznych dla rolnictwa szacowany jest na poziomie 90%.

Rynki zbytu

Produkcja Grupy Kapitałowej Hydrotoru skierowana jest przede wszystkim na potrzeby szeroko rozumianej branży rolniczej, obejmującej producentów maszyn rolniczych (przede wszystkim traktorów) oraz bezpośrednio rolników. W przypadku Hydrotoru udział branży rolniczej w strukturze odbiorców wynosi ok. 80%, w przypadku Agrometu ok. 65%. Grupa realizuje również sprzedaż na potrzeby producentów maszyn budowlanych, obrabiarek oraz środków transportu i sprzętu wojskowego.

Najważniejszym rynkiem zbytu dla Grupy Hydrotoru jest rynek krajowy. W roku ubiegłym sprzedaż krajowa stanowiła niemal 76% przychodów ze sprzedaży ogółem. Sprzedaż na rynku krajowym ma charakter rozproszony, z koncentracją w rejonach północno-wschodnich i centralnych. Sprzedaż realizowana jest poprzez sieć przedstawicieli handlowych, obejmujących swym zasięgiem cały kraj, zamówienia bezpośrednie oraz poprzez sklep firmowy. Dominującym kanałem dystrybucji jest sieć przedstawicieli handlowych (udział ok. 40% sprzedaży ogółem).

Hydrotor realizuje sprzedaż przede wszystkim na rynku wymiany sprzętu hydraulicznego. Sprzedaż elementów hydraulicznych z przeznaczeniem na części zamienne stanowi ok. 70% sprzedaży. Odbiorcą produkcji w tej grupie są przede wszystkim rolnicy indywidualni. Na rynku pierwszego wyposażenia sprzedaż Hydrotoru stanowi ok. 30% sprzedaży ogółem. Odbiorcami produkcji w tej grupie są przede wszystkim producenci maszyn rolniczych. W przypadku Agrometu proporcje te są odwrócone. Przychody ze sprzedaży części zamiennych stanowią zaledwie 10% sprzedaży ogółem. Należy podkreślić, iż wysoki udział sprzedaży części zamiennych jest dla Spółki bardzo korzystny. Ze względu na ok. 3-letni okres zużycia produkowanych elementów hydraulicznych, rynek części zamiennych maszyn rolniczych charakteryzuje się stabilnością oraz przewidywalnością popytu. Marża osiągnięta przy sprzedaży części zamiennych jest też o ok. 25% wyższa niż przy sprzedaży na rynku pierwszego wyposażenia.

Znaczącą pozycję w strukturze sprzedaży ogółem zajmuje również sprzedaż eksportowa. W roku ubiegłym stanowiła ona ok. 24% przychodów ogółem. Grupa eksportuje przede wszystkim na rynek amerykański oraz niemiecki. Głównymi odbiorcami produkcji eksportowej są niemieckie firmy Class i Parker oraz amerykański Eaton, który odbiera cylindry produkowane przez Agromet w kooperacji z Hydrotorem. Rentowność prowadzonej działalności eksportowej w dużej mierze zależy od kształtowania się kursów walutowych. Obecnie Grupa nie zabezpiecza się przed ryzykiem walutowym w transakcjach terminowych. Należy podkreślić systematyczny wzrost znaczenia eksportu w strukturze sprzedaży ogółem w ostatnich latach (wzrost z 16,0% w roku 2002 do 24,1% w roku 2004).

Geograficzna struktura sprzedaży Grupy Kapitałowej (w mln zł). Źródło: Spółka

	dane okresowe				dynamika			struktura			
	2001	2002	2003	2004	02/01	03/02	04/03	2001	2002	2003	2004
Kraj	38,11	37,16	35,43	41,86	-2,5%	-4,7%	18,1%	82,9%	84,0%	77,8%	75,9%
Eksport	7,87	7,10	10,12	13,28	-9,9%	42,7%	31,2%	17,1%	16,0%	22,2%	24,1%
Razem	45,99	44,26	45,56	55,14	-3,8%	2,9%	21,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Strategia

Strategia rozwoju Grupy Kapitałowej Hydrotoru zakłada dalsze umacnianie pozycji największego krajowego dostawcy części zamiennych elementów hydraulicznych dla mobilnego sprzętu rolniczego. Działalność Grupy nadal ukierunkowana będzie przede wszystkim na potrzeby branży rolniczej.

