

2 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	67,50 PLN
Cena docelowa	68,60 PLN
Kapitalizacja	1,36 mld PLN
Free float	0,43 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,57 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Acciona	50,09%
OFE PZU Złota Jesień	17,80%
Pozostali	32,11%

Strategia dotycząca sektora

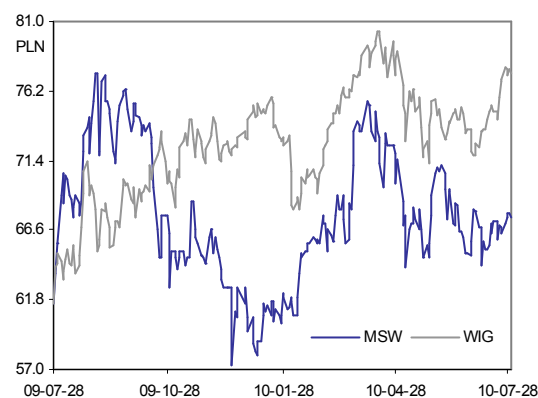
Wraz z malejącym udziałem kontraktów podpisanych w oparciu o ceny z roku 2008 w portfelu zamówień spółek, ryzyko inwestowania w spółki budowlane rośnie. Potencjał do zaskoczeń pozytywnych dostrzegamy w przypadku segmentu energetycznego. Na tle całej branży budowlanej, którą postrzegamy sceptycznie (niedowierzając), rekomendujemy przeważanie małych i średnich spółek nad największymi.

Profil spółki

Grupa Kapitałowa Mostostal Warszawa jest jedną z największych polskich firm budowlanych. Spółka jest generalnym wykonawcą obiektów kubaturowych, przemysłowych oraz infrastrukturalnych. Zajmuje się także budownictwem chemicznym, energetycznym i ekologicznym.

Ważne daty

31.08 - Publikacja raportu za 1H2010
15.11 - Publikacja raportu za 3Q2010

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Mostostal Warszawa Trzymaj

MOWA.WA; MSW.PW

(Obniżona)

Bezpieczeństwo kosztem niższych marż

W 2009 roku, wraz z pogorszeniem się koniunktury w branży budowlanej i wzrostem konkurencji, Mostostal zdecydował się na ograniczenie ryzyka związanego z pozyskiwaniem kontraktów. Spółka skoncentrowała się na małych i średnich, powtarzalnych zleceniach z segmentu publicznego, przez 2009 i 2010 rok prezentowała też bardzo ostrożne podejście do największych kontraktów drogowych. W efekcie, ryzyko spektakularnych strat na jednym z realizowanych dużych kontraktów jest w przypadku Mostostalu najmniejsze na tle największych firm budowlanych. Niestety, małe kontrakty z segmentu publicznego były pozyskiwane w środowisku bardzo dużej konkurencji. Mostostal musiał też rywalizować z mniejszymi, lokalnymi firmami, charakteryzującymi się często niższym poziomem kosztów. W efekcie, pomimo, iż ryzyko jednorazowych strat jest małe, małe kontrakty z segmentu publicznego prawdopodobnie charakteryzują się niską marżą. Oczekujemy niewielkiego spadku przychodów r/r w 2010 roku, co związane jest z mniejszą ilością pozyskanych zleceń, niż w roku poprzednim. W związku z oczekiwaną niższą rentownością kontraktów, obniżamy prognozy wyników Mostostalu na lata kolejne. Już od Q3 2010 w przychodach Mostostalu będą dominowały nowe kontrakty budowlane o słabszych marżach. Mimo to, uważamy, że na tle największych graczy (PBG, Budimex, Polimex Mostostal), wycena Mostostalu Warszawa wygląda najatrakcyjniej (najniższe EV/EBITDA). Sądzymy również, że segment energetyczny może oferować spółce interesujący długoterminowy potencjał, kontrakty energetyczne pojawiają się jednak dopiero w wynikach finansowych za rok 2012. Obniżamy rekomendację do **trzymaj**.

Sojusz z Rafako szansą na przyszłość

Uważamy, że szansą na rozwój w segmencie energetycznym dla Mostostalu jest sojusz z Rafako. Kompetencje obu firm bardzo dobrze się uzupełniają. Problemem mogą być możliwe opóźnienia w rozstrzygnięciach kontraktów energetycznych. Uważamy, że realnym ryzykiem jest scenariusz, w którym przed rozstrzygnięciem dużych kontraktów energetycznych rynek zdyskontuje słabsze wyniki spółki.

