

9 września 2009

Aktualizacja raportu


**Sektor budownictwa**  
Polska

**P/E'09** 13,7  
**EV/EBITDA'09** 7,7  
**WIG Budownictwo** 5 456

	9MTP	Rekomendacja
Budimex	78,8	Akumuluj
Mostostal Warszawa	84,7	Akumuluj

	9MTP	Potencjał zmiany*
Budimex	78,8	11,9%
Mostostal Warszawa	84,7	9,9%

\* ceny z zamknięcia 08.09.2009

**Strategia dotycząca sektora**

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

# Sektor budownictwa

## Czy drogówka może zaskoczyć?

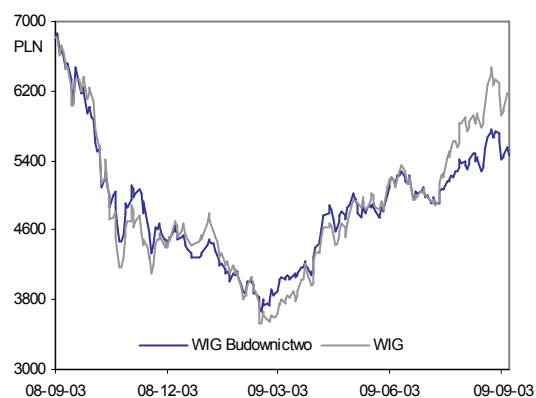
Pozytywnym zaskoczeniem jest dla nas rozstrzygnięcie przetargu na budowę dwóch odcinków autostrady A4. W jednym z przetargów najkorzystniejszą ofertę złożył Mostostal Warszawa, w drugim zaś konsorcjum z udziałem Warbudu. W przeciwieństwie do poprzednich rozstrzygnięć, konkurencja w przetargu była ograniczona (w przetargu na budowę 25 km autostrady złożono 5 ofert, w przetargu na budowę 22 km zaś 7). Stosunkowo niewielkie były też różnice cenowe pomiędzy poszczególnymi firmami (z wyłączeniem konsorcjum z udziałem Erbudu, które zaofერowało bardzo wysokie ceny). W przetargu nie pojawiły się „egzotyczne” podmioty z Chin, Indii, Turcji czy na przykład Litwy. W dodatku, zauważamy, że kalkulując rozstrzygnięcia przetargów na kwotę 8,9 mld PLN do końca roku nie wliczyliśmy rozstrzygnięcia tych dwóch kontraktów - przewidywaliśmy je na rok 2010. Podsumowując, rozstrzygnięcie przetargów jest oznaką poprawy sytuacji w zakresie budownictwa drogowego. Dokonałiśmy rewizji prognoz wyników spółek z największą ekspozycją na działalność w segmencie. W efekcie, podtrzymałiśmy rekomendację akumuluj dla Budimexu i Mostostalu Warszawa, z wyższymi cenami docelowymi. Jednocześnie uważamy, że akcje Budimexu mają większy potencjał wzrostowy.

**Oferty konkurencji w przetargach na budowę odcinków autostrady A4**

W przetargu na projekt i budowę odcinka Węzeł Wierzbna - Radymno o długości 25 km najkorzystniejszą ofertę złożył Mostostal Warszawa w konsorcjum z Accioną (963,7 mln PLN brutto). Kolejne były oferty firm: Budimex i Ferrovial (969,2 mln PLN), J&P Avax (1013,2 mln PLN), Strabag i Mota - Engil (1051,2 mln PLN) oraz Alpine Bau i Erbud (1829,9 mln PLN). W przetargu na zaprojektowanie i budowę odcinka Korczowa - Radymno o długości 22 km najkorzystniejsza była oferta spółek Warbud i Eurovia (796,4 mln PLN). Pozostałe oferty złożyły spółki J&P Avax (818,5 mln PLN), Mota - Engil i Strabag (850,6 mln PLN), PRM Mosty Łódź z pozostałymi podmiotami (904 mln PLN), Mostostal Warszawa i Acciona (936,4 mln PLN), Budimex i Ferrovial (942,4 mln PLN) oraz Alpine Bau i Erbud (1792,3 mln PLN).

