



27 listopada 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	3,70 PLN
Cena docelowa	4,50 PLN
Kapitalizacja	1,72 mld PLN
Free float	0,96 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	9,91 mln PLN

Struktura akcjonariatu

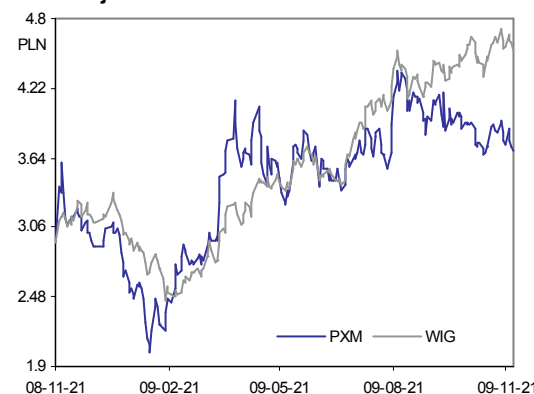
ING OFE	8,70%
OFE PZU	8,61%
Gloria S.a.r.l.	6,18%
Sices International	6,16%
AVIVA OFE BZ WBK	5,92%
Pioneer Pekao IM	5,56%
Polimex Development	2,83%
Pozostali	56,04%

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.

Profil spółki

Polimex produkuje m.in. ocynkowane wyroby ze stali, konstrukcje stalowe i kotły dla energetyki, świadczy usługi budownictwa m.in. w sektorze przemysłowym, chemicznym, energetycznym, drogowym i kolejowym, prowadzi również działalność deweloperską.

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Polimex Mostostal Kupuj

MOSD.WA; PXM.PW

(Podtrzymana)

Duże kontrakty na horyzoncie

Wyniki Q3 2009 były zbliżone do oczekiwań. Nie przewidujemy w najbliższych kwartałach wyników istotnie lepszych od naszych prognoz, sądzymy jednak, że możliwe są pozytywne zaskoczenia po stronie pozyskania nowych kontraktów. Dużych rozstrzygnięć spodziewamy się w segmencie energetycznym (przetargi za co najmniej 6 mld PLN w I połowie 2010 roku, ponad 10 mld PLN w II połowie 2010 roku) oraz drogowym (rozstrzygnięcia za około 10 mld PLN do końca I połowy 2010 roku, 6 mld PLN w II połowie 2010 roku). Zaproponowany parytet połączeniowy oceniamy neutralnie. W listopadzie rozpoczęła się produkcja w nowych zakładach wyrobów stalowych. Uważamy, że Polimex nie będzie miał problemu ze sprzedażą produktów nowego zakładu, w tym konstrukcji stalowych. Znaczne problemy mają obecnie małe wytwórnie, produkujące konstrukcje pracochłonne, w krótkich seriach, na zamówienia krajowe. Polimex prowadzi produkcję masową, asortymentu wielko gabarytowego, głównie za eksport, dużym udziałem w strukturze klientów cieszy się też branża energetyczna. Nie jest pewne jeszcze, czy amortyzacja nowego zakładu rozpocznie się od listopada, czy od początku 2010 roku. Wcześniejsza amortyzacja negatywnie wpływałaby na wyniki Q4, byłby to jednak efekt przejściowy i w pełni czytelny. Biorąc pod uwagę rozstrzygnięcia przetargów energetycznych i drogowych oraz stabilną sytuację w pozostałych segmentach, wycena Polimexu jest atrakcyjna. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z nową ceną docelową (4,5 PLN, poprzednio: 4,4 PLN).

Potencjalne przetargi i rozstrzygnięcia

Przewidujemy, że w I połowie roku 2010 mają szansę być rozstrzygnięte przetargi energetyczne na łączną kwotę 6 mld PLN (Elektrociepłownia Siekierki, wiele małych przetargów na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie). W II połowie roku przewidujemy rozstrzygnięcie przetargu na budowę 2 bloków w Opolu. Spodziewamy się, że we wszystkich przedstawionych przetargach Polimex w konsorcjum złoży ofertę. Spodziewamy się 4-5 ofert w każdym z przetargów. Poza tym, jest też szereg mniejszych zleceń. W segmencie drogowym przewidujemy rozstrzygnięcia na kwotę 10 mld PLN do końca I połowy 2010 roku i za kwotę około 6 mld PLN w II połowie roku. Polimex naszym zdaniem będzie składał oferty na około połowę wymienionych przetargów, w konsorcjum. Spodziewamy się 7-9 konkurencyjnych ofert.

