

19 listopada 2010

Komentarz specjalny



Budownictwo

Polska

Trakcja Polska

TRKC. WA; TRK PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Połączenie z Tiltra Group bardzo ryzykowne

Obecna cena: 4,78 PLN; Cena docelowa: 4,16 PLN

Trakcja Polska zawarła warunkową umowę utworzenia grupy kapitałowej z litewską spółką Tiltra Group. W skład zajmującej się budownictwem drogowym Grupy wchodzi m.in. takie polskie spółki zależne jak PEUIM i Poldim. Całkowita cena za aktywa Tiltry to 777,5 mln PLN, kwota składa się z płatności gotówkowej (152 mln PLN), emisji aportowej akcji Trakcji Polskiej (328,3 mln PLN, emisja po 4,56 PLN/akcję), obligacji Trakcji Polskiej (292,5 mln PLN) oraz warrantów pozwalających na nabycie akcji Trakcji Polskiej (4,7 mln PLN). Warranty pozwalają na objęcie dodatkowych 47,2 mln nowych akcji Trakcji Polskiej po 6 PLN do dnia 29 października 2013. Zgodnie z prezentacją spółki, Tiltra ma w 2011 roku wygenerować 1,549 mld PLN przychodów, 132 mln PLN EBITDA i 64 mln PLN zysku netto. Przy długi netto Grupy na poziomie 229,4 mln PLN (na koniec 2010 roku) oznaczałoby to P/E 2011 = 12,1 i EV/EBITDA 2011 = 7,6. Parametry te są stosunkowo zbliżone z wycenami spółek budowlanych na GPW (relatywnie niskie P/E, ale porównywalne na tle branży EV/EBITDA). Przy wykorzystaniu wskaźnika EV/S Tiltra wydaje się droga (EV/S 2011 = 0,65). Problemem może być to, że prognozy zakładają stosunkowo wysoką marżę netto (4,1%), zaś prognoza przychodów jest poparta portfelem zamówień jedynie w 48%. Zarząd tłumaczy to specyfiką spółki (Tiltra realizuje relatywnie krótkie kontrakty, często o długości budowy około roku). Faktem jednak jest, że portfele zamówień konkurencyjnych spółek podwykonawczych Erbudu i Unibepu są w większym stopniu zapełnione. Większość dużych przetargów drogowych w Polsce jest już za nami. W dłuższym terminie czynnikiem ryzyka jest oczekiwany spadek wydatków GDDKiA w latach 2012+, w krótszym - możliwa erozja marż, z uwagi na spiętrzenie prac w latach 2011-2012. Na tle konkurencji spółkę broni duży udział własny w wykonawstwie kontraktu (70%, Trakcja: 50%).

Transakcja niesie również poważne implikacje bilansowe. Tiltra ma 229,4 mln PLN długi netto. W wyniku transakcji Trakcja wyemituje obligacje za 292,5 mln PLN i wykorzysta prawie całą posiadaną gotówkę netto. W efekcie, Trakcja stanie się najbardziej zadłużoną polską spółką budowlaną (zadłużenie w Polimexie zaciągnięte jest pod aktywa produkcyjne). Uważamy, że tak duży poziom zadłużenia, sięgający około 500 mln PLN (2,9 dług/EBITDA) jest bardzo ryzykowny w branży, w której brakuje indeksacji w kontraktach budowlanych, a jedynym kryterium w przetargach publicznych jest cena. Zadłużenie połączonego podmiotu byłoby w relacji do EBITDA porównywalne z długiem ABM Solid i znacznie większe, niż zadłużenie PBG i Polimex Mostostal (na koniec 2010 1,9 dług/EBITDA, dług pod aktywa produkcyjne). Większość spółek w branży posiada gotówkę netto. Aby transakcja doszła do skutku, konieczne jest uzyskanie zgody 80% akcjonariuszy na WZA. Naszym zdaniem, na bazie informacji przekazanych przez spółkę, transakcja jest zdecydowanie zbyt ryzykowna, zaś na wskaźniku EV/S Tiltra wydaje się droga.