Realizacja strategii odbywać się będzie przede wszystkim poprzez wykorzystanie efektów synergii, jakie powinny wystąpić między obecnymi podmiotami wchodzącymi w skład holdingu. W naszej opinii przejęcie w czerwcu br. kontroli nad Wytwórną Pomp Hydraulicznych (WPH) we Wrocławiu jest kluczowe dla ugruntowania dominującej pozycji holdingu w obsługiwanej niszy rynkowej. Podkreślamy bowiem, iż dokonując akwizycji Hydrotor przejął jedyne znaczącego konkurenta na rynku pomp hydraulicznych dla rolnictwa, przejmując ok. 30% rynku. Zwracamy uwagę, iż WPH jest właścicielem praw patentowych na produkowane przez Hydrotor niektóre rodzaje pomp. Przejęcie WPH spowodowało, iż ryzyko związane z ewentualnymi kosztami sporów sądowych oraz licencji ponoszonymi przez Hydrotor w przypadku roszczeń WPH, praktycznie przestało występować. Sądzymy, iż gdyby Hydrotor nie dokonał tej akwizycji, WPH mogłaby zostać przejęta przez Ponar-Wadowice, co oznaczałoby wejście bardzo groźnego konkurenta na segment rynku opanowany przez Hydrotor. W takim wypadku rozpoczęcie sporów sądowych o ochronę patentową byłoby bardzo realne.

Głównym zadaniem Zarządu Hydrotoru w najbliższych miesiącach będzie przeprowadzenie sprawnej restrukturyzacji WPH. Sprzedaż tej spółki w roku ubiegłym wyniosła ok. 12 mln zł, co stanowiło ok. 38% sprzedaży Hydrotoru w tym okresie. Pomimo stosunkowo silnej pozycji rynkowej oraz rozpoznawalnego produktu, sytuacja finansowa WPH nie jest najlepsza. Kłopoty z bieżącą płynnością spowodowały ograniczenie produkcji w I połowie br., co skutkowało ujemnym wynikiem netto w tym okresie. Ze względu na włączenie WPH do Grupy Kapitałowej Hydrotoru pod koniec czerwca br., strata netto tej spółki nie wpłynie jednak na półroczne wyniki skonsolidowane holdingu.

Udział branży rolniczej w przychodach Spółki wynosi ok. 80%.

W przypadku Hydrotoru sprzedaż części zamiennych stanowi ok. 70% przychodów, w przypadku Agrometu – ok. 10% przychodów.

Eksport stanowi ok. 24% sprzedaży Grupy Kapitałowej.

Strategia zakłada utrzymanie pozycji krajowego lidera w produkcji części zamiennych maszyn rolniczych.

Bardzo pozytywnie oceniamy przejęcie w br. Wytwórni Pomp Hydraulicznych we Wrocławiu.

Spodziewamy się, iż pierwszym krokiem Hydrotoru w procesie restrukturyzacji WPH będzie dokonanie zmian personalnych, zarówno w radzie nadzorczej, jak również w zarządzie WPH oraz udzielenie pożyczki lub poręczenia kredytu bankowego, z przeznaczeniem na finansowanie bieżącej działalności operacyjnej WPH. W perspektywie najbliższych miesięcy oczekujemy również podjęcia działań zmierzających do optymalizacji procesów produkcyjnych w obrębie holdingu, które wyeliminują wzajemną konkurencję produktową WPH z Hydrotorem, a tym samym wydłużenie produkowanych serii, co powinno doprowadzić do wzrostu efektywności produkcji.

Sądzymy, iż bardzo ważną rolę w nowej strukturze holdingu może odegrać utworzona pod koniec ubr. spółka Hydrotorbis z siedzibą w Tucholi. Jest ona nowym zakładem produkcyjnym, powstałym na nieruchomości, która została zakupiona przez Hydrotor od kilka lat temu od syndyka masy upadłościowej zakładów poligraficznych. Po rozpoczęciu z początkiem br. produkcji, Hydrotorbis przejął ok. 100 pracowników, dotąd zatrudnianych przez Hydrotor. Do tej spółki zostały przeniesione z Hydrotoru większość centr obróbczych sterowanych komputerowo (maszyny CNC), dzięki czemu produkcja charakteryzuje się najwyższą automatyzacją w holdingu. Ze względu na charakter użytkowanej nieruchomości (jedna duża hala produkcyjna, w której odbywa się cały cykl produkcyjny) Hydrotorbis charakteryzuje się również wyższą efektywnością rozwiązań logistyki wewnątrzzakładowej w porównaniu do Hydrotoru (kilka niewielkich wolnostojących hal produkcyjnych rozmieszczonych na terenie zakładu). Obecnie hala produkcyjna Hydrotorbis wykorzystana jest w ok. 1/3, co oznacza możliwość skokowego wzrostu produkcji w tej spółce w przypadku dalszych inwestycji w centra obróbcze lub też w wyniku przeniesienia części produkcji z innych firm holdingu w ramach optymalizacji procesów produkcyjnych.