Wybór pomiędzy Polimexem a PBG

Uważamy, że akcje Polimexu są bardziej atrakcyjne niż PBG. W dziedzinach, w których PBG planuje się rozwijać (drogi, energetyka), Polimex zaistniał kilka lat wcześniej. Zakładając, że w przyszłości obie firmy będą walczyć o te same przetargi, marże obu firm powinny w średnim i długim terminie konwergować wzajemnie do siebie. Wycena PBG dyskontuje realizację bardzo wysokich marż, wycena Polimexu nie.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	3 720,5	4 301,7	4 691,7	4 764,9	5 096,9
EBITDA	205,4	298,5	348,4	314,9	334,6
marża EBITDA	5,5%	6,9%	7,4%	6,6%	6,6%
EBIT	160,4	228,1	267,2	213,6	233,3
Zysk netto	100,1	120,1	150,3	145,1	167,0
P/E	17,1	14,3	11,4	11,8	10,3
P/CE	11,8	9,0	7,4	7,0	6,4
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	10,7	7,6	6,8	7,1	6,3
DYield	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 Polimexu nie stanowią dużego zaskoczenia. Przychody okazały się wyższe od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz. Niższy od naszych oczekiwań był wynik brutto na sprzedaży (marża: 9,9%, oczekiwaliśmy: 11,2%), jednocześnie niższe niż w prognozie okazały się koszty ogólne (57,7 mln PLN, oczekiwaliśmy: 65,0 mln PLN). W efekcie, wynik operacyjny bez uwzględnienia pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych wyniósł w Q3 2009 66,2 mln PLN, czyli o 3,2 mln PLN mniej niż oczekiwaliśmy (-4,5%).

Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły jedynie 1,2 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy 10,5 mln PLN. W wyniku Polimexu nie pojawiło się zdarzenie jednorazowe, które wystąpiło w Energomontażu Północ, a mianowicie umorzenie zobowiązań układowych na kwotę 11,5 mln PLN. Po pominięciu zdarzenia jednorazowego, wynik na poziomie operacyjnym jest tylko nieznacznie (o 1,4%) niższy od naszych oczekiwań. Saldo pozostałych kosztów finansowych i wyniku jednostek stowarzyszonych wyniosło 15,9 mln PLN (oczekiwaliśmy: 12,0 mln PLN). Znacznie wyższa niż oczekiwaliśmy okazała się efektywna stopa podatkowa (wyniosła 28%, oczekiwaliśmy 15%), niższy natomiast okazał się wynik akcjonariuszy mniejszościowych (3,5 mln PLN, oczekiwaliśmy 10,4 mln PLN, 6,4 mln PLN bez zdarzenia jednorazowego w Energomontażu Północ). Ostatecznie, wynik netto jest niższy od naszych oczekiwań włączając zdarzenie jednorazowe w Energomontażu i jedynie o 1% niższy niż nasze oczekiwania z wyłączeniem zdarzenia jednorazowego.

Podsumowując, wyniki oceniamy neutralnie. Są one zgodne z oczekiwaniami. Zwracamy uwagę, że odchylenia w stosunku do konsensusu prognoz spowodowane są tym, że część analityków uwzględniła w prognozach umorzenie zobowiązań układowych w Energomontażu, część zaś nie.

Wyniki Polimexu Q3 2009 vs. prognozy i konsensus PAP

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	Różnica	Prognoza DI BRE	Różnica	Prognoza DI BRE bez one-off	Różnica	Konsensus PAP	Różnica
Przychody	1258,2	1086,0	15,9%	1200,0	4,8%	1200,0	4,8%	1197,0	5,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	123,9	113,0	9,7%	134,4	-7,8%	134,4	-	-	-
%	9,9%	10,4%	-	11,2%	-12,0%	11,2%	-	-	-
EBIT	67,4	65,0	3,8%	79,9	-15,6%	68,4	-1,4%	65,4	3,1%
%	5,4%	6,0%	-	6,7%	-	5,7%	-	5,5%	-
Zysk brutto	51,6	47,6	8,2%	61,6	-16,3%	50,1	-	-	-
Zysk netto	33,8	33,3	1,4%	41,7	-18,9%	34,2	-1,0%	37,3	-9,4%
%	2,7%	3,1%	-	3,5%	-	2,8%	-	3,1%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Przychody Polimexu w segmentach działalności

(mln PLN)	Produkcja	Budownictwo	Energetyka	Chemia	Drogi i koleje	Pozostała działalność	Razem
Q3 2009							
Przychody	123,5	318,6	274,0	229,1	290,1	22,8	1258,2
Q2 2009							
Przychody	138,1	333,1	235,9	236,0	211,9	21,5	1176,4
Q1 2009							
Przychody	164,0	235,1	186,8	167,0	105,2	19,1	877,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy Polimexu w segmentach działalności

