

5 marca 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	2,93 PLN
Cena docelowa	3,60 PLN
Kapitalizacja	1,31 mld PLN
Free float	0,79 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	10,72 mln PLN

Struktura akcjonariatu

CU OFE BPH CU WBK	7,54%
ING OFE	8,70%
OFE PZU Złota Jesień	8,61%
Gloria S.a.r.l. (Luksemburg)	6,18%
Sices International B.V. Holandia	6,16%
Polimex-Development Sp. Z o.o.	2,83%
Pozostali	59,98%

Strategia dotycząca sektora

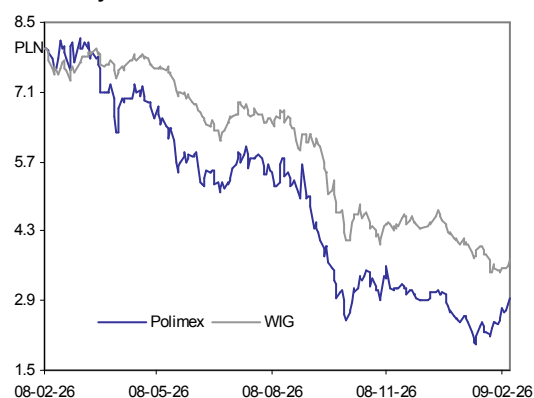
W sektorze budowlanym kierujemy się podejściem sektorowym. Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa energetycznego. Neutralnie oceniamy perspektywy budownictwa chemicznego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa kubaturowego (obiekty mieszkalne, komercyjne i publiczne) oraz w zakresie produkcji materiałów budowlanych (w tym konstrukcji stalowych).

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.

Ważne daty

13.05 - publikacja raportu za 1Q
29.05 - publikacja raportu RS 2008
12.08 - publikacja raportu za 2Q

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)

Rentowność w Q4 tylko pozornie gorsza

Wyniki Polimexu za Q4 2008 są tylko pozornie gorsze niż konsensus prognoz. Na spadek marży brutto ze sprzedaży w porównaniu do kwartałów poprzednich miało wpływ m.in. utworzenie rezerwy na świadczenia pracownicze (netto 19,3 mln PLN, z tego 90% odniesione zostało w koszty własne sprzedaży, Q4 2007: 5,4 mln PLN) oraz utworzenie rezerwy na koszty kontraktów (6,0 mln PLN netto). Po wyłączeniu obu czynników, marża brutto wyniosłaby 10,0%, tzn. nie różniłaby się od marży z poprzednich kwartałów. Korekta prognozowanych wyników objęła przyszłe lata. W efekcie, obniżamy cenę docelową do 3,6 PLN z 4,1 PLN. Szansy na podniesienie ceny docelowej dopatrujemy się w rozstrzygnięciu przetargów na generalne wykonawstwo bloków energetycznych.

Rewizja prognoz na rok 2009 w segmentach

Dokonałiśmy rewizji prognoz w poszczególnych segmentach. Podnieśliśmy prognozę przychodów w segmencie chemicznym i drogowym, obniżyliśmy zaś w segmencie energetycznym oraz w segmencie produkcyjnym. Korektą objęliśmy także rentowność w segmencie chemicznym (obniżenie z 16% do 12%), energetycznym (podwyższenie z 8% do 8,5%) oraz budownictwa ogólnego (podwyższenie z 7% do 9%). Dokonałiśmy też korekty wskaźników rotacji kapitału obrotowego. Polimex poczynił starania, aby wskaźnik rotacji należności odpowiadał wskaźnikowi rotacji zobowiązań. Obniżyliśmy prognozy wydatków kapitałowych. W świetle nowych założeń korzystniej wygląda sytuacja płynnościowa Polimexu. Nie będzie konieczne zwiększanie poziomów zadłużenia. 316 mln PLN długu krótkoterminowego jest pozycją wysoką, jednak 120 mln PLN z tego to przedłużany co roku kredyt obrotowy w Pekao S.A., zaś pozostała kwota prawie w całości pokryta jest przewidywanymi poziomami gotówki na rachunkach spółki.