W roku bieżącym oczekujemy również intensyfikacji działań w zakresie ujednolicenia struktur logistycznych oraz zaopatrzeniowych między podmiotami wchodzącymi w skład holdingu, co powinno doprowadzić do obniżenia ponoszonych kosztów. Podkreślamy jednocześnie, iż dotychczasowe tempo integracji dublujących się struktur pozaprodukcyjnych spółki Agromet i Hydrotoru nie jest zadowalające, pomimo, iż okres gwarancji zatrudnienia, jaką wzięła na siebie Hydrotor przy prywatyzacji Agrometu, minął ok. 1,5 roku temu. Dużą wadą holdingu jest brak zintegrowanego systemu zarządzania (każdy podmiot pracuje na innym systemie księgowym), co praktycznie uniemożliwia scentralizowanie działalności księgowej. Sądzymy, iż na wdrożenie zintegrowanego systemu zarządzania Spółka zdecyduje się dopiero w roku przyszłym.

Oczekujemy dynamicznego rozwoju nowopowstałej spółki zależnej Hydrotorbis Sp. z o.o.

W ciągu najbliższych 2 lat spodziewamy się pełnej integracji struktur pozaprodukcyjnych oraz optymalizacji procesów produkcyjnych w ramach Grupy Kapitałowej.

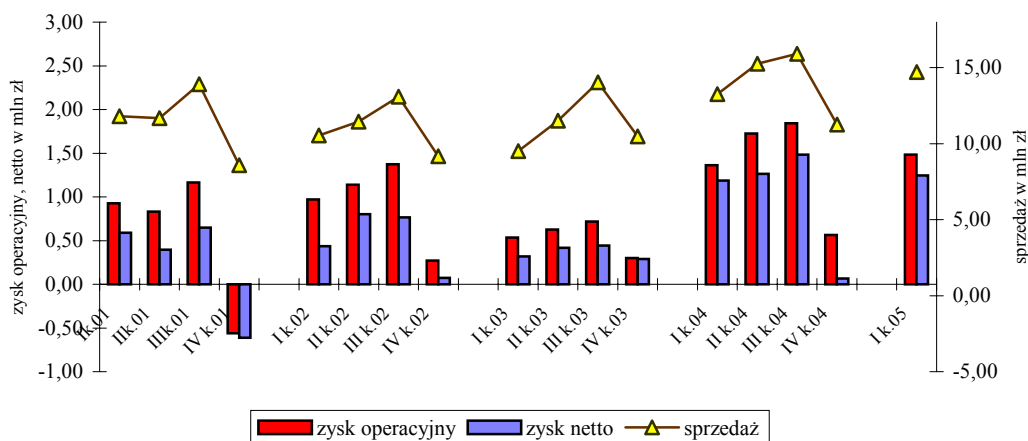
Akcjonariat

Akcjonariat Spółki jest silnie rozdrobniony. Dominującą grupą akcjonariuszy są osoby fizyczne, związane z managementem Spółki. Łączne zaangażowanie kapitałowe członków zarządu Hydrotoru oraz jego spółek zależnych, a także członków rady nadzorczej Spółki wynosi 7,21% akcji, co stanowi 13,7% głosów na WZA. Obecność w akcjonariacie CA-IB AM wskazuje, iż Spółka jest również przedmiotem zainteresowania inwestorów finansowych. W perspektywie najbliższych lat Spółka może być obiektem przejęcia ze strony zagranicznego inwestora branżowego. Spodziewamy się, iż Spółka pozostanie ośrodkiem konsolidacji krajowych producentów hydrauliki siłowej. Nie należy wykluczać rozmów w sprawie fuzji z Ponarem-Wadowice, choć prawdopodobieństwo takiego rozwiązania w perspektywie najbliższych 2 lat uznajemy za niewielkie.

W perspektywie najbliższych lat Spółka może być obiektem przejęcia ze strony zagranicznego inwestora branżowego.

PROGNOZY I ANALIZA FINANSOWA GRUPY

Wyniki finansowe Grupy Kapitałowej Hydrotor w ujęciu kwartalnym. Źródło: Emitent



Sprzedaż Grupy wykazuje sezonowość, związaną z cyklem produkcyjnym rolnictwa (maksimum sprzedaży – III kwartał, minimum – IV kwartał).

Wyniki kwartalne Grupy wskazują na wyraźną sezonowość. Najlepsze wyniki, zarówno na poziomie sprzedaży, jak i zysków, Grupa osiąga w kwartale III, najslabsze natomiast – w kwartale IV. Sezonowość wyników związana jest z rocznym cyklem produkcyjnym w rolnictwie. Należy podkreślić dużą przewidywalność wyników Grupy. W ostatnich 4 latach zaledwie 1 kwartał Grupa zakończyła z ujemną rentownością (IV kwartał 2001 r.).

**Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych
DOMU MAKLERSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.**

Podstawowe założenia do projekcji finansowych

- dynamika sprzedaży elementów hydraulicznych w latach 2005-2009 w przypadku zakładów produkcyjnych w Tucholi odpowiednio na poziomie: 15%, 10%, 8%, 7%, 6%,
- dynamika sprzedaży usług regeneracji w Hydrotorze w latach 2005-2009 odpowiednio na poziomie: 10%, 8%, 6%, 6%, 6%,
- dynamika sprzedaży towarów w Hydrotorze latach 2005-2009 odpowiednio na poziomie: 20%, 10%, 8%, 8%, 8%,
- dynamika sprzedaży Agrometu w latach 2005-2009 odpowiednio na poziomie 15%, 10%, 7%, 6%, 5%,
- dynamika sprzedaży WPH w latach 2005-2009 odpowiednio na poziomie 0%, 15%, 10%, 8%, 6%,
- udział wyłączeń konsolidacyjnych w latach 2005-2009 odpowiednio na poziomie: 8%, 9%, 10%, 12%, 15%,
- marża brutto na sprzedaży w przedziale od 20,7% do 22,8%,
- udział kosztów sprzedaży w przychodach netto ze sprzedaży w kolejnych latach na poziomie 2,0%,
- udział zobowiązań odsetkowych w strukturze zobowiązań krótkoterminowych na poziomie 30% rocznie,
- założono brak finansowania długoterminowymi zobowiązaniami odsetkowymi,
- efektywna stopa podatkowa w latach 2005-2009 w przedziale 19,3-19,7%,
- nakłady inwestycyjne w przedziale 4-6 mln zł rocznie,
- założono wypłatę corocznie dywidendy w wysokości 40% skonsolidowanego zysku netto,
- brak emisji akcji w okresie prognozy.

Skrócone sprawozdanie finansowe Grupy wraz z prognozą wyników (w mln zł). Źródło: Spółka, prognozy własne DM BOŚ

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Przychody netto ze sprzedaży	46,81	45,99	44,26	45,56	55,14	68,73	81,23	86,58	90,38	92,31
wzrost	-	-1,8%	-3,8%	2,9%	21,0%	24,7%	18,2%	6,6%	4,4%	2,1%
Koszty wytworzenia	42,65	42,20	40,17	43,12	50,03	62,77	74,10	77,88	80,06	82,90
wzrost	-	-1,0%	-4,8%	7,3%	16,0%	25,5%	18,0%	5,1%	2,8%	3,6%
Zysk na sprzedaży netto	4,16	3,78	4,09	2,44	5,11	5,96	7,13	8,70	10,32	9,40
wzrost	-	-9,1%	8,1%	-40,4%	109,6%	16,6%	19,7%	21,9%	18,6%	-8,9%
Zysk operacyjny	4,01	2,36	3,74	2,18	5,50	5,96	7,13	8,70	10,32	9,40
wzrost	-	-41,1%	58,2%	-41,6%	152,2%	8,3%	19,7%	21,9%	18,6%	-8,9%
Zysk brutto	3,79	2,03	3,34	2,28	5,00	5,33	6,35	8,01	9,85	9,09
wzrost	-	-46,5%	64,5%	-31,8%	119,4%	6,6%	19,2%	26,1%	23,1%	-7,8%
Zysk netto	2,63	1,02	2,07	1,47	4,04	4,28	5,10	6,46	7,95	7,34
wzrost	-	-61,2%	102,7%	-29,0%	174,7%	6,0%	19,2%	26,6%	23,2%	-7,7%

Rok ubiegły był pierwszym rokiem wyraźnej poprawy wyników finansowych osiągniętych przez Spółkę.

Wysoka dynamika sprzedaży w latach 2005-2006 wynika z włączenia do konsolidacji sprawozdań finansowych WPH począwszy od II półrocza 2005r.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Aktywa trwałe	13,31	15,99	10,66	9,64	12,24	17,45	17,99	19,01	20,63	22,04
Aktywa obrotowe	31,41	23,13	26,86	28,42	30,87	34,57	38,15	41,22	45,38	47,57
Aktywa	44,72	39,11	37,52	38,06	43,11	52,02	56,14	60,23	66,01	69,61
Kapitał własny	27,64	28,17	29,56	30,07	33,95	40,55	43,93	48,35	53,72	57,88
kapitał zakładowy	5,01	5,01	5,01	5,01	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
Kapitał mniejszości	0,23	0,07	0,07	0,03	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania i rezerwy	16,86	10,88	7,90	7,96	9,13	11,47	12,20	11,88	12,29	11,73
długoterminowe	2,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
krótkoterminowe	14,18	10,18	7,19	6,69	7,19	8,97	9,70	9,38	9,79	9,23
odsetkowe	1,39	1,78	1,67	1,26	1,95	2,69	2,91	2,81	2,94	2,77
Pasywa	44,72	39,11	37,52	38,06	43,11	52,02	56,14	60,23	66,01	69,61

Porównawcza analiza wskaźnikowa Grupy Kapitałowej Hydrotor ze spółką Ponar-Wadowice SA.