Prognozy wyników w segmentach

	Chemia	Energetyka	Budownictwo	Produkcja	Drogi i koleje
2009					
Przychody	850,0	1000,0	1219,0	640,0	985,0
Wynik brutto na sprzedaż	86,7	115	118,2	124,288	64,025
Marża %	10,20%	11,50%	9,69%	19,42%	6,50%
2010					
Przychody	730,0	1075,0	1140,0	752,0	1050,0
Wynik brutto na sprzedaż	69,4	107,5	95,1	112,8	81,9
Marża %	9,50%	10,00%	8,34%	15,00%	7,80%
Portfel zamówień (szacunek)	550	500	920	550	780
Pokrycie prognozy zamówieniami (%)	75,3%	46,5%	80,7%	73,1%	74,3%
2011					
Przychody	693,5	1225,3	1183,8	849,8	1144,5
Wynik brutto na sprzedaż	65,9	122,5	82,9	140,2	82,4
Marża %	9,50%	10,00%	7,00%	16,50%	7,20%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Obniżamy prognozę przychodów w 2009 roku z 4 909 mln PLN do 4 691,7 mln PLN. W stosunku do poprzedniego raportu, korygujemy w górę marżę brutto ze sprzedaży, podnosząc jednocześnie oczekiwane koszty ogólne działalności. W efekcie, EBIT rośnie z 254,4 mln PLN do 267,2 mln PLN. Ze względu na wyższe koszty finansowe, ostatecznie wynik netto zgodnie z prognozą wyniesie 150,3 mln PLN (poprzednio oczekiwaliśmy 159,1 mln PLN).

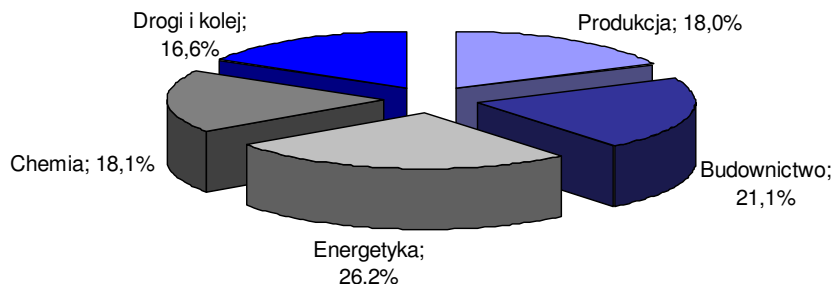
W przypadku prognoz na rok 2010, obniżamy szacunki przychodów w segmencie energetycznym do 1 075 mln PLN (poprzednio: 1120 mln PLN), podnosimy zaś w segmencie chemicznym do 730 mln PLN (poprzednio: 600 mln PLN). Podnosimy też o 0,5 p.p. oczekiwane marże w segmencie chemii. Obydwie zmiany wynikają z szacowanego przez nas portfela zamówień w segmencie. W ramach segmentu energetycznego portfel nie jest duży, mają go jednak szansę powiększyć kolejne oczekiwane kontrakty. Mimo to, największe potencjalne kontrakty, w tym na budowę bloków energetycznych, nie wpłyną jeszcze znacząco na przychody w 2010 roku (realizację prac budowlanych poprzedzi około rok projektowania). W przypadku chemii portfel jest większy niż oczekiwaliśmy, poprawiły się też perspektywy w przypadku działalności eksportowej w segmencie, co jest domeną m.in. Naftobudowy. Portfel zleceń Naftobudowy na rok 2010 wynosi już około 100 mln PLN zleceń.

Podnosimy prognozę przychodów w segmencie budownictwa, z 1051,2 mln PLN, obniżamy zaś marżę z 9,05% do 8,34% (7,9% z wyłączeniem działalności deweloperskiej). Zmiany tłumaczymy wyższym niż oczekiwany portfelem zleceń.

Podnosimy prognozę przychodów w segmencie produkcyjnym z 714 mln PLN oraz oczekiwaną rentowność z 13,5% do 15,0%. Uważamy, że trudna sytuacja krajowych producentów konstrukcji stalowych w stosunkowo niewielkim stopniu dotyczy Polimexu. Polimex skoncentrowany jest na produkcji wyrobów stalowych na skalę masową, wyrobów wielko gabarytowych, kieruje swe produkty głównie na eksport (duże, powtarzalne zamówienia). Do tego znaczną część odbiorców spółki są klienci z branży energetycznej (ok. 40%). Duża konkurencja panuje w ramach produkcji wysoce pracochłonnej, w niewielkim stopniu powtarzalnej, skierowanej dla odbiorcy krajowego (są to m.in. kontrakty stadionowe). Pośród mniejszych firm, stosunkowo dobrze radzą sobie podmioty kierujące konstrukcje stalowe na rynki eksportowe (Projprzem, Naftobudowa, Energomontaż Południe). Gorzej wygląda sytuacja np. w spółkach produkcyjnych Pol-Aqua, skoncentrowanych na rynku krajowym. Pewne obawy mamy też w przypadku przyszłej rentowności spółek Grupy Mostostal Zabrze zajmujących się produkcją i dostawami konstrukcji stalowych. Dodać należy, że w przypadku produkcji eksportowej konstrukcji stalowych zauważalny jest jeden czynnik ryzyka – możliwość znacznej aprecjacji PLN (do poziomów na przykład 3,3-3,4 EUR/PLN). Na widzimy podstaw do dyskontowania takiego scenariusza.