Szansa na lepsze niż prognozowane wyniki

Rentowność w 2009 roku może być wyższa także ze względu na 147,1 mln EUR niezabezpieczonej pozycji walutowej. Nie jesteśmy w stanie dokładnie oszacować potencjalnych dodatnich różnic kursowych. Główną przyczyną redukcji prognozy wyniku netto w 2010 roku jest obniżenie prognozowanych przychodów w segmencie produkcyjnym (ta z kolei wynika ze spadku cen stali). Dostrzegamy szansę na podwyższenie prognoz na lata 2010 i 2011 w przyszłości, ze względu na możliwość zdobycia pod koniec 2009 roku kontraktu na generalne wykonawstwo nowego bloku w Elektrociepłowni Siekierki o wartości około 3 mld PLN, szansę na zwycięstwo Polimexu oceniamy na 33% (w efekcie nie uwzględniamy kontraktu w prognozie). Spodziewamy się, że spółka będzie miała w przetargach przynajmniej dwóch konkurentów (Alstom oraz konsorcjum Mostostalu Warszawa i Rafako). Kolejne przetargi w zakresie budowy bloków energetycznych w Koźienicach i Rybniku mogą być rozstrzygane w 2010 roku.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	3720,5	4316,7	4909,0	4763,9	5031,3
EBITDA	205,4	292,8	328,9	304,7	311,1
marża EBITDA	5,5%	6,8%	6,7%	6,4%	6,2%
EBIT	160,4	221,2	247,6	205,6	209,8
Zysk netto	100,1	121,9	154,3	131,6	139,5
P/E	14,0	11,5	9,1	10,6	10,0
P/CE	9,6	7,2	5,9	6,1	5,8
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	9,2	6,5	5,8	6,2	6,0
DYield	0,6%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q4 2008

Wyniki Q4 2008 – kalkulacja wyniku powtarzalnego

(mln PLN)	IVQ 2008	Rezerwy (1)	Instrumenty pochodne (2)	Różnice kursowe (3)	Podatek dochodowy (4)	IVQ 2008 wynik powtarzalny
Przychody	1234,0					1234,0
Zysk brutto	107,6	16,7				124,3
%	8,7%	-	-	-	-	10,0%
EBIT	48,5	17,9				66,4
Zysk brutto	24,7	17,9	41,6	-23,6		60,7
Zysk netto	29,8	14,5	33,7	-19,1	-25,5	33,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Komentarz do wyników Q4 2008

W związku z dużą liczbą zdarzeń jednorazowych dokonaliśmy kalkulacji wyniku powtarzalnego za Q4 2008:

(1) Korygujemy zysk brutto ze sprzedaży o saldo rezerw pracowniczych utworzonych na koniec Q4 2008. Na koniec Q4 2008 saldo to wyniosło 19,3 mln PLN, z tego 90% odniesione zostało w marżę brutto ze sprzedaży (Q4 2007: 5,4 mln PLN). Wysokie saldo rezerw pracowniczych związane jest m.in. z wzrostem wynagrodzeń o 11% w 2008 roku oraz z wzrostem zatrudnienia o ponad 17%. Sądzymy, że w przyszłości saldo z tego tytułu będzie niższe (niższa dynamika płacowa, niższe przyrosty zatrudnienia), w wyniku tego dokonaliśmy korekty o różnicę salda za Q4 2008 (19,3 mln PLN) i oczekiwanego salda na koniec Q4 2009 (7,4 mln PLN). Uwzględniliśmy także korektę ze względu na saldo rezerw z tytułu kosztów kontraktów w wysokości 6,0 mln PLN. Wbrew naszym założeniom, w Q4 2008 były jeszcze kontynuowane generujące straty kontrakty dla Koksowni Przyjaźń. Kontrakty te zakończone będą na początku 2009 roku, przy czym na ten rok w przychodach z ich tytułu znajdzie się jedynie kilkanaście mln PLN.

(2) Korygujemy zysk brutto ze sprzedaży o wycenę instrumentów pochodnych zabezpieczających ryzyko kursowe. Ogółem pozycja z tytułu wyceny instrumentów pochodnych wyniosła 107,9 mln PLN, z tego 66,2 mln PLN zostało ujęte w kapitałach, zaś 41,6 mln PLN w rachunku wyników, w pozostałych kosztach finansowych.