Wyniki i bilans Tiltra Group, wskaźniki wyceny (2008-2011P)

(mln PLN)	2008/2009	2009/2010	H 2010/2011	2010P	2011P
Przychody	1 187,9	1 249,3	850	1 405	1 549
EBITDA	127,7	127,4	65,9	121	132
EBIT	92	88,8	46,5	-	-
Zysk netto	63,4	59,4	33,7	72	64
marża %	5,3%	4,8%	4,0%	5,1%	4,1%
Środki pieniężne	40	38	-	-	-
Kapitał własny	166,8	187,4	-	-	-
Dług netto	284,7	229,4	-	-	-
Należności - zobowiązania	99,5	76,4	-	-	-
Wartość transakcji	777,5	777,5	777,5	777,5	777,5
EV	1 062,2	1 006,9	-	-	-
P/E	12,3	13,1	-	10,8	12,1
EV/EBITDA	8,3	7,9	-	-	-
EV/S	0,9	0,8	-	-	-
P/S	0,7	0,6	-	0,6	0,5
P/BV	4,7	4,1	-	-	-

Źródło: Trakcja Polska, Tiltra Group, DI BRE Banku S.A.; lata 2008/2009, 2009/2010 i 2010/2011 zgodnie z rokiem obrotowym Tiltra (koniec roku w marcu)

Prognozy przychodów na rok 2011 a portfel zleceń

Prognozy na rok 2011 zakładają wzrost przychodów i zysku netto. Uważamy, że taki wzrost przychodów może nie być przesadzony, gdyż większość rozstrzygnięć dużych przetargów drogowych w Polsce mamy już za sobą. Poniżej prezentujemy portfel zamówień Grupy Tiltr, zgodnie z rokiem obrotowym Tiltr (koniec w marcu każdego roku). O ile nie obawiamy się o działalność na Litwie, która bazuje na małych i średnich kontraktach o terminie realizacji ok. roku, czynnikiem ryzyka może być kontraktacja w Polsce. Zarząd Tiltr spośród interesujących Grupę kontraktów wymienia:

- Budowę obwodnicy Augustowy (szacując wartość na 1,5 mld PLN)
- Budowę obwodnicy Olsztyna (650 mln PLN)
- Budowę obwodnicy Wilna (200 mln PLN)
- Przebudowę autostrady na Litwie (200 mln PLN)

Portfel zleceń Tiltr Group

(mln PLN)	2010/2011	2011/2012
Litwa	152	176
Polska	298	566
Suma	450	742

Źródło: Trakcja Polska, Tiltr Group, dane na koniec Q3 2010

Dodatkowo, w październiku i listopadzie Tiltr złożyła najkorzystniejsze oferty na kwotę około 50 mln PLN.

Największe realizowane obecnie kontrakty drogowe

(mln PLN)	Wartość	Rozpoczęcie	Zakończenie
A1 Stryków - Sójki	444,5	lip-10	kwi-12
ul. Gen. Maczka w Białymstoku	130,2	lis-09	lip-11
Zachodnia obwodnica Wilna	145,7	mar-09	lis-10
Rondo Jakai w Kłajpedzie	106,8	lut-09	lis-10
Estakada, A1 Sośnica - Maciejów	81,5	cze-09	cze-11

Źródło: Trakcja Polska, Tiltr Group

Rentowność 4,1% a wyniki branży

Prognozy na rok 2011 zakładają 4,1% rentowności netto. Założenie to wydaje nam się stosunkowo odważne, na tle branży, którą charakteryzuje duży poziom konkurencji oraz ryzyko wzrostu kosztów budowy dróg. Historycznie, w czasach bardzo dobrej koniunktury (lata 2007-2008) spółki z krajów Bałtyckich prezentowały bardzo dobre wyniki finansowe (marże netto na poziomie 5-10%). Sytuacja znacząco zmieniła się w latach kolejnych. Obecnie wyniki są bardzo zróżnicowane. Spośród notowanych na OMX firm z krajów Bałtyckich:

- Nordecon (Estonia) generuje straty netto i EBIT, a także boryka się ze znacznym spadkiem portfela zamówień.
- Mekro Ehitus (Estonia) i Panevezio Statybas Trestas (Litwa) prezentują zróżnicowane wyniki - marże netto za ostatnie kwartały sięgają od -23% do +10,7%.
- Skumulowane wyniki Merko Ehitus (Estonia) za 4 miesiące dają marżę netto = 2,9% i marżę EBIT = 3,4%. Portfel zamówień spółki zaczął rosnąć. Wyniki mogą być trudne do porównywania, ze względu na prowadzenie przez spółkę działalności deweloperskiej.
- Skumulowane wyniki Panevezio Statybas Trestas (Litwa) za 4 miesiące dają marżę netto zbliżoną do zera i marżę EBIT = -3,2%.
- Skumulowane wyniki Nordecon (Estonia) dają za 4 miesiące marżę netto = -14% i marżę EBIT = -15%.