Niejasne perspektywy rentowności zleceń drogowych

Nasze duże zainteresowanie wzbudziło otwarcie kopert w przetargu na budowę autostrady A4 na odcinku Rzeszów - węzeł Wierzbnia. Oferty złożyły jedynie 3 spółki: Polimex i Doprastav (2,2 mld PLN), Autostrada Wschodnia i Mapa Insaat Ve Ticaret (2,4 mld PLN) oraz Mostostal Warszawa i Acciona (3,0 mld PLN). Kosztorys inwestorski wyniósł 2,0 mld PLN. Zgodnie z naszymi informacjami, GDDKiA zaczęła obniżać kosztorysy inwestorskie, zaś obecny kosztorys jest raczej bardzo niski. Sądzymy też, że niska konkurencja w przetargu może wynikać z wypełnienia portfeli innych spółek kontraktami pozyskanymi po nieatrakcyjnych cenach (niechęć do starania się o kolejne ryzykowne duże kontrakty o trudnych do przewidzenia kosztach).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	2 211,3	2 712,1	2 585,0	2 789,4	3 026,7
EBITDA	144,6	209,1	134,7	134,7	160,0
marża EBITDA	6,5%	7,7%	5,2%	4,8%	5,3%
EBIT	121,9	181,2	97,7	96,7	121,1
Zysk netto	81,1	117,3	79,6	76,4	93,9
P/E	16,6	11,5	17,0	17,7	14,4
P/CE	13,0	9,3	11,6	11,8	10,2
P/BV	4,0	2,8	2,7	2,5	2,3
EV/EBITDA	8,1	5,2	9,0	9,0	7,2
DYield	0,4%	0,5%	4,3%	2,9%	2,8%

Wycena akcji Mostostalu Warszawa

Akcje Mostostalu Warszawa wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 68,6 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 1,7% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie akcji Mostostalu.

Wycena akcji Mostostalu Warszawa

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	62,3	75%
Wycena metodą porównawczą	66,9	25%
Średnia	63,5	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%	
Cena docelowa	68,6	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Mostostalu Warszawa metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Mostostalu Warszawa są duże spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. Mostostal Warszawa notowany jest z premią w wysokości 4,1% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2010-2012).

Wycena porównawcza akcji Mostostalu Warszawa

	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Budimex	13,1	15,0	14,9	10,4	10,4	10,0
Erbud	12,3	12,6	11,2	8,7	8,2	6,9
Elektrobudowa	16,5	14,8	12,7	10,2	8,7	7,3
PBG	15,3	14,9	14,4	10,7	10,5	9,9
Polimex Mostostal	16,0	17,6	12,2	10,2	10,1	8,0
Rafako	17,3	14,7	13,4	9,4	7,4	6,2
Trakcja Polska	16,3	17,1	12,9	8,9	8,8	5,8
Unibep	14,0	14,5	7,4	10,6	10,6	5,6
Mediana	15,6	14,8	12,8	10,2	9,4	7,1
Mostostal Warszawa	17,0	17,7	14,4	9,0	9,0	7,2
Premia (dyskonto)	8,4%	19,0%	12,4%	-11,4%	-5,0%	1,0%
Waga wskaźnika	20,0%	20,0%	10,0%	20,0%	20,0%	10,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,9% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	2 585,0	2 789,4	3 026,7	3 250,9	3 462,3	3 659,4	3 858,9	4 037,6	4 204,0	4 353,1	
<i>zmiana</i>	-4,7%	7,9%	8,5%	7,4%	6,5%	5,7%	5,5%	4,6%	4,1%	3,5%	
EBITDA	134,7	134,7	160,0	171,3	182,5	190,5	198,4	199,7	200,1	202,0	
<i>marża EBITDA</i>	5,2%	4,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	4,9%	4,8%	4,6%	
Amortyzacja	37,0	38,0	38,9	39,9	41,0	42,0	43,1	43,1	43,1	43,1	
EBIT	97,7	96,7	121,1	131,4	141,6	148,5	155,4	156,6	157,0	158,9	
<i>marża EBIT</i>	3,8%	3,5%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,7%	3,7%	
Opodatkowanie EBIT	18,6	18,4	23,0	25,0	26,9	28,2	29,5	29,8	29,8	30,2	
NOPLAT	79,2	78,3	98,1	106,4	114,7	120,3	125,8	126,9	127,2	128,7	
CAPEX	-48,1	-45,6	-46,7	-47,9	-49,2	-50,4	-51,7	-48,3	-46,5	-43,1	
Kapitał obrotowy	-140,2	-20,1	12,7	-13,8	-13,0	-11,5	-11,6	-9,2	-8,3	-7,9	
FCF	-72,2	50,7	103,0	84,7	93,5	100,4	105,6	112,5	115,4	120,9	124,5
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	95,8%	86,4%	77,9%	70,2%	63,3%	57,1%	51,5%	46,4%	41,9%	37,9%	
PV FCF	-69,1	43,8	80,2	59,5	59,2	57,3	54,4	52,2	48,3	45,7	
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,6%	
Koszt długu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	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	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	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)	1 638,0										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	620,0										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	431,5										
Wartość firmy (EV)	1 051,5										
Dług netto	-338,6										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	143,2										
Wartość firmy	1 246,8										
Liczba akcji (mln)	20,0										
Wartość firmy na akcję (PLN)	62,3										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%										
Cena docelowa	67,4										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	5,2										
P/E('09) dla ceny docelowej	11,5										
Udział TV w EV	50%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	63,6	65,5	67,7	70,3	73,1
WACC -0,5pp	63,4	65,4	67,6	70,1	72,9
WACC	63,3	65,2	67,4	69,9	72,7
WACC +0,5pp	63,1	65,0	67,2	69,7	72,5
WACC +1,0pp	62,9	64,8	67,0	69,5	72,3