(3) Spółka rozpoznała dodatnie różnice kursowe w wysokości 23,6 mln PLN.

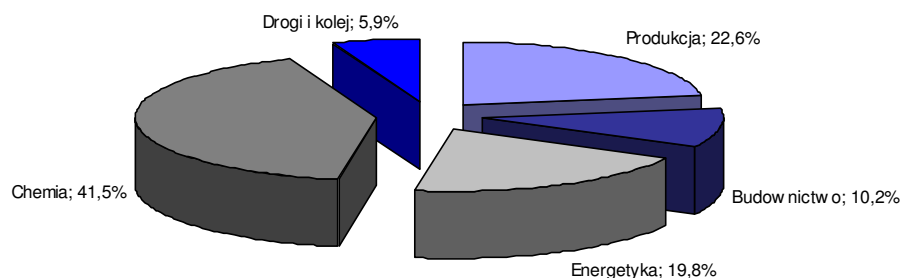
(4) Zgodnie z zapowiedziami, Polimex w Q4 2008 rozpoznał niższą stopę podatkową za rok 2008, co związane jest z aktywacją ulg z tytułu inwestycji w Specjalnej Strefie Ekonomicznej w Siedlcach. Zgodnie z naszą nową prognozą, efekt z tytułu niższej stopy podatkowej będzie występował do 2012 roku. W prognozie wyników Q4 2008 nie uwzględniliśmy jego wystąpienia.

Rewizja prognozy

Udział poszczególnych segmentów w wyniku operacyjnym spółki

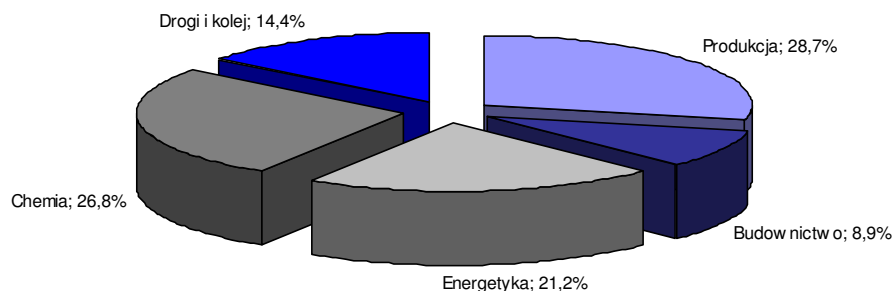
Zgodnie z naszą prognozą, w 2009 roku około 67,2% przychodów spółki powinno być wypracowane w relatywnie niezagrożonym pogorszeniem koniunktury segmencie chemicznym, energetycznym oraz dróg i kolei. W 2010 roku odsetek ten zgodnie z prognozą spadnie do 62,4%.

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.

Segment chemiczny

Przewidujemy, że w 2009 roku Polimex Mostostal w segmencie chemicznym wygeneruje 960 mln PLN przychodów. Tak duży wzrost przychodów (+89% r/r) w segmencie wynika z podpisanego kontraktu na budowę wytwórni kwasu PTA dla PKN Orlen na 550 mln PLN oraz innych dużych kontraktów (elementy instalacji CDU/VDU dla Lotosu, 82,9 mln PLN; elementy instalacji MHC dla Lotos, 221,2 mln PLN). Przewidujemy, że w roku kolejnym przychody w segmencie spadną do poziomu około 600 mln PLN. Przewidujemy, że w roku 2009 rentowność brutto w segmencie wyniesie około 12%, w latach kolejnych zaś będzie spadać aż do osiągnięcia poziomu około 8,5%. Uważamy, że od 2010 roku moce wykonawcze Polimexu działające obecnie w ramach zleceń z sektora chemicznego zostaną wykorzystane w segmencie energetycznym.