Spółki drogowe, przejęte przez Unibep i Erbud, po wygenerowaniu przez nie rekordowych wyników przed transakcją przejęcia, również radzą sobie słabo. Akwizycje Erbudu i Unibepu były znacznie mniejsze wartościowo i przez to zdecydowanie mniej ryzykowne. Przyzwyczajenie radzi sobie Mostostal Zabrze (marże EBIT drogownictwa za ostatnie lata = 3,2-5,5%). Bardzo dobre wyniki prezentuje Budimex, choć naszym zdaniem wynika to z opóźnionego rozliczenia bardzo wysokiej rentowności starych zleceń. Z uwagi na duży udział sił własnych w realizacji prac w przypadku spółek Erbudu, Unibepu i Mostostalu Zabrze, uważamy, że spółki te są porównywalne do Tiltr Group.

Wyniki spółek drogowych - Erbud i Unibep

(mln PLN)	3Q 2010			2009			2008		
	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Zysk netto	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Zysk netto	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Zysk netto
Erbud	83,0	1,3	-3,4	98,3	9,3	3,0	65,4	6,8	2,8
Unibep	49,6	1,8	-	29,3	1,4	-	-	-	-

Źródło: Erbud, Unibep

Wyniki segmentu drogownictwa Mostostal Zabrze

(mln PLN)	3Q 2010			2009			2008		
	Przychody	EBIT	Zysk brutto	Przychody	EBIT	Zysk brutto	Przychody	EBIT	Zysk brutto
Mostostal Zabrze	193,4	7,3	8,7	238,9	7,6	8,0	164,4	9,1	6,2

Źródło: Mostostal Zabrze

Wyniki Nordecon International (Estonia)

(tys. EUR)	Q3 2010	Q2 2010	Q1 2010	Q4 2009	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008	Q1 2008
Przychody	37 856	26 153	11 248	28 323	47 457	40 547	37 750	60 399	67 175	70 119	49 436
Zysk brutto ze sprzedaży	2 344	-1 372	-1 517	-1 848	5 168	3 036	2 355	2 925	4 683	8 780	6 478
Marża %	6,2%	-5,2%	-13,5%	-6,5%	10,9%	7,5%	6,2%	4,8%	7,0%	12,5%	13,1%
Koszty ogólne jako % przychodów	1 180 3,1%	1 177 4,5%	1 296 11,5%	2 040 7,2%	2 106 4,4%	1 923 4,7%	2 533 6,7%	3 015 5,0%	3 009 4,5%	3 335 4,8%	2 833 5,7%
EBIT	954	-2 555	-2 912	-10 951	2 521	554	-224	1 903	2 168	5 364	3 901
Marża %	2,5%	-9,8%	-25,9%	-38,7%	5,3%	1,4%	-0,6%	3,2%	3,2%	7,6%	7,9%
Zysk netto	-1 934	-2 530	-1 316	-8 727	2 828	903	-129	-621	3 273	3 715	3 018
Marża %	-5,1%	-9,7%	-11,7%	-30,8%	6,0%	2,2%	-0,3%	-1,0%	4,9%	5,3%	6,1%
Backlog (mln EUR)	89,4	89,4	88,6	97,8	103,0	100,2	109,6	141,9	194,5	204,3	215,3

Źródło: Nordecon International (dawniej Eesti Ehitus)

Wyniki Merko Ehitus (Estonia)