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 188,1	1 928,4	2 211,3	2 712,1	2 585,0	2 789,4	3 026,7
<i>zmiana</i>	42,0%	62,3%	14,7%	22,7%	-4,7%	7,9%	8,5%
Koszt własny sprzedaży	1 123,1	1 822,2	1 994,0	2 399,9	2 392,4	2 592,4	2 796,8
Zysk brutto na sprzedaży	65,0	106,2	217,3	312,2	192,6	197,0	229,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,5%	5,5%	9,8%	11,5%	7,5%	7,1%	7,6%
Koszty sprzedaży	-0,8	-0,8	-1,1	-2,2	-1,0	-1,1	-1,2
Koszty ogólnego zarządu	-54,5	-59,2	-74,8	-89,9	-87,9	-94,8	-102,9
Pozostała działalność operacyjna netto	11,5	12,7	-19,5	-38,9	-6,0	-4,3	-4,7
EBIT	21,2	58,9	121,9	181,2	97,7	96,7	121,1
<i>zmiana</i>	-395,5%	178,0%	107,0%	48,7%	-46,1%	-1,0%	25,2%
<i>marża EBIT</i>	1,8%	3,1%	5,5%	6,7%	3,8%	3,5%	4,0%
Wynik na działalności finansowej	-2,0	1,3	1,0	-5,1	8,2	8,4	10,0
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,3	2,2	-3,3	-6,7	0,9	1,1	1,2
Zysk brutto	19,5	62,3	119,5	169,5	106,9	106,1	132,3
Podatek dochodowy	-1,5	-3,7	-27,2	-43,5	-20,3	-20,2	-25,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	1,1	5,7	11,2	8,7	6,9	9,6	13,2
Zysk netto	17,0	52,9	81,1	117,3	79,6	76,4	93,9
<i>zmiana</i>	-	211,7%	53,2%	44,6%	-32,1%	-4,0%	22,9%
<i>marża</i>	1,4%	2,7%	3,7%	4,3%	3,1%	2,7%	3,1%
Amortyzacja	19,4	19,6	22,8	27,9	37,0	38,0	38,9
EBITDA	40,6	78,5	144,6	209,1	134,7	134,7	160,0
<i>zmiana</i>	275,4%	93,2%	84,3%	44,6%	-35,6%	0,0%	18,8%
<i>marża EBITDA</i>	3,4%	4,1%	6,5%	7,7%	5,2%	4,8%	5,3%
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	4,1	5,9	4,0	3,8	4,7
CEPS	2,1	3,6	5,2	7,3	5,8	5,7	6,6
ROAE	10,9%	20,8%	26,1%	28,6%	16,2%	14,6%	16,5%
ROAA	2,8%	6,0%	7,1%	8,4%	5,3%	4,9%	5,6%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	750,2	1 009,0	1 275,8	1 504,9	1 521,7	1 615,7	1 730,2
Majątek trwały	165,5	184,2	246,4	361,8	372,9	380,5	388,3
WNIp	1,2	1,2	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	2,2	4,2	1,0	5,7	5,7	5,7	5,7
Rzeczowe aktywa trwałe	139,5	150,7	188,1	285,0	296,1	303,7	311,5
Inwestycje długoterminowe	1,5	1,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Pozostałe	21,2	26,8	54,3	68,5	68,5	68,5	68,5
Majątek obrotowy	584,6	824,8	1 029,4	1 143,1	1 148,8	1 235,2	1 341,9
Zapasy	30,7	54,6	41,3	35,7	71,4	77,4	83,5
Należności	323,2	332,0	516,3	490,0	481,6	473,8	481,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	57,4	147,3	162,0	187,0	297,5	376,0	408,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	170,6	287,7	309,3	429,2	297,1	306,8	368,2
Inne	2,7	3,2	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	750,2	1 009,0	1 275,8	1 504,9	1 521,7	1 615,7	1 730,2
Kapitał własny	224,3	284,9	337,7	482,5	503,4	540,0	595,7
Kapitał mniejszości	54,4	59,5	65,3	73,7	73,7	73,7	73,7
Zobowiązania długoterminowe	50,2	34,4	46,0	74,5	73,7	74,0	74,4
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	24,1	16,5	29,0	60,1	60,1	60,1	60,1
Rezerwy i inne	26,1	17,9	17,0	14,4	13,6	13,9	14,3
Zobowiązania krótkoterminowe	421,2	630,2	826,8	874,3	871,0	928,0	986,3
Pożyczki i kredyty	16,8	29,3	30,1	30,4	30,4	30,4	30,4
Zobowiązania wobec dostawców	249,1	311,7	338,5	368,5	367,1	397,7	429,1
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	90,0	217,3	283,6	311,6	310,6	336,6	363,1
Inne	65,3	71,9	174,5	163,7	162,8	163,2	163,6
Dług	40,9	45,8	59,1	90,6	90,6	90,6	90,6
Dług netto	-129,7	-241,9	-250,2	-338,6	-206,6	-216,2	-277,6
(Dług netto / Kapitał własny)	-57,8%	-84,9%	-74,1%	-70,2%	-41,0%	-40,0%	-46,6%
(Dług netto / EBITDA)	-3,2	-3,1	-1,7	-1,6	-1,5	-1,6	-1,7
BVPS	13,2	14,2	16,9	24,1	25,2	27,0	29,8