**Zmiany prognoz i rekomendacji dla spółek budowlanych**

Po wynikach Q2 2009 zweryfikowaliśmy prognozy i wyceny spółek z największą ekspozycją na segment drogowy. Zgodnie z naszą prognozą, w 2010 roku Budimex zrealizuje 60% przychodów Grupy w segmencie drogownictwa, w przypadku Mostostalu Warszawa prawie 40%. Ekspozycja pozostałych spółek na działalność w segmencie jest dość ograniczona (Polimex Mostostal: 12%, Erbud: 10%, Unibep: 8%, PBG: 7%). Rewizja prognoz polegała głównie na zwiększeniu prognozowanej dynamiki przychodów w 2010 roku w segmencie drogowym. W przypadku Budimexu zweryfikowaliśmy też wycenę działalności deweloperskiej. Obecnie, spośród dwóch spółek, preferujemy Budimex, ze względu na niższą wycenę oraz większą ekspozycję na drogownictwo.

**Kurs akcji WIG Budownictwo na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Spółka	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P
Budimex	11,4	13,0	8,3	9,1
Elektrobudowa	17,1	18,8	11,5	13,0
Erbud	15,3	14,6	9,1	8,9
Mostostal Warszawa	12,8	14,8	7,0	8,6
PBG	14,5	12,8	9,9	8,1
Polimex Mostostal	12,4	14,3	8,0	7,9
Rafako	18,4	12,4	7,1	5,2
Trakcja Polska	9,9	12,8	4,6	6,5
Ulma	65,4	19,7	6,5	5,2
Unibep	10,0	13,4	7,3	7,5



## Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 451,0</b>	<b>4 245,5</b>	<b>4 659,1</b>	<b>4 953,8</b>	<b>5 255,7</b>	<b>5 417,1</b>	<b>5 569,3</b>	<b>5 765,5</b>	<b>5 958,8</b>	<b>6 148,2</b>	
<i>zmiana</i>	3,0%	23,0%	9,7%	6,3%	6,1%	3,1%	2,8%	3,5%	3,4%	3,2%	
<b>EBITDA</b>	<b>219,8</b>	<b>172,5</b>	<b>152,1</b>	<b>160,0</b>	<b>170,2</b>	<b>172,1</b>	<b>176,9</b>	<b>183,1</b>	<b>189,1</b>	<b>189,2</b>	
<i>marża EBITDA</i>	6,4%	4,1%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	
Amortyzacja	22,8	8,5	8,9	9,2	9,6	9,9	10,1	10,3	10,5	10,6	
<b>EBIT</b>	<b>196,9</b>	<b>164,0</b>	<b>143,2</b>	<b>150,8</b>	<b>160,7</b>	<b>162,3</b>	<b>166,8</b>	<b>172,8</b>	<b>178,7</b>	<b>178,6</b>	
<i>marża EBIT</i>	5,7%	3,9%	3,1%	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	
Opodatkowanie EBIT	39,4	32,8	28,6	30,2	32,1	32,5	33,4	34,6	35,7	35,7	
<b>NOPLAT</b>	<b>157,5</b>	<b>131,2</b>	<b>114,6</b>	<b>120,6</b>	<b>128,5</b>	<b>129,8</b>	<b>133,4</b>	<b>138,2</b>	<b>142,9</b>	<b>142,9</b>	
CAPEX	-29,7	-17,0	-18,2	-17,7	-17,5	-16,9	-16,3	-14,9	-10,5	-10,6	
Kapitał obrotowy	-375,3	-17,9	227,1	6,6	1,7	2,5	0,3	-1,9	-1,4	1,3	
działalność deweloperska	-208,9	165,7	210,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
działalność budowl. i inna	-166,4	-183,6	17,0	6,6	1,7	2,5	0,3	-1,9	-1,4	1,3	
<b>FCF</b>	<b>-224,7</b>	<b>104,8</b>	<b>332,3</b>	<b>118,8</b>	<b>122,3</b>	<b>125,2</b>	<b>127,6</b>	<b>131,7</b>	<b>141,5</b>	<b>144,2</b>	<b>148,5</b>
<i>WACC</i>	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	92,4%	83,2%	74,9%	67,4%	60,7%	54,6%	49,1%	44,2%	39,8%	36,0%	
PV FCF	-207,7	87,2	248,8	80,1	74,2	68,4	62,7	58,2	56,3	51,9	
<b>WACC</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,6%</b>	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	1954,54										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	703,5										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	580,2										
Wartość firmy (EV)	1 283,7										
Dług netto	-340,6										
Wycena banku ziemi	<b>233,8</b>										
Udziałowcy mniejszościowi	0,1										
Wartość firmy	1 858,0										
Liczba akcji (mln)	25,5										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>72,8</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>78,8</b>										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,3										
P/E('09) dla ceny docelowej	12,7										
Udział TV w EV	55%										