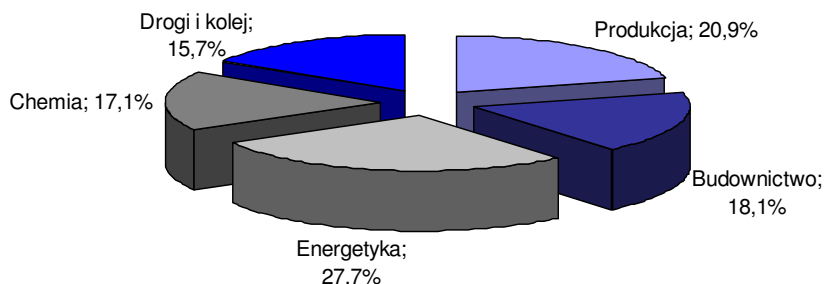
W segmencie dróg i kolei podnosimy prognozę przychodów z 946,5 mln PLN, co wynika z pozyskania przez Polimex dużych kontraktów drogowych.

Udział poszczególnych segmentów w wyniku operacyjnym spółki 2009P



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Udział poszczególnych segmentów w wyniku operacyjnym spółki 2010P



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Czynniki mogące wpływać na przyszłe wyniki Polimexu

Dostrzegamy szereg czynników, które mogą w tym i w przyszłym roku wpływać na wyniki Polimexu Mostostal. Nie jest nadal pewne, jak Polimex rozliczy ulgę podatkową, wynikającą z przeprowadzenia inwestycji w Specjalnej Strefie Ekonomicznej. Chodzi o kwotę blisko 100 mln PLN oszczędności podatkowych. Są dwie koncepcje: albo ulga zostanie rozliczona jednorazowo i powiększy wynik 2009 bądź 2010 roku, lub, tak jak zakładamy w prognozie, będzie obniżał efektywną stopę podatkową przez okres 4 najbliższych lat. Ostateczne rozwiązanie problemu powinno być znane w Q1 2010, tzn. w momencie, gdy audytor dokona przeglądu sprawozdania rocznego Polimexu.

Nie jest jeszcze jasne, od kiedy rozpocznie się amortyzacja nowych mocy produkcyjnych Polimexu. W naszym modelu zakładamy, że będzie to początek 2010 roku, a obecnie prowadzona produkcja będzie traktowana jako produkcja próbna/rozruch. W związku z uruchomieniem części produkcji w listopadzie, wykorzystanie mocy produkcyjnych w tym miesiącu w nowym zakładzie nie przekroczy 30%. Rozpoczęcie amortyzacji od listopada 2009 negatywnie wpłynęłoby na wyniki Polimexu, przy czym jasne by było, że pogorszenie wyników wynika ze zwiększonej amortyzacji i niepełnego wykorzystania mocy zakładu w okresie jego rozruchu.

Nie jest pewne, co stanie się z programem motywacyjnym w momencie inkorporacji spółek zależnych. Konstrukcja programu nie przewiduje naszym zdaniem takiej ewentualności, gdyż jeden z warunków wymaga utrzymywania odpowiednich dynamik wzrostu EBITDA na akcję. W wyniku inkorporacji, liczba akcji wzrośnie, EBITDA zaś pozostanie niezmienione. W efekcie, program przestanie funkcjonować. Przewidujemy, że program zostanie anulowany, zaś przedmiotem NWZA stanie się budowa nowego programu. W 2009 roku oczekujemy, że z przyrostu kosztów zarządu r/r w wysokości 27,7 mln PLN około 20 mln PLN to rezerwa na nowy program motywacyjny. Anulacja programu oznaczałaby rozwiązanie rezerwy i poprawę wyników w 2009 lub 2010 roku o 20 mln PLN. Nie uwzględniamy tego zdarzenia w prognozach.

Zarząd Polimexu planuje sprzedaż Hotelu Warszawa, nabytego w 2005 roku. Cena nabycia wyniosła 6,3 mln EUR. Można przewidywać, że cena sprzedaży obiektu będzie wyższa niż cena nabycia, nie jesteśmy w stanie jednak ocenić o ile. Hotel Warszawa jest obiektem historycznym, wymagającym kompleksowej renowacji. W naszym modelu uwzględniamy scenariusz bardzo konserwatywny – tzn. uwzględniamy hotel jako czynnik zwiększający wycenę (w cenie nabycia), nie uwzględniamy też zysku na sprzedaży obiektu w prognozach.