Segment energetyczny

Ostrożnie prognozujemy, że przychody w segmencie energetycznym w 2009 roku wyniosą 1 mld PLN (-9,3% r/r, portfel zleceń w segmencie na rok 2009 sięga 750-800 mln PLN). Przewidujemy, że w 2009 roku jeszcze nie pojawią się w Polsce duże inwestycje energetyczne, jednak zakończenie kontraktów dla Koksowni Przyjaźń pozwoli na wzrost rentowności w segmencie z około 4% w tym roku do 8,5% w roku 2009. Spodziewamy się, że w wyniku przewidywanej realizacji nowych bloków energetycznych w Polsce, przychody w segmencie będą istotnie rosły w latach kolejnych. W 2010 roku może ruszyć budowa nowego bloku energetycznego na warszawskich Siekierkach (wartość kontraktu > 3 mld PLN). Spodziewamy się, że Polimex wraz z partnerem zagranicznym wystartuje w przetargu, zaś jego konkurentami będą przynajmniej 2 konsorcja (Astom oraz Mostostal Warszawa i Rafako). Atutem grupy Polimex Mostostal w zakresie budowy bloków energetycznych jest szeroki zakres kompetencji spółek z grupy. Spółka jest w stanie wykonać konstrukcje stalowe, rurociągi energetyczne (Energomontaż Północ), zmontować te elementy, wykonać prace budowlane, wyprodukować elementy kotła (Sefako, były ZREW), zmontować turbinę (ZRE Warszawa, ZRE Lublin, ZRE Kraków). Zgodnie z deklaracją zarządu Polimexu, Sefako byłoby nawet w stanie wyprodukować większy kocioł, gdyby otrzymało dokumentację techniczną. Polimex nie byłby w stanie, podobnie jak żaden krajowy producent, wykonać turbin. W prognozie nie zakładamy realizacji dużych kontraktów na generalne wykonawstwo bloków energetycznych, a raczej zakładamy stopniowy wzrost przychodów i marż. Sądzymy, że szanse Polimexu na zdobycie kontraktu na warszawskich Siekierkach i rozpoczęcie prac w 2010 roku wynoszą około 33% (spodziewamy się 2 konkurentów). Budowa kolejnych bloków energetycznych (Kozienice, Rybnik) może rozpocząć się w 2011 roku.

Segment produkcyjny

Ze względu na spadek cen stali, który zmaterializował się znacznie szybciej niż prognozowaliśmy, obniżamy nasze prognozy dla segmentu produkcyjnego. Rewizja prognozy obejmuje głównie wysokość przychodów ze sprzedaży (stal to około 50% kosztu wytworzenia, spadek cen stali o 40% implikuje spadek cen wyrobów stalowych o 20%). Zauważamy możliwość dostarczania konstrukcji stalowych wewnątrz grupy, co wpłynie na zaksięgowanie przychodów i kosztów z tytułu ich wytworzenia w innych segmentach. Polimex szacował, że nawet około 10-15% wyrobów stalowych byłby w stanie kierować do odbiorców wewnątrz grupy kapitałowej. W efekcie, prognozujemy, że przychody Polimexu w segmencie wyniosą w 2009 roku 690 mln PLN, rentowność zaś ukształtuje się na poziomie 15% (zarząd oczekuje 18%). Sądzymy, że segment produkcji może być w mniejszym stopniu narażony na ryzyko pogorszenia koniunktury gospodarczej, niż się powszechnie uważa. Takie wnioski pozwala wyciągnąć struktura branżowa odbiorców wyrobów stalowych (budownictwo: 26%, energetyka: 41%, przemysł wydobywczy: 3%, chemia/petrochemia: 15%, obiekty użyteczności publicznej: 7%, obiekty sportowe: 8%). Przyznajemy, że faktycznie w zakresie usług cynkowania spółka

doświadcza spadku popytu w stosunku do roku ubiegłego. Faktem jest jednak, że usługi te generują jedynie 150 mln PLN przychodów (przy ponadprzeciętnej marży). Ponadto, zakład do tej pory pracował na trzy zmiany, co świadczy o tym, jak duży był popyt. Z drugiej strony, obecny kurs USD/PLN negatywnie oddziałuje na rentowność działalności (cynk jest notowany w USD).