### Analiza wrażliwości

#### Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	83,6	86,6	90,2	94,5	99,6
WACC -0,5pp	78,8	81,0	83,6	86,6	90,2
WACC	75,0	76,8	<b>78,8</b>	81,0	83,6
WACC +0,5pp	72,1	73,5	75,0	76,8	78,8
WACC +1,0pp	69,7	70,8	72,1	73,5	75,0

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P *
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 043,2</b>	<b>3 075,9</b>	<b>3 350,0</b>	<b>3 451,0</b>	<b>4 245,5</b>	<b>4 659,1</b>	<b>4 953,8</b>
<i>zmiana</i>	<i>12,6%</i>	<i>1,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>3,0%</i>	<i>23,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>6,3%</i>
Koszt własny sprzedaży	2 918,4	2 927,7	2 962,2	3 009,9	3 894,8	4 317,0	4 591,6
Zysk brutto na sprzedaży	124,7	148,3	387,8	441,1	350,7	342,1	362,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,8%</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>
Koszty sprzedaży	-28,0	-26,2	-24,8	-22,8	-25,5	-28,0	-29,7
Koszty ogólnego zarządu	-108,0	-114,6	-133,1	-132,9	-148,8	-163,2	-173,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,9	-21,1	-28,8	-54,9	-12,5	-7,7	-8,2
Zysk z instrumentów pochodnych (strata)	23,1	41,7	-88,9	-33,6	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>9,9</b>	<b>28,0</b>	<b>112,2</b>	<b>196,9</b>	<b>164,0</b>	<b>143,2</b>	<b>150,8</b>
<i>zmiana</i>	<i>405,6%</i>	<i>182,2%</i>	<i>300,1%</i>	<i>75,5%</i>	<i>-16,7%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>5,3%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,7%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,0%</i>
Wynik na działalności finansowej	0,4	-16,1	24,3	3,7	3,6	20,9	24,3
Pozostałe	1,8	1,6	2,9	2,2	2,8	3,0	3,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>12,2</b>	<b>13,6</b>	<b>139,5</b>	<b>202,8</b>	<b>170,3</b>	<b>167,1</b>	<b>178,3</b>
Podatek dochodowy	8,2	-0,5	34,6	45,1	32,4	31,7	33,9
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>3,9</b>	<b>15,1</b>	<b>104,7</b>	<b>157,8</b>	<b>138,0</b>	<b>135,4</b>	<b>144,5</b>
<i>zmiana</i>	<i>91,8%</i>	<i>286,9%</i>	<i>595,1%</i>	<i>50,6%</i>	<i>-12,6%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>6,7%</i>
<i>marża</i>	<i>0,13%</i>	<i>0,49%</i>	<i>3,13%</i>	<i>4,57%</i>	<i>3,25%</i>	<i>2,91%</i>	<i>2,92%</i>
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,8	8,5	8,9	9,2
<b>EBITDA</b>	<b>31,1</b>	<b>51,7</b>	<b>134,2</b>	<b>219,8</b>	<b>172,5</b>	<b>152,1</b>	<b>160,0</b>
<i>zmiana</i>	<i>34,5%</i>	<i>66,0%</i>	<i>159,8%</i>	<i>63,8%</i>	<i>-21,5%</i>	<i>-11,8%</i>	<i>5,2%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,2%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
EPS	0,2	0,6	4,1	6,2	5,4	5,3	5,7
CEPS	1,0	1,5	5,0	7,1	5,7	5,6	6,0
ROAE	0,7%	2,8%	17,7%	24,3%	19,1%	15,8%	15,0%
ROAA	0,2%	0,6%	4,1%	5,5%	4,3%	3,7%	3,6%