Źródło: Obliczenia własne

	2000		2001		2002		2003		2004	
	Hydrotor	Ponar	Hydrotor	Ponar	Hydrotor	Ponar	Hydrotor	Ponar	Hydrotor	Ponar
CR Wskaźnik bieżącej płynności	2,12	6,66	2,13	6,04	3,40	2,54	3,57	2,47	3,38	1,97
QR Wskaźnik podwyższonej płynności	1,31	3,68	0,92	3,35	1,66	1,39	1,85	1,51	1,64	1,10
NWC Kapitał obrotowy netto	16,57	13,34	12,25	13,48	18,97	10,05	20,46	9,46	21,74	8,22
CP Rotacja należności w dn.	77	74	46	60	51	73	48	64	51	57
PL. Rotacja zobowiązań w dn.	104	31	76	27	56	40	51	35	46	46
IT Rotacja zapasów w dn.	88	95	98	98	108	109	105	81	102	73
OPM Stopa zysku operacyjnego	8,6%	2,8%	5,1%	-1,0%	8,4%	-1,4%	4,8%	-4,3%	10,0%	1,8%
EAM Stopa zysku z działalności gospodarczej	10,2%	3,4%	5,8%	0,0%	8,8%	-17,5%	5,3%	-3,4%	9,1%	3,9%
NPM Stopa zysku netto	5,6%	2,2%	2,2%	-0,2%	4,7%	-18,4%	3,2%	-3,9%	7,3%	3,4%
CFM Stopa nadwyżki finansowej	11,9%	9,0%	8,4%	6,2%	10,4%	-11,3%	7,9%	2,1%	11,3%	8,6%
ROS	28,8%	30,6%	28,4%	28,3%	27,8%	31,0%	23,6%	30,7%	25,1%	32,8%
ROA	5,9%	2,1%	2,6%	-0,2%	5,5%	-16,4%	3,9%	-4,1%	9,4%	3,9%
ROE	9,5%	2,3%	3,6%	-0,2%	7,0%	-21,7%	4,9%	-5,4%	11,9%	6,0%
DM Stopa zadłużenia	36,2%	8,2%	26,0%	7,1%	19,2%	10,2%	17,6%	10,5%	16,7%	20,9%
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	58,6%	9,0%	36,1%	7,9%	24,3%	13,4%	22,2%	14,0%	21,2%	31,6%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%

W porównaniu do Ponaru-Wadowice, Grupa Hydrotoru charakteryzuje się wyższą rentownością oraz niższym zadłużeniem.

Pomimo, iż Hydrotor i Ponar-Wadowice należą do największych krajowych producentów hydrauliki siłowej, podmioty te ze sobą nie konkurują. Hydrotor jest producentem elementów hydraulicznych dla rolnictwa, Ponar-Wadowice – dla przemysłu. Ich działalność wzajemnie się uzupełnia. Obydwa podmioty mają również zupełnie odmienne strategie rozwoju. Hydrotor dąży do umocnienia pozycji jako dostawca części zamiennych (strategia kontynuacji), Ponar natomiast do wykreowania swojego wizerunku, jako dostawcy kompleksowych rozwiązań hydraulicznych (wzrost poprzez zmianę struktury produkcji).

W porównaniu do Ponaru-Wadowice, Grupa Hydrotoru charakteryzuje się wyższą rentownością (za wyjątkiem wskaźnika ROS) w każdym z analizowanych okresów. Obydwa podmioty nie mają problemów z płynnością oraz wykazują niski poziom zadłużenia. Hydrotor charakteryzuje się wolniejszą rotacją zapasów oraz szybszą rotacją należności.

Wskaźniki rynkowe dla Grupy. Źródło: Obliczenia własne

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
EPS	1,05	0,41	0,83	0,59	1,68	1,78	2,13	2,69	3,32	3,06
zm w %	-	-61,2%	102,7%	-29,0%	186,8%	6,0%	19,2%	26,6%	23,2%	-7,7%
BVPS	11,04	11,25	11,80	12,01	14,16	16,91	18,32	20,16	22,40	24,13
zm. w %	-	1,9%	5,0%	1,7%	17,9%	19,4%	8,4%	10,1%	11,1%	7,7%
CEPS	2,22	1,54	1,84	1,44	2,61	2,99	3,57	4,35	5,14	4,98
zm. w %	-	-30,9%	19,9%	-21,8%	81,1%	14,5%	19,5%	21,9%	18,2%	-3,2%
OPPS	1,60	0,94	1,49	0,87	2,29	2,49	2,97	3,63	4,30	3,92
zm. w %	-	-41,1%	58,2%	-41,6%	163,3%	8,3%	19,7%	21,9%	18,6%	-8,9%

WYCENA GRUPY

Metoda porównawcza – w stosunku do krajowych spółek przemysłu elektromaszynowego notowanych na GPW

Przy dokonywaniu pomiaru uwzględniono wybrane spółki należące do szeroko rozumianej branży elektromaszynowej. Uwzględniono wartość mnożników P/E, P/OP, MC/S, P/BV na dzień 18 lipca 2005. Wyniki finansowe spółek stanowiących bazę porównawczą dotyczą okresu od II kwartału 2004 roku do I kwartału 2005 roku. W przypadku spółek Polna, Ponar-Wadowice, ZEG, Remak oraz ZPUE uwzględniono sprawozdania jednostkowe, natomiast w pozostałych przypadkach – sprawozdania skonsolidowane. Nie uwzględniono wskaźników P/E i P/OP dla spółki Polna ze względu na ich ujemną wartość. Przy obliczaniu średniej wartości akcji Spółki uwzględniono równe wagi dla poszczególnych wycen cząstkowych.