Plany inkorporacji spółek zależnych

Polimex Mostostal ogłosił propozycję parytetu połączeniowego. Za kwotę 109,9 mln PLN ma zostać objęte 34,5% akcji Energomontażu Północ. 66,0 mln PLN ma kosztować objęcie pakietu 50% akcji Naftobudowy. Za pakiet 33% walorów Naftoremontu przyjdzie Polimexowi zapłacić akcjami nowej emisji 35,0 mln PLN. 1,8% akcji ZRE Kraków będzie kosztowało 0,2 mln PLN, 4,6% akcji ZRE Lublin zaś 1,3 mln PLN. Pozostałe spółki będące przedmiotem inkorporacji są już w 100% w posiadaniu Polimexu (EPE-Rybnik, Eceremont). Dla spółek giełdowych, przy przyjęciu ceny akcji Polimexu w wysokości 3,73, przyjęte parytety implikują: - dla Energomontażu Północ cenę akcji na poziomie 13,39 PLN (parytet: 3,62 akcje Polimexu za akcję Energomontażu) – dla Naftobudowy cenę akcji na poziomie 22,35 PLN (parytet: 6,04). Ostateczne implikowane ceny Energomontażu i Naftobudowy mogą się zmienić, gdyż poza parytetem warunkuje je średnia cena akcji Polimexu z 30 dni notowań. Parytet jest neutralną wiadomością dla akcjonariuszy Polimexu. Wysokie wskaźniki P/E 2010 dla Energomontażu i Naftobudowy i niskie wskaźniki EV/EBITDA są w dużej mierze pochodną znacznych zasobów gotówki będących w posiadaniu tych spółek. Przy wykorzystaniu wskaźnika EV/EBITDA, parytet jest neutralny z punktu widzenia atrakcyjności ceny akcji Polimexu. Nie uwzględniamy na chwilę bieżącą inkorporacji spółek zależnych w prognozach. W krótkim terminie (2010 rok) inkorporacja nieznacznie pogorszy wskaźniki Polimexu, w dłuższym zaś (2011+) powinna zaowocować wzrostem efektywności Grupy i wzrostem zdolności obsługi dużych przetargów, w tym w segmencie energetycznym.

Inkorporowane spółki: parytety wymiany akcji

Spółka	Parytet wymiany	% udziałów do przejścia	Cena akcji Polimexu	Cena pakietu (mln PLN)	Implikowana cena akcji
Energomontaż Północ	3,62	34,5%	3,7	109,9	13,39
Naftobudowa	6,04	50,0%	3,7	66,0	22,35
Naftoremont	2081,29	33,0%	3,7	35,0	
ZRE Kraków	123,65	1,8%	3,7	0,2	
ZRE Lublin	8,52	4,6%	3,7	1,3	
EPE Rybnik	-	-			
Eceremont	-	-			

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Energomontaż Północ: prognoza wyników finansowych

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	312,9	321,8	405,9	393,1	430,6
EBITDA	7,9	29,9	52,8	30,4	32,6
marża EBITDA	2,5%	9,3%	13,0%	7,7%	7,6%
EBIT	2,0	22,6	42,3	19,2	21,2
Zysk netto	3,3	24,5	40,8	20,5	23,4
P/E	95,7	13,3	8,0	15,9	13,9
P/CE	34,6	10,3	6,4	10,3	9,4
P/BV	2,3	2,2	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA	38,5	8,2	4,5	7,2	6,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Naftobudowa: prognoza wyników finansowych

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	206,5	208,7	210,5	189,0	201,2
EBITDA	22,6	16,5	26,7	14,4	15,1
marża EBITDA	10,9%	7,9%	12,7%	7,6%	7,5%
EBIT	19,5	12,2	22,0	9,6	10,3
Zysk netto	12,4	13,6	6,2	9,0	9,9
P/E	10,6	9,7	21,4	14,7	13,3
P/CE	8,5	7,4	12,1	9,6	8,9
P/BV	2,3	2,2	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	5,4	7,1	4,0	6,6	5,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena inkorporowanych spółek zgodnie z opublikowanym parytetem

Spółka	P/E 2009P	EV/EBITDA 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/E 2008	P/BV Q3 2009
Energomontaż Północ	8,0	4,5	15,9	7,2	0,8		2,1
Naftobudowa	21,4	4,0	14,7	6,6	0,63		2,0
Naftoremont	-	-	-	-	0,64	8,4	1,5
ZRE Kraków					0,20	4,0	0,4
ZRE Lublin					0,54	8,5	1,1
Polimex Mostostal	11,4	6,8	11,8	7,1	0,37	14,3	1,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.
Wpływ inkorporacji spółek zależnych na wyniki Polimexu Mostostalu