\* prognoza nie uwzględnia marż generowanych na potencjalnych nowych projektach deweloperskich, projekty te kalkulowane są na podstawie wyceny gruntów deweloperskich Budimexu. Mimo to, przychody lat 2012+ nie są korygowane o potencjalne przychody z działalności deweloperskiej, stąd więc wynika spadek marż od 2012 roku. Pomijając przychody z działalności deweloperskiej, marża EBIT w 2012 roku zgodnie z prognozą wyniesie 3,6%.

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>AKTYWA</b>	<b>2 311,8</b>	<b>2 344,3</b>	<b>2 798,2</b>	<b>2 935,8</b>	<b>3 508,4</b>	<b>3 870,8</b>	<b>4 090,7</b>
Majątek trwały	424,7	475,6	537,0	543,9	552,4	561,8	570,2
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 887,2</b>	<b>1 868,7</b>	<b>2 261,1</b>	<b>2 391,9</b>	<b>2 956,0</b>	<b>3 309,1</b>	<b>3 520,5</b>
Zapasy	384,8	533,3	660,4	858,0	725,0	531,9	544,0
Należności	1 007,3	813,8	791,0	1 098,5	1 684,1	1 877,1	2 006,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,9	5,0	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	489,2	516,6	803,8	429,5	541,1	894,2	964,6
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>2 311,8</b>	<b>2 344,3</b>	<b>2 798,2</b>	<b>2 935,8</b>	<b>3 508,4</b>	<b>3 870,8</b>	<b>4 090,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>523,3</b>	<b>536,2</b>	<b>644,7</b>	<b>653,5</b>	<b>791,5</b>	<b>926,8</b>	<b>999,0</b>
Kapitał mniejszości	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>214,6</b>	<b>312,9</b>	<b>396,0</b>	<b>395,1</b>	<b>395,1</b>	<b>395,1</b>	<b>395,1</b>
Pożyczki i kredyty	95,9	171,0	218,7	218,7	218,7	218,7	218,7
Rezerwy i inne	32,9	48,5	80,8	80,0	80,0	80,0	80,0
Inne	85,8	93,4	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 573,0</b>	<b>1 495,1</b>	<b>1 757,5</b>	<b>1 887,2</b>	<b>2 321,9</b>	<b>2 548,9</b>	<b>2 696,5</b>
Pożyczki i kredyty	138,3	106,2	95,6	95,6	95,6	95,6	95,6
Zobowiązania wobec dostawców	919,6	781,7	937,4	1 016,8	1 283,1	1 422,2	1 512,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	459,9	543,9	641,1	691,3	859,7	947,6	1 004,8
Rozliczenia międzyokresowe	55,3	63,3	83,5	83,5	83,5	83,5	83,5
Dług	234,2	277,2	314,3	314,3	314,3	314,3	314,3
Dług netto	-255,0	-239,4	-340,6	33,8	-226,8	-580,0	-650,3
(Dług netto / Kapitał własny)	-48,7%	-44,6%	-52,8%	5,2%	-28,7%	-62,6%	-65,1%
(Dług netto / EBITDA)	-8,2	-4,6	-2,5	0,2	-1,3	-3,8	-4,1
BVPS	20,5	21,0	25,3	25,6	31,0	36,3	39,1