Zaletą metody jest porównanie bieżącej wyceny rynkowej spółek, których działalność dotyczy szeroko rozumianego przemysłu elektromaszynowego. Porównywalny jest również rynek notowań (GPW). Wadą metody jest brak uwzględnienia perspektyw rozwoju spółek oraz brak ścisłej porównywalności branżowej.

Ze względu na podobieństwo prowadzonej działalności gospodarczej firmą najbardziej porównywalną do Hydrotoru jest spółka Ponar-Wadowice S.A.

		Sprzedaż (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Zysk netto (tys. zł)	Kapitał wł. (tys. zł)	Kapitalizacja (w tys. zł)	Kurs z 18.07.05 (zł)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
<i>Hydrotor</i>	skons.	57 127	5 615	4 057	41 146	41 850	17,45	10,32	7,45	0,73	1,02
Apator	skons.	248 199	45 201	41 683	120 082	338 497	105,50	8,12	7,49	1,36	2,82
Amica	skons.	1 237 258	58 745	28 120	298 250	252 514	28,90	8,98	4,30	0,20	0,85
Fasing	skons.	78 269	5 634	1 814	45 135	21 440	6,90	11,82	3,81	0,27	0,48
Ponar-Wadowice	jedn.	35 269	540	814	19 569	20 536	23,70	25,23	38,03	0,58	1,05
Polna	jedn.	29 051	-494	-1 462	5 916	6 493	7,80	-	-	0,22	1,10
Rafako	skons.	427 772	26 290	8 828	226 973	241 860	13,90	27,40	9,20	0,57	1,07
Relpol	skons.	95 237	9 973	5 922	40 104	51 221	59,90	8,65	5,14	0,54	1,28
Remak	jedn.	101 378	4 659	2 921	33 948	33 150	11,05	11,35	7,12	0,33	0,98
ZEG	jedn.	42 929	1 825	1 437	28 511	13 620	12,00	9,48	7,46	0,32	0,48
Zelmer	skons.	287 319	23 346	11 316	281 477	278 920	18,35	24,65	11,95	0,97	0,99
ZPUE	jedn.	117 743	6 678	5 012	36 126	45 816	45,00	9,14	6,86	0,39	1,27
ZREW	skons.	314 503	15 815	9 489	56 960	73 964	85,20	7,79	4,68	0,24	1,30
Średnia wartość mnożników dla grupy spółek								13,87	9,64	0,50	1,14
Wycena Hydrotor SA wg poszczególnych mnożników (zł)								23,47	22,57	11,89	19,50
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników								0,25	0,25	0,25	0,25
Średnia wartość 1 akcji Hydrotor SA (zł)								19,36			
Dyskonto								0%			
Średnia wartość 1 akcji Hydrotor SA - po dyskoncie (zł)								19,36			

Wycena porównawcza w stosunku do krajowych spółek przemysłu elektromaszynowego pozwala oszacować wartość jednej akcji spółki Hydrotor SA na 19,4 zł.

Przeciętna hipotetyczna wartość 1 akcji Spółki dla poszczególnych wskaźników przedstawia się następująco:

- dla wskaźnika P/E 23,47 zł
- dla wskaźnika P/OP 22,57 zł
- dla wskaźnika MC/S 11,89 zł
- dla wskaźnika P/BV 19,50 zł

Średnia ważona wartość jednej akcji spółki Hydrotor SA wynosi 19,36 zł.

W przypadku wyceny mnożnikowej dokonanej wyłącznie w porównaniu do firmy Ponar-Wadowice S.A., jako najbardziej zbliżonej do Hydrotoru spółce, wartość 1 akcji Hydrotor wynosi 40,90 zł.

Metoda dyskontowa

Zaletą metody jest uwzględnienie perspektyw rozwoju Spółki, natomiast wadą - jej subiektywizm, oparty na własnej prognozie osiągniętych przez Grupę wyników finansowych na lata 2005-2009.

Podstawowe założenia do wyceny metodą dyskontową. Źródło: Obliczenia własne

	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Koszt kapitału własnego	9,90%	8,70%	8,60%	8,50%	8,40%
Koszt długu	7,80%	6,70%	6,60%	6,50%	6,40%
WACC	9,7%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%

Zastosowanie poniższej metody wyceny wymaga oszacowania czynników determinujących rozwój przedsiębiorstwa po wyznaczonym okresie prognozy. W modelu przyjęliśmy następujące dane:

- g - oczekiwana stopa wzrostu NOPLAT - na poziomie 2%.
- ROIC - oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału - na poziomie 9%.
- WACC - średni ważony koszt kapitału - na poziomie 8%.