Segment budownictwa ogólnego

Ostrożnie szacujemy, że w segmencie budownictwa ogólnego Polimex Mostostal wygeneruje w 2009 roku 1,2 mld PLN przychodów, przy rentowności na poziomie 9,0%. Uważamy, że w perspektywie roku 2010 rentowność w segmencie jest w większym stopniu zagrożona niż rentowność w segmencie produkcyjnym. W 2010 roku spodziewamy się ujemnej dynamiki przychodów (-12%) oraz spadku rentowności do poziomu około 7,3% (11% dla kontraktów zdobytych w 2008 roku oraz 5,5% dla nowych kontraktów). Dodatkowo, zmieniliśmy metodologię wyceny działalności deweloperskiej. Bieżące projekty zostały włączone do modelu DCF, pozostałe zaś zostały ujęte jako czynnik zwiększający wycenę spółki w postaci wartości likwidacyjnej posiadanych gruntów deweloperskich.

Segment dróg i kolei

Przewidujemy, że w 2009 roku Polimex Mostostal wygeneruje około 1,05 mld PLN przychodów w segmencie, z tego 500 mln PLN wygeneruje Torpol, pozostałą część zaś zakład Z-10 zajmujący się budownictwem drogowym. Wraz z podwyższeniem prognozy przychodów w segmencie, obniżamy prognozę rentowności do 6,5%. Nie jest to związane ze zmianą postrzegania przez nas perspektyw segmentu, lecz raczej z oczekiwanym podpisaniem kontraktu na budowę odcinka A1. W ramach kontraktu, około 30% własnymi siłami wykona Polimex, lecz w rachunku zysków i strat wykaże całość przychodów. W efekcie, rentowność na realizacji prac w zakresie budownictwa drogowego wyniesie około 4,5% (oczekiwana rentowność Torpolu: 8%).

Wycena porównawcza akcji Polimexu Mostostalu

Wycena porównawcza akcji Polimexu Mostostalu

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/S 2010P
Budimex	9,53	10,35	5,16	5,80	0,41	0,30
Erbud	8,05	11,31	5,91	8,81	0,31	0,33
Elektrobudowa	10,74	9,89	8,94	8,62	0,71	0,70
Mostostal Warszawa	8,21	10,47	4,05	5,11	0,33	0,33
PBG	12,28	12,77	9,08	9,13	1,02	0,85
Mediana	9,53	10,47	5,91	8,62	0,41	0,33
Polimex Mostostal	8,96	10,51	5,74	6,12	0,28	0,29
Premia (dyskonto)	-6,00%	0,35%	-2,92%	-29,06%	-30,68%	-11,19%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

W oparciu o wycenę porównawczą, Polimex wyceniony jest z 12,8% dyskontem do spółek porównywalnych, przy wykorzystaniu wskaźników P/E i EV/EBITDA za rok 2009 i 2010. Po wyłączeniu z wyceny porównawczej PBG oraz Elektrobudowy, Polimex Mostostal jest notowany z premią w wysokości 5,6%. 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 3,6 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (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



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	4 909,0	4 763,9	5 031,3	5 716,0	6 242,5	6 749,6	7 204,8	7 611,8	8 042,9	8 347,3	
<i>zmiana</i>	13,7%	-3,0%	5,6%	13,6%	9,2%	8,1%	6,7%	5,6%	5,7%	3,8%	
EBITDA	328,9	304,7	311,1	358,8	400,5	430,6	453,0	477,6	502,7	462,7	
<i>marża EBITDA</i>	6,7%	6,4%	6,2%	6,3%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	5,5%	
Amortyzacja	81,3	99,1	101,3	103,5	105,7	107,9	110,1	112,3	113,4	56,7	
EBIT	247,6	205,6	209,8	255,3	294,8	322,7	342,8	365,3	389,2	406,0	
<i>marża EBIT</i>	5,0%	4,3%	4,2%	4,5%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%	
Opodatkowanie EBIT	27,2	10,3	10,5	12,8	48,6	61,3	65,1	69,4	74,0	77,1	
NOPLAT	220,3	195,3	199,3	242,5	246,1	261,4	277,7	295,9	315,3	328,9	
CAPEX	-264,9	-132,3	-121,3	-123,5	-125,7	-127,9	-130,1	-132,3	-133,4	-56,7	
Kapitał obrotowy	-77,9	11,3	-35,1	-76,9	-73,6	-68,0	-65,8	-62,1	-66,2	-43,1	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-41,1	173,4	144,1	145,6	152,5	173,4	191,9	213,8	229,1	285,8	294,3
<i>WACC</i>	10,0%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	92,3%	83,6%	75,6%	68,2%	61,5%	55,2%	49,6%	44,6%	40,1%	36,2%	
PV FCF	-37,9	144,9	108,9	99,3	93,8	95,8	95,3	95,4	91,8	103,5	
WACC	10,0%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
Koszt długu	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,1%	
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	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	11,0%	5,0%	5,0%	5,0%	16,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	29%	21%	17%	13%	7%	1%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	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)	3 872,7										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 403,0										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	890,7										
Wartość firmy (EV)	2 293,6										
Dług netto	550,0										
Wartość likwidacyjna gruntów	49,2										
Udziałowcy mniejszościowi	226,1										
Wartość firmy	1 566,7										
Liczba akcji (mln.)	476,7										
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,3										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
Cena docelowa	3,6										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,8										
P/E('09) dla ceny docelowej	11,0										
Udział TV w EV	61%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