Spółka	2009 (mln PLN/mln szt/-)	2010 (mln PLN/mln szt/-)
Redukcja zysku akcjonariuszy mniejszościowych w związku z połączeniem (P)		
Energomontaż Północ	13,6	6,6
Naftobudowa	3,1	4,5
Naftoremont	5,1	2,3
ZRE Kraków	0,0	0,0
ZRE Lublin	0,3	0,1
Suma	22,1	13,6
Zysk netto przed inkorporacją	150,3	145,1
Liczba akcji przed inkorporacją	463,6	463,6
P/E przed inkorporacją	11,4	11,8
Zysk netto po inkorporacji	172,4	158,6
Liczba akcji po inkorporacji	521,0	521,0
P/E po inkorporacji	11,2	12,2
EV przed inkorporacją	2367,3	2239,3
EV/EBITDA przed inkorporacją	6,8	7,1
EV po inkorporacji	2444,6	2338,9
EV/EBITDA po inkorporacji	7,0	7,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.
Wycena porównawcza akcji Polimexu Mostostalu

	P/E 2009P	P/E 2010P	P/E 2011P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	P/S 2009P	P/S 2010P	P/S 2011P
Budimex	11,6	10,6	12,3	9,2	8,0	8,3	0,60	0,49	0,47
Erbud	15,5	14,7	16,1	9,4	9,1	8,0	0,70	0,58	0,54
Elektrobudowa	14,8	16,4	13,0	9,9	11,2	9,0	0,95	0,97	0,88
Mostostal Warszawa	12,9	12,7	13,0	5,8	7,1	7,0	0,49	0,47	0,44
PBG	16,1	14,4	13,0	11,5	9,8	8,9	1,10	0,87	0,83
Mediana	14,8	14,4	13,0	9,4	9,1	8,3	0,70	0,58	0,54
Polimex Mostostal	11,4	11,8	10,3	6,8	7,1	6,3	0,37	0,36	0,34
Premia	-22,8%	-17,9%	-21,0%	-27,5%	-22,2%	-24,0%	-47,5%	-37,4%	-37,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

W oparciu o wycenę porównawczą, Polimex wyceniony jest z 22,6% dyskontem do spółek porównywalnych. Bierzemy pod uwagę wskaźniki P/E i EV/EBITDA za rok 2009, 2010 i 2011. Z uwagi na różnice w segmentach działalności spółek budowlanych, nie uwzględniamy metody porównawczej w wycenie.



Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF, cenę docelową akcji Polimex-Mostostal szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 4,5 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Premia za ryzyko kredytowe w wysokości 1,5% w latach 2009-2017.
- Jako czynnik zwiększający wycenę traktujemy wycenę gruntów deweloperskich oraz Hotelu Warszawa (w cenie nabycia).
- Korygujemy liczbę akcji o maksymalne rozwodnienie wynikające w programie motywacyjnego oraz o akcje własne będące w posiadaniu Polimex-Cekop Development.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	4 764,9	5 096,9	5 554,9	5 962,3	6 345,1	6 700,6	7 074,3	7 454,7	7 782,8	8 119,9	
zmiana	1,6%	7,0%	9,0%	7,3%	6,4%	5,6%	5,6%	5,4%	4,4%	4,3%	
EBITDA	314,9	334,6	392,2	417,2	439,1	459,7	475,1	492,9	500,9	454,8	
marża EBITDA	6,6%	6,6%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%	6,7%	6,6%	6,4%	5,6%	
Amortyzacja	101,3	101,3	102,2	103,9	105,6	107,3	109,0	109,9	109,9	54,9	
EBIT	213,6	233,3	290,0	313,3	333,5	352,4	366,0	383,0	391,0	399,9	
marża EBIT	4,5%	4,6%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	
Opodatkowanie EBIT	10,7	11,7	14,5	51,7	63,4	67,0	69,5	72,8	74,3	76,0	
NOPLAT	202,9	221,6	275,5	261,6	270,2	285,5	296,5	310,3	316,7	323,9	
CAPEX	-117,2	-101,3	-102,2	-118,9	-120,6	-122,3	-124,0	-124,9	-109,9	-54,9	
Kapitał obrotowy	-34,8	-35,1	-85,9	-49,7	-47,9	-45,3	-42,8	-42,4	-35,5	-33,8	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	152,2	186,6	189,6	196,9	207,3	225,1	238,6	252,8	281,2	290,1	298,8
WACC	10,5%	10,7%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
współczynnik dyskonta	90,5%	81,7%	73,6%	66,2%	59,5%	53,5%	48,2%	43,3%	38,9%	35,2%	
PV FCF	137,7	152,4	139,6	130,3	123,4	120,5	114,9	109,5	109,5	102,1	