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	43,9	101,7	66,9	213,8	-26,6	96,2	149,6
Zysk netto	17,0	52,9	81,1	117,3	79,6	76,4	93,9
Amortyzacja	19,4	19,6	22,8	27,9	37,0	38,0	38,9
Kapitał obrotowy	42,3	-28,8	32,5	18,1	-10,2	-9,7	-8,7
Pozostałe	-34,8	58,0	-69,5	50,5	-133,0	-8,5	25,4
Przepływy inwestycyjne	-11,6	28,9	-25,7	-69,5	-55,1	-55,1	-60,0
CAPEX	-11,8	28,3	-22,3	-66,8	-48,1	-45,6	-46,7
Inwestycje kapitałowe	-36,5	-21,6	-43,6	-70,9	-48,1	-45,6	-46,7
Pozostałe	36,7	22,1	40,3	68,2	41,2	36,0	33,5
Przepływy finansowe	74,9	-13,5	-19,7	-24,4	-50,4	-31,5	-28,2
Emisja akcji	117,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-40,0	-9,1	-10,4	-14,8	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-0,9	-5,2	-6,2	-58,7	-39,8	-38,2
Pozostałe	-3,0	-3,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	107,2	117,1	21,5	119,9	-132,1	9,6	61,4
Środki pieniężne na koniec okresu	170,6	287,7	309,3	429,2	297,1	306,8	368,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,3	0,3	2,9	2,0	1,9
FCF	-5,3	68,3	11,6	137,8	-72,2	50,7	103,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,0%	-1,5%	1,0%	2,5%	1,9%	1,6%	1,5%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	67,6	25,5	16,6	11,5	17,0	17,7	14,4
P/CE	31,5	18,6	13,0	9,3	11,6	11,8	10,2
P/BV	5,1	4,7	4,0	2,8	2,7	2,5	2,3
P/S	1,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
FCF/EV	-0,5%	5,9%	1,0%	12,7%	-5,9%	4,2%	9,0%
EV/EBITDA	26,4	14,9	8,1	5,2	9,0	9,0	7,2
EV/EBIT	50,7	19,8	9,6	6,0	12,5	12,5	9,5
EV/S	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
DYield	0,0%	0,1%	0,4%	0,5%	4,3%	2,9%	2,8%
Cena (PLN)	67,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
MC (mln PLN)	1148,4	1350,0	1350,0	1350,0	1350,0	1350,0	1350,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	54,4	59,5	65,3	73,7	73,7	73,7	73,7
EV (mln PLN)	1 073,2	1 167,6	1 165,1	1 085,1	1 217,1	1 207,5	1 146,1



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, 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

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

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

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
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej 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 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. 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 Mostostal Warszawa

Rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2009-11-04	2009-11-17	2009-12-02	2010-03-12	2010-04-07	2010-05-06
kurs z dnia rekomendacji	66,00	70,00	68,00	69,00	77,00	68,30
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	40785,58	39905,57	41004,33	43562,01	41287,90