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-78,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>252,3</b>	<b>-194,7</b>	<b>128,6</b>	<b>371,4</b>	<b>160,3</b>
Zysk netto	3,9	15,1	104,7	157,8	138,0	135,4	144,5
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,8	8,5	8,9	9,2
Kapitał obrotowy	-56,6	-41,1	-205,1	-375,3	-17,9	227,1	6,6
Pozostałe	-46,5	-12,8	330,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>16,7</b>	<b>19,1</b>	<b>-69,0</b>	<b>-29,7</b>	<b>-17,0</b>	<b>-18,2</b>	<b>-17,7</b>
CAPEX	-16,1	-7,8	0,8	-29,7	-17,0	-18,2	-17,7
Inwestycje kapitałowe	33,5	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumenty pochodne	64,4	28,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-65,1	-3,8	-69,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>93,3</b>	<b>16,0</b>	<b>10,4</b>	<b>-149,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-72,2</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	-149,0	0,0	0,0	-72,2
Pozostałe	93,3	16,0	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>32,0</b>	<b>20,0</b>	<b>193,7</b>	<b>-373,5</b>	<b>111,6</b>	<b>353,1</b>	<b>70,4</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	89,5	109,4	303,1	-70,3	41,2	394,4	464,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	5,8	0,0	0,0	2,8
FCF	4,6	-10,2	-122,1	-224,7	104,8	332,3	118,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	0,3%	0,0%	0,9%	0,4%	0,4%	0,4%

## Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	461,6	119,3	17,2	11,4	13,0	13,3	12,4
P/CE	71,7	46,5	14,2	10,0	12,3	12,5	11,7
P/BV	3,4	3,4	2,8	2,8	2,3	1,9	1,8
P/S	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	0,3%	-0,7%	-8,4%	-12,3%	6,7%	27,3%	10,4%
EV/EBITDA *	49,6	30,2	10,9	8,3	9,1	8,0	7,2
EV/EBIT	155,3	55,6	13,0	9,3	9,6	8,5	7,6
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	8,3%	0,0%	0,0%	4,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>70,4</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
MC (mln PLN)	1797,3	1797,3	1797,3	1797,3	1797,3	1797,3	1797,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 543,3	1 558,0	1 456,8	1 831,1	1 570,5	1 217,4	1 147,0

\* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.



## Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+	
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 711,1</b>	<b>2 925,1</b>	<b>3 163,1</b>	<b>3 451,4</b>	<b>3 700,1</b>	<b>3 883,4</b>	<b>4 060,0</b>	<b>4 249,0</b>	<b>4 431,3</b>	<b>4 590,1</b>		
zmiana	25,8%	7,9%	8,1%	9,1%	7,2%	5,0%	4,5%	4,7%	4,3%	3,6%		
<b>EBITDA</b>	<b>202,0</b>	<b>162,4</b>	<b>161,7</b>	<b>181,1</b>	<b>191,8</b>	<b>196,1</b>	<b>199,9</b>	<b>208,9</b>	<b>216,5</b>	<b>223,1</b>		
marża EBITDA	7,5%	5,6%	5,1%	5,2%	5,2%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%		
Amortyzacja	23,7	24,1	24,1	24,1	24,0	24,4	24,9	25,5	25,5	25,5		
<b>EBIT</b>	<b>178,3</b>	<b>138,4</b>	<b>137,6</b>	<b>157,1</b>	<b>167,8</b>	<b>171,7</b>	<b>175,0</b>	<b>183,4</b>	<b>191,0</b>	<b>197,6</b>		
marża EBIT	6,6%	4,7%	4,4%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%		
Opodatkowanie EBIT	33,9	26,3	26,2	29,8	31,9	32,6	33,2	34,8	36,3	37,5		
<b>NOPLAT</b>	<b>144,4</b>	<b>112,1</b>	<b>111,5</b>	<b>127,2</b>	<b>135,9</b>	<b>139,1</b>	<b>141,7</b>	<b>148,5</b>	<b>154,7</b>	<b>160,0</b>		
CAPEX	-33,2	-31,3	-28,9	-28,9	-28,8	-29,2	-29,9	-30,6	-25,5	-25,5		
Kapitał obrotowy	-54,0	-25,1	1,9	-14,7	-11,0	-7,0	-6,5	-8,4	-8,0	-6,9		
<b>FCF</b>	<b>80,9</b>	<b>79,7</b>	<b>108,6</b>	<b>107,8</b>	<b>120,1</b>	<b>127,3</b>	<b>130,2</b>	<b>135,0</b>	<b>146,8</b>	<b>153,1</b>	<b>157,7</b>	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%		
współczynnik dyskonta	95,7%	86,1%	77,5%	69,8%	62,8%	56,5%	50,9%	45,8%	41,2%	37,3%		
PV FCF	77,5	68,7	84,2	75,2	75,4	72,0	66,3	61,9	60,5	57,1		
<b>WACC</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,6%</b>		
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%		
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%		
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%						<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	2 075,3						<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	773,7						<b>2,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	698,6						WACC -1,0pp	80,0	82,4	85,1	88,2	91,8
Wartość firmy (EV)	1 472,3						WACC -0,5pp	79,8	82,2	84,9	88,0	91,6
Dług netto	-231,0						WACC	79,6	82,0	<b>84,7</b>	87,8	91,4
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0						WACC +0,5pp	79,4	81,8	84,5	87,6	91,1
Udziałowcy mniejszościowi	138,2						WACC +1,0pp	79,2	81,6	84,3	87,3	90,9
Wartość firmy	1 565,2											
Liczba akcji (mln)	20,0											
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>78,3</b>											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	0,1											
<b>Cena docelowa</b>	<b>84,7</b>											
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,5											
P/E('09) dla ceny docelowej	13,7											
Udział TV w EV	49%											