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

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	2 483,4	3 720,5	4 316,7	4 909,0	4 763,9	5 031,3
<i>zmiana</i>	<i>34,2%</i>	<i>49,8%</i>	<i>16,0%</i>	<i>13,7%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>5,6%</i>
Koszt własny sprzedaży	2 239,1	3 398,3	3 884,4	4 423,3	4 331,9	4 582,5
Zysk brutto na sprzedaży	244,3	322,2	432,2	485,7	432,0	448,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,1%</i>	<i>8,9%</i>
Koszty sprzedaży	-28,1	-28,3	-31,7	-34,7	-33,0	-34,9
Koszty ogólnego zarządu	-106,6	-137,1	-180,8	-198,4	-188,6	-199,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	3,6	1,5	-5,0	-4,8	-5,0
EBIT	98,5	160,4	221,2	247,6	205,6	209,8
<i>zmiana</i>	<i>34,5%</i>	<i>62,8%</i>	<i>37,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>2,0%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,2%</i>
Wynik na działalności finansowej	-5,3	-15,4	-67,7	-47,1	-45,5	-40,0
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-1,7	4,4	4,3	2,7	2,1	2,3
Zysk brutto	91,5	149,4	157,8	203,1	162,2	172,0
Podatek dochodowy	17,4	32,7	15,1	22,3	8,1	8,6
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	11,5	16,6	20,9	26,4	22,5	23,9
Zysk netto	62,6	100,1	121,9	154,3	131,6	139,5
<i>zmiana</i>	<i>46,2%</i>	<i>59,9%</i>	<i>21,8%</i>	<i>26,7%</i>	<i>-14,8%</i>	<i>6,0%</i>
<i>marża</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,8%</i>
Amortyzacja	31,2	45,0	71,5	81,3	99,1	101,3
EBITDA	129,7	205,4	292,8	328,9	304,7	311,1
<i>zmiana</i>	<i>28,1%</i>	<i>58,4%</i>	<i>42,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>2,1%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,2%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	471,7	476,7	476,7	476,7	476,7	476,7
EPS	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
ROAE	19,3%	15,0%	11,9%	13,4%	10,0%	9,5%
ROAA	4,6%	4,5%	3,9%	4,3%	3,4%	3,5%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	1 631,8	2 801,4	3 434,3	3 780,5	3 895,4	4 111,6
Majątek trwały	417,8	983,2	1 368,9	1 552,5	1 560,7	1 580,7
WNIIP	19,6	437,6	500,3	500,3	500,3	500,3
Rzeczowe aktywa trwałe	261,7	426,4	709,3	857,9	891,1	911,1
Inwestycje długoterminowe	110,9	80,9	71,5	106,5	81,5	81,5
Pozostałe	25,6	38,3	87,8	87,8	87,8	87,8
Majątek obrotowy	1 213,9	1 818,2	2 065,3	2 228,0	2 334,6	2 530,9
Zapasy	168,8	348,9	418,8	388,3	396,9	420,5
Należności	872,8	1 289,6	1 346,6	1 620,0	1 572,1	1 660,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,8	9,8	15,2	15,2	15,2	15,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	163,5	169,9	284,7	204,6	350,5	434,9
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
PASYWA	1 631,8	2 801,4	3 434,3	3 780,5	3 895,3	4 111,6
Kapitał własny	354,9	983,0	1 057,4	1 238,6	1 403,7	1 543,3
Kapitał mniejszości	93,9	102,6	114,5	114,5	92,2	92,2
Zobowiązania długoterminowe	293,0	461,5	646,2	646,2	646,2	646,2
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	171,3	329,9	438,6	438,6	438,6	438,6
Rezerwy	61,1	92,6	103,0	103,0	103,0	103,0
Pozostałe	60,6	39,0	104,7	104,7	104,7	104,7
Zobowiązania krótkoterminowe	890,0	1 254,4	1 616,2	1 781,2	1 753,2	1 829,9
Pożyczki i kredyty	83,2	229,4	316,0	316,0	316,0	316,0
Zobowiązania wobec dostawców	762,6	897,7	1 189,3	1 354,3	1 326,3	1 403,1
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	44,2	127,2	110,9	110,9	110,9	110,9
Dług	254,5	559,3	754,6	754,6	754,6	754,6
Dług netto	91,0	389,4	469,8	550,0	404,1	319,7
(Dług netto / Kapitał własny)	25,6%	39,6%	44,4%	44,4%	28,8%	20,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,7	1,9	1,6	1,7	1,3	1,0
BVPS	0,8	2,1	2,2	2,6	2,9	3,2