(tys. EUR)	Q3 2010	Q2 2010	Q1 2010	Q4 2009	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008	Q1 2008
Przychody	55 415	38 858	31 996	54 186	56 593	92 537	38 934	70 402	75 420	151 618	71 554
Zysk brutto ze sprzedaży	4 611	4 708	3 740	4 371	7 051	10 694	5 548	10 667	8 208	29 339	15 032
Marża %	8,3%	12,1%	11,7%	8,1%	12,5%	11,6%	14,2%	15,2%	10,9%	19,4%	21,0%
EBIT	2 038	2 451	1 655	-98	3 683	4 853	2 635	-4 894	3 927	21 658	11 370
Marża %	3,7%	6,3%	5,2%	-0,2%	6,5%	5,2%	6,8%	-7,0%	5,2%	14,3%	15,9%
Koszty ogólne jako % przychodów	2 707 4,9%	2 504 6,4%	2 659 8,3%	3 245 6,0%	3 432 6,1%	6 176 6,7%	2 816 7,2%	5 385 7,6%	4 143 5,5%	7 574 5,0%	3 660 5,1%
Zysk netto	742	3 382	1 113	-254	2 604	4 929	2 028	-3 024	3 240	18 153	9 841
Marża %	1,3%	8,7%	3,5%	0,5%	4,6%	5,3%	5,2%	-4,3%	4,3%	12,0%	13,8%
Backlog (mld EEK)	2,6	2,4	2,0	1,3	1,6	1,8	2,9	3,0	3,6	n/a	n/a

Źródło: Merko Ehitus

Wyniki Panevezio Statybas Trestas (Litwa)

(tys. LTL)	Q2 2010	Q1 2010	Q4 2009	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008	Q2 2008	Q1 2008
Przychody	72 777,2	26 149,7	39 476,8	37 587,2	57 150,5	44 458,1	114 569,3	213 598,4	164 701,5	90 203,8
Zysk brutto ze sprzedaży	10 641,7	3 378,0	8 126,0	6 383,6	7 461,0	6 579,7	23 969,0	43 404,7	21 982,3	10 167,7
Marża %	14,6%	12,9%	20,6%	17,0%	13,1%	14,8%	20,9%	20,3%	13,3%	11,3%
Koszty ogólne jako % przychodów	7 157,6 9,8%	4 001,7 15,3%	21 493,1 54,4%	5 077,3 13,5%	8 709,6 15,2%	4 234,7 9,5%	9 518,6 8,3%	31 086,4 14,6%	11 213,4 6,8%	5 552,9 6,2%
EBIT	7 045,2	-623,7	-13 367,1	1 306,2	-1 248,6	2 345,0	14 450,4	12 318,3	10 768,8	4 614,8
Marża %	9,7%	-2,4%	-33,9%	3,5%	-2,2%	5,3%	12,6%	5,8%	6,5%	5,1%
Zysk netto	7 791,8	606,1	-9 071,8	1 030,0	-1 600,8	1 614,8	10 706,0	12 441,4	7 671,9	3 962,3
Marża %	10,7%	2,3%	-23,0%	2,7%	-2,8%	3,6%	9,3%	5,8%	4,7%	4,4%

Źródło: Panevezio Statybas Trestas

60% Poldimu kupione za 71 mln PLN?

W skład Tiltra Group wchodzi dwie firmy - Kauno Tiltai i Tiltra AB. Kauno Tiltai jest największą spółką z branży budownictwa drogowego na rynku krajów Bałtyckich. Kauno Tiltai posiada udziały polskiej firmy PEUIM (północno-wschodnia Polska), Tiltra AB zaś udziały Poldim (południowa Polska). Łącznie Poldim i PEUIM tworzą największą w Polsce grupę firm zajmujących się budownictwem drogowym, która była możliwa do przejęcia. Firmy Tiltra Group zatrudniają 2,5 tys. pracowników i mają własne wytwórnie mas bitumicznych, betonu, czy kamieniołomy (relatywnie więcej aktywów produkcyjnych i maszyn, niż przykładowo w Budimexie). PEUIM został przejęty w 2007 roku, zaś Poldim w roku 2009. O przejęcie Poldim starała się też Pol-Aqua i ABM Solid. Zgodnie z nieoficjalnymi informacjami prasowymi, Tiltra za 60% akcji Poldim zapłaciła 71 mln PLN. Dawaloby to wycenę całej firmy na poziomie 118,3 mln PLN. Naszą uwagę zwraca to, że Tiltra nabyła Poldim znacznie taniej (dla wszystkich wskaźników wyceny), niż cena, za którą Trakcja ma objąć udziały Tiltra. Trakcja i Tiltra tłumaczy, że akcje były kupowane w sytuacji konfliktu akcjonariuszy, co jest źródłem dyskont w cenie nabycia.