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 188,1</b>	<b>1 928,4</b>	<b>2 154,2</b>	<b>2 711,1</b>	<b>2 925,1</b>	<b>3 163,1</b>	<b>3 451,4</b>
<i>zmiana</i>	<i>42,0%</i>	<i>62,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>25,8%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,1%</i>	<i>9,1%</i>
Koszt własny sprzedaży	1 123,1	1 822,2	1 952,9	2 428,8	2 677,7	2 912,3	3 170,9
Zysk brutto na sprzedaży	65,0	106,2	201,4	282,3	247,5	250,8	280,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,4%</i>	<i>8,5%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,1%</i>
Koszty sprzedaży	-0,8	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
Koszty ogólnego zarządu	-54,5	-59,2	-74,4	-90,7	-99,5	-107,5	-117,3
Pozostała działalność operacyjna netto	11,5	12,7	-12,5	-12,0	-8,5	-4,3	-4,7
<b>EBIT</b>	<b>21,2</b>	<b>58,9</b>	<b>113,4</b>	<b>178,3</b>	<b>138,4</b>	<b>137,6</b>	<b>157,1</b>
<i>zmiana</i>	<i>-395,5%</i>	<i>178,0%</i>	<i>92,6%</i>	<i>57,2%</i>	<i>-22,4%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>14,1%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>1,8%</i>	<i>3,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,6%</i>
Wynik na działalności finansowej	-2,0	1,3	1,4	-6,3	10,1	11,6	14,2
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,3	2,2	-1,7	0,2	0,9	1,1	1,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>19,5</b>	<b>62,3</b>	<b>113,1</b>	<b>172,2</b>	<b>149,4</b>	<b>150,4</b>	<b>172,4</b>
Podatek dochodowy	-1,5	-3,7	-26,4	-32,5	-28,4	-28,6	-32,8
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	1,1	5,7	14,1	16,3	14,1	14,2	16,3
<b>Zysk netto</b>	<b>17,0</b>	<b>52,9</b>	<b>72,6</b>	<b>123,4</b>	<b>106,8</b>	<b>107,6</b>	<b>123,3</b>
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>211,7%</i>	<i>37,2%</i>	<i>69,9%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>0,7%</i>	<i>14,7%</i>
<i>marża</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,4%</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,6%</i>
Amortyzacja	19,4	19,6	22,9	23,7	24,1	24,1	24,1
<b>EBITDA</b>	<b>40,6</b>	<b>78,5</b>	<b>136,3</b>	<b>202,0</b>	<b>162,4</b>	<b>161,7</b>	<b>181,1</b>
<i>zmiana</i>	<i>275,4%</i>	<i>93,2%</i>	<i>73,7%</i>	<i>48,2%</i>	<i>-19,6%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>12,0%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>3,4%</i>	<i>4,1%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,2%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
EPS	1,0	2,6	3,6	6,2	5,3	5,4	6,2
CEPS	2,1	3,6	4,8	7,4	6,5	6,6	7,4
ROAE	10,9%	20,8%	23,7%	32,3%	23,2%	20,9%	21,4%
ROAA	2,8%	6,0%	6,7%	9,6%	7,3%	6,8%	7,1%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>750,2</b>	<b>1 009,0</b>	<b>1 173,1</b>	<b>1 403,5</b>	<b>1 524,6</b>	<b>1 652,8</b>	<b>1 804,2</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>165,5</b>	<b>184,2</b>	<b>239,0</b>	<b>248,5</b>	<b>255,7</b>	<b>260,6</b>	<b>265,4</b>
WNIIP	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	2,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Rzeczowe aktywa trwałe	139,5	150,7	175,8	185,3	192,6	197,4	202,2
Inwestycje długoterminowe	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe	21,2	26,8	56,5	56,5	56,5	56,5	56,5
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>584,6</b>	<b>824,8</b>	<b>934,1</b>	<b>1 155,0</b>	<b>1 268,8</b>	<b>1 392,3</b>	<b>1 538,8</b>
Zapasy	30,7	54,6	58,5	72,8	80,2	87,3	95,0
Należności	323,2	332,0	424,9	534,8	577,0	615,3	671,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	57,4	147,3	188,9	267,4	320,6	346,6	378,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	170,6	287,7	258,6	276,8	287,8	339,9	391,0
Inne	2,7	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>750,2</b>	<b>1 009,0</b>	<b>1 173,1</b>	<b>1 403,5</b>	<b>1 524,6</b>	<b>1 652,8</b>	<b>1 804,2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>224,3</b>	<b>284,9</b>	<b>328,9</b>	<b>434,9</b>	<b>487,7</b>	<b>541,9</b>	<b>611,4</b>
Kapitał mniejszości	54,4	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>50,2</b>	<b>34,4</b>	<b>35,0</b>	<b>36,7</b>	<b>37,1</b>	<b>37,5</b>	<b>38,1</b>
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	24,1	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Rezerwy i inne	26,1	17,9	18,5	20,3	20,6	21,1	21,6
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>421,2</b>	<b>630,2</b>	<b>749,7</b>	<b>872,4</b>	<b>940,2</b>	<b>1 013,9</b>	<b>1 095,2</b>
Pożyczki i kredyty	16,8	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Zobowiązania wobec dostawców	249,1	311,7	331,7	412,6	454,8	494,7	538,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	90,0	217,3	278,2	346,0	381,5	414,9	451,7
Inne	65,3	71,9	110,5	84,5	74,6	75,0	75,5
Dług	40,9	45,8	45,8	45,8	45,8	45,8	45,8
Dług netto	-129,7	-241,9	-212,8	-231,0	-242,0	-294,1	-345,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-57,8%	-84,9%	-64,7%	-53,1%	-49,6%	-54,3%	-56,5%
(Dług netto / EBITDA)	-3,2	-3,1	-1,6	-1,1	-1,5	-1,8	-1,9
<b>BVPS</b>	<b>13,2</b>	<b>14,2</b>	<b>16,4</b>	<b>21,7</b>	<b>24,4</b>	<b>27,1</b>	<b>30,6</b>