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	43,6	-203,8	396,6	228,7	307,9	267,4
Zysk netto	62,6	100,1	121,9	154,3	131,6	139,5
Amortyzacja	31,2	45,0	71,5	81,3	99,1	101,3
Kapitał obrotowy	-93,8	-463,0	214,5	-77,9	11,3	-35,1
Pozostałe	43,7	114,1	-11,3	70,9	65,9	61,6
Przepływy inwestycyjne	-120,0	-97,1	-342,9	-288,7	-150,0	-143,0
CAPEX	-58,4	-143,7	-355,3	-264,9	-132,3	-121,3
Inwestycje kapitałowe	-42,1	46,9	0,0	2,7	-20,1	2,3
Pozostałe	-19,5	-0,2	12,4	-26,4	2,5	-23,9
Przepływy finansowe	122,1	257,7	82,2	-20,2	-11,9	-40,0
Emisja akcji	10,9	0,0	0,0	26,9	33,6	0,0
Dług	-50,5	109,6	126,5	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-6,9	-8,5	-4,6	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	168,5	156,7	-39,6	-47,1	-45,5	-40,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	45,7	-43,1	135,9	-80,2	145,9	84,4
Środki pieniężne na koniec okresu	148,3	143,1	279,0	198,8	344,7	429,1
DPS (PLN)	0,01	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00
FCF	-56,5	-442,8	66,1	-41,1	173,4	144,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	4,0%	2,6%	8,2%	5,3%	3,2%	2,4%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	22,1	14,0	11,5	9,1	10,6	10,0
P/CE	14,7	9,6	7,2	5,9	6,1	5,8
P/BV	3,9	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
P/S	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	-3,6%	-23,4%	3,5%	-2,2%	9,2%	7,7%
EV/EBITDA	12,1	9,2	6,5	5,8	6,2	6,0
EV/EBIT	15,9	11,8	8,6	7,7	9,1	9,0
EV/S	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
DYield	0,5%	0,6%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	2,93					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	471,7	476,7	476,7	476,7	476,7	476,7
MC (mln PLN)	1382,1	1396,8	1396,8	1396,8	1396,8	1396,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	93,9	102,6	114,5	114,5	92,2	92,2
EV (mln PLN)	1 567,0	1 888,8	1 900,7	1 900,7	1 878,4	1 878,4



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

Analicycy:

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

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 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 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 progностycznych 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	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-08-04	2008-08-05	2008-10-24	2008-11-07	2008-11-25
kurs z dnia rekomendacji	5,70	5,85	2,62	3,32	3,40
WIG w dniu rekomendacji	42017,93	41628,12	26273,30	27976,81	26964,31