Wycena metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego. Źródło: Obliczenia własne

	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
NOPLAT	5,14	5,73	7,02	8,33	7,59
Zainwestowany kapitał	45,23	48,83	53,15	58,65	62,64
ROIC (początek)	14,6%	11,4%	11,7%	13,2%	14,2%
WACC	9,7%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%
ROIC (początek) - WACC	4,9%	2,9%	3,3%	4,9%	5,9%
Zysk ekonomiczny	2,23	1,40	1,76	2,85	3,72
mnożnik	0,9117	0,8403	0,7750	0,7153	0,6608
Wartość rezydualna zysku ekonomicznego					35,35
Wartość bieżąca zysku ekonomicznego	2,03	1,17	1,36	2,04	25,82
Wartość bieżąca zysku ekonomicznego - suma	32,42				
Zainwestowany kapitał na początku okresu	34,90				
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	0,00				
Wartość spółki	67,32				
Zadłużenie	1,95				
Wartość kapitału własnego	65,37				
Ilość akcji (w mln. szt.)	2,40				
Wartość 1 akcji (w zł)	27,26				

Biorąc pod uwagę nasze prognozy finansowe, wartość jednej akcji Spółki liczona metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego wynosi 27,3 zł.

W badaniach uwzględniono także bardziej pesymistyczny scenariusz rozwoju przedsiębiorstwa w latach po 2009, mianowicie:

- $g = 1,5\%$, ROIC = 8,5%, WACC = 8,5% - wartość jednej akcji Hydrotor SA wynosi w tym wypadku 25,75 zł.

Wartość rynkowa Hydrotoru jest obecnie niższa zarówno od wyceny Spółki dokonanej metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego, jak również od wyceny porównawczej w stosunku do krajowych spółek branży elektromaszynowej. Dyskonto wyceny rynkowej w porównaniu do wyceny dochodowej wynosi 36,0%. W porównaniu do wyceny porównawczej akcje Spółki notowane są z dyskontem wynoszącym 9,9%.

Ze względu, iż wycena porównawcza bazuje wyłącznie na danych historycznych, bez uwzględnienia zmian zachodzących w Spółce oraz jej perspektyw rozwoju, uważamy, iż lepiej odzwierciedla bieżącą wartość Spółki wycena dokonana metodą dochodową.

METODOLOGIA LICZENIA WSKAŹNIKÓW ZAMIESZCZONYCH W ANALIZIE

Beta	współczynnik kierunkowy liniowej funkcji aproksymującej zależność zmiany ceny akcji od średniej zmiany wartości indeksu WIG liczonej za badany okres (miesiąc)
BVPS	wartość księgowa przypadająca na jedną akcję;
CEPS	suma zysku netto i amortyzacji przypadająca na jedną akcję;
CFM	(Cash Flow Margin) stopa nadwyżki finansowej = (zysk netto + amortyzacja) / przychody netto ze sprzedaży
CP	(Average Collection Period) rotacja należności; iloraz wartości należności krótkoterminowych na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie,
CR	(Current Ratio) wskaźnik płynności bieżącej = aktywa obrotowe / (zobowiązania krótkoterminowe + rezerwy na zobowiązania + rozliczeń międzyokresowe bierne);
DEPR	(Depreciation) Amortyzacja
DFL	dźwignia finansowa; miara ryzyka finansowego wyrażona ilorazem: EBIT i EBIT pomniejszony o koszt odsetek (lub ilorazem względnego przyrostu EPS i względnego przyrostu EBIT);
DM	(Debt Margin) stopa zadłużenia = (zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe) / aktywa ogółem
DPs	(Dividend per Share) dywidenda przypadająca na jedną akcję, która była lub będzie wypłacona w danym roku
EAM	(Profit before Extraordinary Items and Taxes Margin) stopa zysku na działalności gospodarczej = zysk na działalności gospodarczej / przychody netto ze sprzedaży
EPS	zysk netto przypadający na jedną akcję;
GP	(Gross Profit) Wynik Finansowy Brutto
IT	(Days of Coverage-Inventory) rotacja zapasów; iloraz wartości zapasów na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie;
MC/S	iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały;
NICF	(Net Investment Cash Flow) Przepływy Inwestycyjne Netto
NFCF	(Net Financial Cash Flow) Przepływy Finansowe Netto
NOCF	(Net Operating Cash Flow) Przepływy Operacyjne Netto
NOPLAT	(Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) zysk operacyjny netto minus skorygowane podatki;
NPM	(Net Profit Margin) Stopa Zysku Netto=zysk netto/przychody netto,
NP	(Net Profit) Zysk Netto
NS	(Net Sales) Przychody Netto
NWC	(Net Working Capital) kapitał obrotowy netto lub kapitał pracujący; różnica pomiędzy majątkiem obrotowym a sumą: zobowiązań krótkoterminowych i funduszy specjalnych, rezerw oraz rozliczeń międzyokresowych biernych;
OP	(Operating Profit) Zysk operacyjny
OPM	(Operating Profit Margin) Stopa Zysku operacyjnego=zysk operacyjny/przychody netto ze sprzedaży
OPPS	zysk operacyjny przypadający na jedną akcję;
P/CE	cena/cash flow; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto oraz amortyzacji za ostatnie cztery kwartały;
P/E	(Price/Earnings) cena/zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto za ostatnie cztery kwartały;
P/EBIT	iloraz rynkowej wartości spółki i EBIT za ostatnie cztery kwartały;
P/BV	iloraz wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej;
PL	(Days of Coverage – Liabilities) rotacja zobowiązań; iloraz wartości zobowiązań krótkoterminowych na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie;
QR	(Quick Ratio) wskaźnik podwyższonej płynności; iloraz majątku obrotowego pomniejszonego o zapasy i sumy: zobowiązań krótkoterminowych i funduszy specjalnych, rezerw, rozliczeń międzyokresowych biernych;
ROA	(Return on Assets) stopa zwrotu z aktywów; iloraz zysku netto i aktywów na koniec okresu obrotowego;
ROE	(Return on Equity) stopa zwrotu z kapitału własnego; iloraz zysku netto i kapitałów własnych na koniec okresu obrotowego;
ROS	(Return on Sales) marża zysku brutto ze sprzedaży = zysk brutto ze sprzedaży / przychody netto ze sprzedaży
ROIC	(Return On Invested Capital) stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału; iloraz <i>NOPLAT</i> i kapitału zainwestowanego w działalność operacyjną;
WACC	(Weighted Average Cost of Capital) koszt kapitału wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo mierzony średnią ważoną kosztów poszczególnych składników w kapitale całkowitym;
wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	iloraz zobowiązań ogółem do kapitałów własnych;
wskaźnik zadłużenia długoterminowego	iloraz zobowiązań długoterminowych do aktywów.