**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>43,9</b>	<b>101,7</b>	<b>31,6</b>	<b>110,4</b>	<b>108,1</b>	<b>137,0</b>	<b>136,0</b>
Zysk netto	17,0	52,9	72,6	123,4	106,8	107,6	123,3
Amortyzacja	19,4	19,6	22,9	23,7	24,1	24,1	24,1
Kapitał obrotowy	-43,3	-7,4	-5,4	-19,9	-16,4	-11,5	-11,0
Pozostałe	50,8	36,6	-58,4	-16,8	-6,5	16,8	-0,4
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-11,6</b>	<b>28,9</b>	<b>-62,1</b>	<b>-49,6</b>	<b>-45,4</b>	<b>-43,1</b>	<b>-45,2</b>
CAPEX	-11,8	28,3	-48,0	-33,2	-31,3	-28,9	-28,9
Inwestycje kapitałowe	-36,5	-21,6	-48,0	-33,2	-31,3	-28,9	-28,9
Pozostałe	36,7	22,1	33,9	16,9	17,1	14,7	12,5
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>74,9</b>	<b>-13,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-42,6</b>	<b>-51,6</b>	<b>-41,8</b>	<b>-39,6</b>
Emisja akcji	117,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-40,0	-9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-0,9	0,0	-36,3	-61,7	-53,4	-53,8
Pozostałe	-3,0	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>107,2</b>	<b>117,1</b>	<b>-29,1</b>	<b>18,2</b>	<b>11,0</b>	<b>52,1</b>	<b>51,2</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	170,6	287,7	258,6	276,8	287,8	339,9	391,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	1,8	3,1	2,7	2,7
FCF	-5,3	68,3	-20,4	80,9	79,7	108,6	107,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,0%	-1,5%	2,2%	1,2%	1,1%	0,9%	0,8%

**Wskaźniki rynkowe**

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	79,1	29,8	21,7	12,8	14,8	14,7	12,8
P/CE	36,9	21,8	16,5	10,7	12,1	12,0	10,7
P/BV	6,0	5,5	4,8	3,6	3,2	2,9	2,6
P/S	1,1	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	-0,4%	4,9%	-1,4%	5,7%	5,7%	8,1%	8,3%
EV/EBITDA	31,2	17,8	10,5	7,0	8,6	8,3	7,1
EV/EBIT	59,9	23,7	12,6	7,9	10,1	9,8	8,2
EV/S	1,1	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	2,3%	3,9%	3,4%	3,4%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>77,1</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
MC (mln PLN)	1343,2	1579,0	1579,0	1579,0	1579,0	1579,0	1579,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	54,4	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5
EV (mln PLN)	1 268,0	1 396,6	1 425,7	1 407,5	1 396,5	1 344,4	1 293,2

\* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### **Departament Analiz:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### **Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### **„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



### Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Budimex

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-02-27	2009-04-02	2009-05-11	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	56,00	66,35	74,00	69,50
WIG w dniu rekomendacji	21923,27	24145,69	29698,36	35998,12

### Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Mostostal Warszawa

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-02-20	2009-03-04	2009-05-22	2009-06-04	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	39,00	39,50	54,80	59,10	69,65
WIG w dniu rekomendacji	22199,49	21999,05	29681,36	31030,61	35998,12



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitentów przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od Mostostal Warszawa za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.