WACC	10,5%	10,7%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Efektywna stopa podatkowa	5,0%	5,0%	5,0%	16,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	17%	12%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	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)	3 932,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 384,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 240,0
Wartość firmy (EV)	2 624,3
Dług netto	517,0
Wycena nieruchomości *	74,2
Udziałowcy mniejszościowi	236,0
Wartość firmy	1 945,6
Liczba akcji (mln) **	463,6
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,2
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%
Cena docelowa	4,5

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	4,2	4,4	4,6	4,9	5,2
WACC -0,5pp	4,2	4,4	4,6	4,8	5,1
WACC	4,1	4,3	4,5	4,8	5,1
WACC +0,5pp	4,1	4,3	4,5	4,7	5,0
WACC +1,0pp	4,1	4,3	4,5	4,7	5,0

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,5
P/E('09) dla ceny docelowej	14,0
Udział TV w EV	53%

* Wycena gruntów deweloperskich oraz hotelu Warszawa (w cenie nabycia w wysokości 6,3 mln EUR)

** liczba akcji korygowana o maksymalne rozwodnienie z tytułu programu motywacyjnego i akcje własne będące w posiadaniu Polimex-Cekop Development



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	2 483,4	3 720,5	4 301,7	4 691,7	4 764,9	5 096,9	5 554,9
<i>zmiana</i>	<i>34,2%</i>	<i>49,8%</i>	<i>15,6%</i>	<i>9,1%</i>	<i>1,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>9,0%</i>
Koszt własny sprzedaży	2 239,1	3 398,3	3 870,7	4 183,4	4 298,3	4 603,0	4 991,3
Zysk brutto na sprzedaży	244,3	322,2	431,0	508,2	466,6	493,9	563,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,8%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,1%</i>
Koszty sprzedaży	-28,1	-28,3	-32,3	-27,6	-28,1	-29,0	-30,4
Koszty ogólnego zarządu	-106,6	-137,1	-185,3	-213,0	-217,3	-223,7	-234,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	3,6	14,7	-0,4	-7,7	-7,9	-8,3
			77,1				
EBIT	98,5	160,4	228,1	267,2	213,6	233,3	290,0
<i>zmiana</i>	<i>34,5%</i>	<i>62,8%</i>	<i>42,2%</i>	<i>17,1%</i>	<i>-20,1%</i>	<i>9,2%</i>	<i>24,3%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,2%</i>
Wynik na działalności finansowej	-5,3	-15,4	-72,1	-53,6	-45,9	-40,3	-34,1
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-1,7	4,4	2,8	4,7	3,7	4,2	5,6
Zysk brutto	91,5	149,4	158,9	218,3	171,3	197,2	261,6
Podatek dochodowy	17,4	32,7	18,5	49,7	8,6	9,9	13,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	11,5	16,6	20,3	18,3	17,7	20,3	27,0
Zysk netto	62,6	100,1	120,1	150,3	145,1	167,0	221,5
<i>zmiana</i>	<i>46,2%</i>	<i>59,9%</i>	<i>20,0%</i>	<i>25,1%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>15,1%</i>	<i>32,6%</i>
<i>marża</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,0%</i>
Amortyzacja	31,2	45,0	70,4	81,2	101,3	101,3	102,2
EBITDA	129,7	205,4	298,5	348,4	314,9	334,6	392,2
<i>zmiana</i>	<i>28,1%</i>	<i>58,4%</i>	<i>45,3%</i>	<i>16,7%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>6,3%</i>	<i>17,2%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,1%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	455,7	463,6	463,6	463,6	463,6	463,6	463,6
EPS	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
CEPS	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
ROAE	19,3%	15,0%	11,8%	13,2%	11,0%	11,2%	13,1%
ROAA	4,6%	4,5%	3,9%	4,2%	3,7%	4,1%	5,0%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 631,8	2 801,4	3 438,6	3 773,3	3 965,7	4 259,0	4 604,7
Majątek trwały	417,8	983,2	1 381,7	1 554,2	1 570,1	1 570,1	1 570,1
WNiP	19,6	437,6	509,4	515,0	515,0	515,0	515,0
Rzeczowe aktywa trwałe	261,7	426,4	710,8	873,0	888,9	888,9	888,9
Inwestycje długoterminowe	110,9	80,9	76,5	82,8	82,8	82,8	82,8
Pozostałe	25,6	38,3	84,9	83,3	83,3	83,3	83,3
Majątek obrotowy	1 213,9	1 818,2	2 056,9	2 219,2	2 395,6	2 688,9	3 034,7
Zapasy	168,8	348,9	395,1	373,1	419,7	471,6	530,7
Należności	872,8	1 289,6	1 347,5	1 548,2	1 572,4	1 682,0	1 833,1