Informacje, o których mowa w par. 10 ust. 1,2 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21.04.2004 r. (Dz. U. Nr 95, poz. 949) w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych:

- Powyższy raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Rozpowszechnianie lub powielanie całości lub części raportu bez pisemnej zgody DM BOS S.A. jest zabronione.
- DM BOŚ dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszej rekomendacji. Niniejszy raport w części opisowej został przekazany Spółce – Hydrotor S.A.
- DM BOŚ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.
- Niniejszy raport jest pierwszym publikowanym opracowaniem DM BOŚ S.A. dotyczącym spółki Hydrotor.

Nadzór nad Domem Maklerskim BOŚ S.A. sprawuje KPWiG

Data sporządzenia raportu jest: 19.07.2005r.,

Data pierwszego opublikowania raportu jest: 25.07.2005r.

Źródła informacji: Zarząd Spółki Hydrotor S.A., Serwis Emitent, Serwis Notoria Services, PAP, Reuters, Monitor Polski B

Według dostępnych informacji:

- 1) DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
- 2) DM BOŚ nie pełni funkcji animatora rynku dla akcji Emitenta, ani funkcji animatora Emitenta,
- 3) DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego,
- 4) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
- 5) Osoby przygotowujące rekomendację, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
- 6) DM BOŚ nie otrzymał od Emitenta żadnego wynagrodzenia z tytułu usług świadczonych na jego rzecz,
- 7) DM BOŚ nie zamierza złożyć Emitentowi w ciągu najbliższych 3 m-cy od daty sporządzenia raportu oferty świadczenia usług na jego rzecz,
- 8) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą rekomendację, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

Zastosowane metody wyceny papierów wartościowych:

Metoda porównawcza z zastosowaniem wskaźników wyceny rynkowej: P/E, P/EBIT, MC/S, P/BV

Silne strony: niewielki subiektywizm wynikający jedynie z doboru spółek do próby i wskaźników przeliczeniowych.

Słabe strony: nieuwzględnianie prognoz wyników finansowych.

Metoda dochodowa – dyskontowanego zysku ekonomicznego

Silne strony: uwzględnienie prognoz wyników finansowych oraz perspektyw rozwoju Spółki.

Słabe strony: wysoki subiektywizm oparty na własnej prognozie wyników Spółki

DOM MAKLESKI

BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA SA

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

Dyrektor Wydziału:

Waldemar Bojara
doradca inwestycyjny

W.Bojara@bossa.pl

Analitycy:

Tomasz Binkiewicz
makler papierów wartościowych

T.Binkiewicz@bossa.pl

Marcin Brendota
analitik

M.Brendota@bossa.pl

ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
tel.: (0-prefix-22) 622 66 22
fax.: (0-prefix-22) 621 41 93
<http://bossa.pl>