Wyniki finansowe i wskaźniki wyceny Poldim (nabycie przez Tiltra)

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009
Przychody	332,6	469,2	428,9	598,9
EBITDA	35,5	25,5	41,4	42,6
EBIT	26,1	11,5	23,2	26,3
marża %	7,8%	2,5%	5,4%	4,4%
Zysk netto	20,4	5,0	15,2	11,7
marża %	6,1%	1,1%	3,6%	1,9%
Dług netto			41,2	26,4
Wartość transakcji przejęcia			118,3	118,3
EV			159,5	144,7
P/E			7,8	10,1
EV/EBITDA			3,9	3,4
P/S			0,28	0,20
EV/S			0,37	0,24

Źródło: Nieoficjalne informacje prasowe, DI BRE Banku. S.A., Monitor Polski B

Akcjonariat przed i po transakcji, okazje inwestycyjne?

Głównymi akcjonariuszami Tiltra Group są Invalda i NDX Energia (VP Group). Invalda i VP Group to fundusze private equity. Invalda posiada około 45% akcji Tiltra Group. Kapitalizacja Invalda na OMX to obecnie około 122 mln EUR. Istnieje szansa na to, że Tiltra wyceniona jest w bilansie Invalda po wartości historycznej, tzn. transakcja generowałaby duży wzrost wartości funduszu. Po transakcji udział obecnych akcjonariuszy Trakcji w połączonym podmiocie spadnie do 69%. W dalszych horyzoncie można również przewidywać dalsze rozwodnienie (umowa przyznaje akcjonariuszom Tiltra warranty, uprawniające do objęcia 47,2 mln udziałów w połączonym podmiocie po 6 PLN do końca października 2013 roku). Nawet w scenariuszu, gdyby transakcja doszła do skutku, zaś od dnia dzisiejszego, kurs Trakcji rósł jedynie o WACC, przyszłe rozwodnienie jest realnym ryzykiem i hamulcem dla większych wzrostów kursu.

Akcjonariat przed i po transakcji

	Przed transakcją	Po transakcji	Po transakcji i wykorzystaniu warrantów
Comsa EMTE	50,6%	34,9%	29,0%
Invalda		12,5%	17,2%
Zarząd Tiltry		7,7%	10,6%
ING OFE	9,4%	6,5%	5,4%
NDX Energia		4,5%	6,2%
Pozostali akcjonariusze Tiltra		6,3%	8,7%
Pozostali akcjonariusze Trakcji	40,0%	27,6%	22,9%
Suma	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Trakcja Polska, Tiltra Group

Komponenty płatności za akcje Tiltra Group

(mln PLN)	Wartość	Opis
Gotówka	152,0	Wykorzystanie gotówki netto Trakcji
Emisja akcji Trakcji	328,3	72 mln akcji nowej emisji (aport), cena emisji: 4,56 PLN/akcję
Obligacje	292,5	Niezabezpieczone obligacje o terminie wykupu XII.2013, kupon 7%
Warranty	4,7	47,2 mln trzyletnich warrantów, pozwalających na objęcie 47,2 mln akcji Trakcji po 6 PLN
Suma	777,5	

Źródło: Trakcja Polska, Tiltra Group

Potencjalna współpraca Trakcji i Tiltry

Zarząd Trakcji uważa, że transakcja przyniesie wzrost dywersyfikacji Grupy, pewną, choć raczej nie dużą, optymalizację kosztową oraz ułatwi Trakcji rozwój w ramach budownictwa tramwajowego (kompetencje szynowe i drogowe), a także budowy Rail Baltica i Kolei Dużych Prędkości. W przypadku budownictwa tramwajowego, pewne synergie mogą wystąpić, choć podobny efekt można osiągnąć zawiązując konsorcjum. Koleje Dużych Prędkości i Rail Baltica to „pieśń przyszłości” (dopiero wytyczono trasę Rail Baltica). Działalności Tiltry może też pomóc posiadanie przez Trakcję koncesji na prowadzenie transportu kolejowego (transport kruszywu). Naszym zdaniem ewentualne synergie są jednak mniejsze, niż ryzyka związane z wzrostem poziomu zadłużenia.