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,8	9,8	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	163,5	169,9	303,1	286,6	392,3	524,2	659,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	1 631,8	2 801,4	3 438,6	3 773,3	3 965,7	4 259,0	4 604,7
Kapitał własny	354,9	983,0	1 053,9	1 231,0	1 409,7	1 576,7	1 798,2
Kapitał mniejszości	93,9	102,6	114,9	135,1	112,8	112,8	112,8
Zobowiązania długoterminowe	293,0	461,5	634,5	701,6	701,6	701,6	701,6
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	171,3	329,9	435,9	486,1	486,1	486,1	486,1
Rezerwy	61,1	92,6	101,1	105,3	105,3	105,3	105,3
Pozostałe	60,6	39,0	97,5	110,3	110,3	110,3	110,3
Zobowiązania krótkoterminowe	890,0	1 254,4	1 635,3	1 705,6	1 741,6	1 867,9	1 992,1
Pożyczki i kredyty	83,2	229,4	317,5	317,5	317,5	317,5	317,5
Zobowiązania wobec dostawców	762,6	897,7	1 240,4	1 310,7	1 346,6	1 473,0	1 597,2
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	44,2	127,2	77,4	77,4	77,4	77,4	77,4
Dług	254,5	559,3	753,4	803,6	803,6	803,6	803,6
Dług netto	91,0	389,4	450,4	517,0	411,3	279,4	143,9
(Dług netto / Kapitał własny)	25,6%	39,6%	42,7%	42,0%	29,2%	17,7%	8,0%
(Dług netto / EBITDA)	0,7	1,9	1,5	1,5	1,3	0,8	0,4
BVPS	0,8	2,1	2,3	2,7	3,0	3,4	3,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	43,6	-203,8	355,5	197,4	275,2	293,9	298,8
Zysk netto	62,6	100,1	120,1	150,3	145,1	167,0	221,5
Amortyzacja	31,2	45,0	70,4	81,2	101,3	101,3	102,2
Kapitał obrotowy	-93,8	-463,0	193,1	-114,7	-34,8	-35,1	-85,9
Pozostałe	43,7	114,1	-28,1	80,6	63,6	60,7	61,0
Przepływy inwestycyjne	-120,0	-97,1	-303,4	-250,0	-157,2	-121,7	-129,2
CAPEX	-58,4	-143,7	-323,9	-228,9	-117,2	-101,3	-102,2
Inwestycje kapitałowe	-42,1	46,9	0,0	-2,8	-22,3	0,0	0,0
Pozostałe	-19,5	-0,2	20,5	-18,3	-17,7	-20,3	-27,0
Przepływy finansowe	122,1	257,7	100,1	36,2	-12,3	-40,3	-34,1
Emisja akcji	10,9	0,0	0,0	26,9	33,6	0,0	0,0
Dług	-50,5	109,6	152,6	62,9	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-6,9	-8,5	-4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	168,5	156,7	-47,9	-53,6	-45,9	-40,3	-34,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	45,7	-43,1	152,2	-16,5	105,7	131,9	135,6
Środki pieniężne na koniec okresu	148,3	143,1	295,2	278,8	384,4	516,3	651,9
DPS (PLN)	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-56,5	-442,8	172,6	-18,2	152,2	186,6	189,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	4,0%	2,6%	7,5%	4,9%	2,9%	2,0%	1,8%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	26,9	17,1	14,3	11,4	11,8	10,3	7,7
P/CE	18,0	11,8	9,0	7,4	7,0	6,4	5,3
P/BV	4,8	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
P/S	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
FCF/EV	-3,0%	-20,1%	7,6%	-0,8%	6,8%	8,9%	9,6%
EV/EBITDA	14,4	10,7	7,6	6,8	7,1	6,3	5,0
EV/EBIT	19,0	13,8	10,0	8,9	10,5	9,0	6,8
EV/S	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
DYield	0,4%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln) *	455,7	463,6	463,6	463,6	463,6	463,6	463,6
MC (mln PLN)	1686,0	1715,3	1715,3	1715,3	1715,3	1715,3	1715,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	93,9	102,6	114,9	135,1	112,8	112,8	112,8
EV (mln PLN)	1 871,0	2 207,3	2 280,5	2 367,3	2 239,3	2 107,4	1 971,9

* liczba akcji korygowana o maksymalne rozwodnienie z tytułu programu motywacyjnego i akcje własne będące w posiadaniu Polimex-Cekop Development



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



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 księgowa

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 księgowa) - 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. Oczekiwanie 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 stanowić 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 między 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 emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta 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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Polimex Mostostal

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-25	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04
kurs z dnia rekomendacji	2,93	3,88	3,36	3,68	4,11	3,66
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	29777,06	29399,62	35998,12	36009,43	37391,24