Powstanie najbardziej zadłużona spółka budowlana na GPW

W wyniku transakcji powstanie naszym zdaniem najbardziej zadłużona spółka budowlana na GPW. Dług Polimexu zaciągnięty został pod aktywa produkcyjne. Dług PBG finansuje należności z kontraktów ekologicznych, w których Cash flow jest istotnie opóźniony (specyfika zleceń). Trakcja zaciągnie bardzo duży dług na przejęcie. Tiltra na koniec 31 marca 2010 miała 229,4 mln PLN długu. Trakcja, w celu przeprowadzenia transakcji:

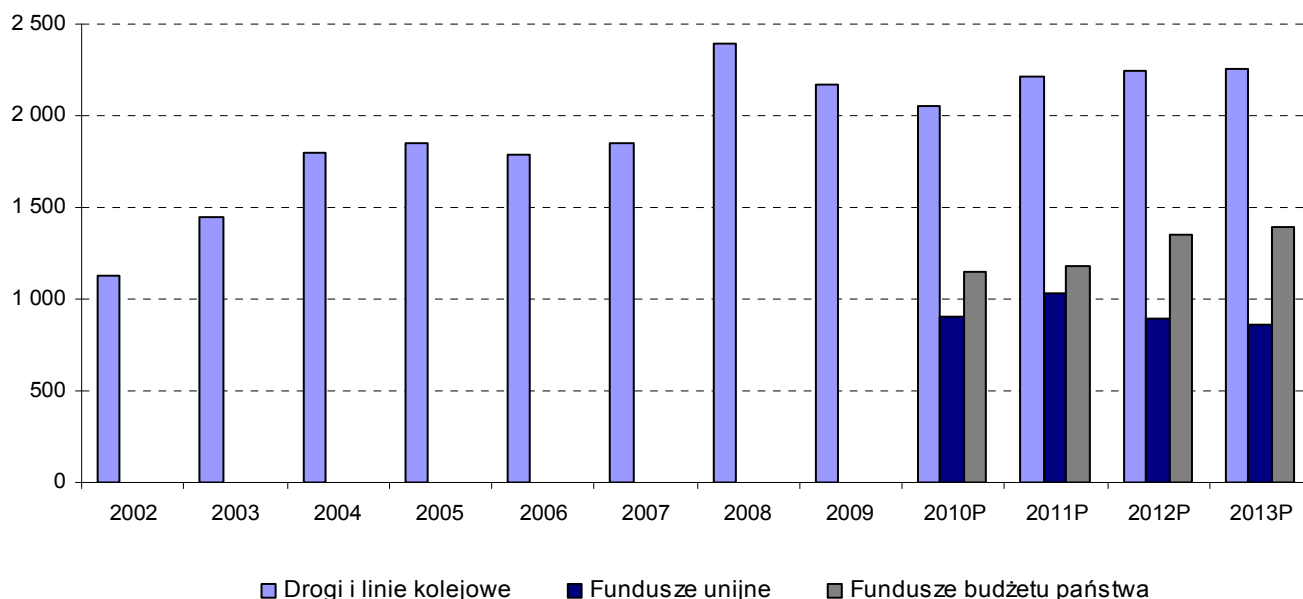
- wykorzysta 152 mln PLN gotówki;
- wyemituje obligacje na 292,5 mln PLN.

W efekcie, dług netto połączonego podmiotu sięgnie około 500 mln PLN, z czego znaczna część będzie długiem wobec nowych akcjonariuszy.

Rynek drogowy w Polsce i na Litwie

Podtrzymujemy opinię, że w Polsce rynek drogowy w roku 2011 osiągnie swój szczyt (ok. 30 mld PLN wydatków na budowę dróg), aby z roku na rok konwergować następnie do poziomu ok. 15 mld PLN wydatków w roku 2013. Nasz scenariusz jest zbliżony ze scenariuszem rozpatrywanym przez Budimex. Uważamy, że obecnie już wszystkie ważne drogi (autostrady na Euro 2012) są zakontraktowane i nie będzie ogłaszane wiele nowych przetargów (rosnące zadłużenie państwa, ryzyko podwyżki podatków, zbliżające się wybory parlamentarne). Litewski rynek drogowy i kolejowy na odmianną jest znacznie mniejszy niż w Polsce (wartość około 2 mld PLN). Rynek ten zgodnie z prognozami LAKD (odpowiednik GDDKiA) powinien być stabilny. W 2009 roku na rynku nastąpiło załamanie, widoczne w dużym spadku wydatków (kurs LTL/EUR jest stały, w 2009 roku złotówka była bardzo słaba, stąd na poniższym wykresie efekt ten nie jest widoczny).

Skala i prognozowany rozwój rynku drogowego na Litwie



Źródło: Trakcja Polska, Tiltra Group, w oparciu o LAKD i LG



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:

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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. 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatúra, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PGE, Robyng, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.