

30 lipca 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>4,74 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>4,27 PLN</b>
Kapitalizacja	2,18 mld PLN
Free float	1,41 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	8,02 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Pionier Pekao IM	9,01%
ING OFE	8,70%
OFE PZU	8,61%
AVIVA OFE BZ WBK	5,92%
Polimex-Cekop Development	2,83%
Pozostali	64,93%

**Strategia dotycząca sektora**

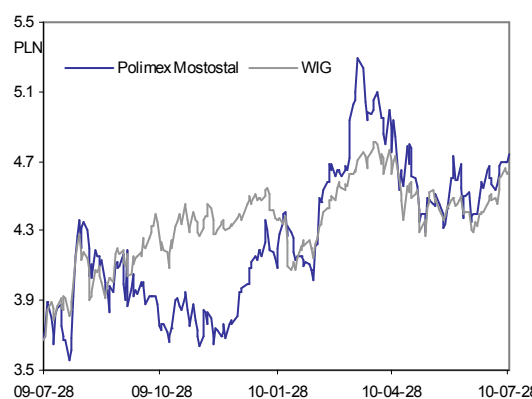
Wraz z malejącym udziałem kontraktów podpisanych w oparciu o ceny z roku 2008 w portfelu zamówień spółek, ryzyko inwestowania w spółki budowlane rośnie. Potencjał do zaskoczeń pozytywnych dostrzegamy w przypadku segmentu energetycznego. Na tle całej branży budowlanej, którą postrzegamy sceptycznie (niedowierzaj),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

**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**

31.08.2010 - wyniki 1H 2010  
09.11.2010 - wyniki 3Q 2010

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Polimex Mostostal Redukuj

MOSD.WA; PXM.PW

(Obniżona)

## Zbyt wysoki konsensus czynnikiem ryzyka

Polimex jest jedną ze spółek, które w największym stopniu mogą skorzystać na inwestycjach sektora energetycznego w budowę nowych bloków. Niestety, inwestycje te mają tendencję do opóźniania się. Nawet jeśli Polimexowi uda się pod koniec 2010 roku pozyskać duży kontrakt na budowę nowego bloku energetycznego, istotnie wpłynie on na wyniki dopiero w roku 2012 (pierwsze prace budowlane w II połowie 2011 roku). Sądzymy, że w międzyczasie, w latach 2010-2011, wyniki Polimexu mogą zaskakiwać negatywnie. Rok 2010 jest trudniejszy dla mniejszych spółek z segmentu chemicznego i energetycznego pod względem pozyskiwania zleceń. Związane jest to m.in. z przejściowym wyhamowaniem rozpoczynania nowych inwestycji w 2009 roku. W zakresie wyrobów stalowych sytuacja również jest trudniejsza niż w roku ubiegłym, Polimexowi udaje się utrzymać duże wolumeny, niestety, kosztem niższych marż. Znacznie gorzej przedstawia się sytuacja segmentu produkcji w wybranych spółkach zależnych, w tym w Coiferze, czy Energomontażu Pólnoc. Z uwagi na te czynniki, uważamy, że konsensus prognoz, budowany w oparciu o deklaracje zarządu Polimexu z początku 2010 roku, jest zbyt wysoki. Nasze zaktualizowane prognozy EBIT i zysku netto na lata 2010-2011 są o odpowiednio 10-30% niższe od oczekiwań konsensusu prognoz. Uważamy, że już wyniki Q2 2010 mogą zaskakiwać negatywnie i powodować korektę naszym zdaniem zbyt optymistycznych prognoz. Z uwagi na związane z tym ryzyko, a także ryzyko opóźniających się przetargów energetycznych, obniżamy cenę docelową z 5,16 PLN do 4,27 PLN i zalecenie inwestycyjne do „redukuj”.

**Procedury przetargowe w segmencie energetycznym**

W 2010 roku dostrzegamy szanse na rozstrzygnięcie przetargów modernizacyjnych w Bełchatowie (2-3 mld PLN, rozstrzygnięcie najwcześniej lipiec-sierpień 2010), przetargu na budowę bloku w Siekierach (3 mld PLN, rozstrzygnięcie najwcześniej w Q4 2010) oraz przetargu na budowę bloków w Opolu (9-10 mld PLN, rozstrzygnięcie na przełomie 2010 i 2011 roku). Niestety, w segmencie energetycznym na porządku dziennym są opóźnienia tak w rozstrzygnięciu zleceń, jak i w realizacji kontraktu. Istnieje ryzyko że najpierw Polimex zaprezentuje 1-2 kwartały słabszych wyników, potem zaś dopiero będą mogły być pozyskane nowe duże zlecenia. Duże kontrakty energetyczne pojawiają się w wynikach spółek dopiero w 2012/2013 roku.

**Uwaga na jakość wyników finansowych**

Uważamy, że w 2010 i 2011 roku Polimex może ratować słabszy wynik netto rozpoznawaniem ulg podatkowych z tytułu inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej. Taki scenariusz uwzględniamy w prognozach. W efekcie, odchylenia w stosunku do konsensusu prognoz są większe na poziomie EBIT, niż na poziomie wyniku netto.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	4301,7	4836,7	4504,9	4760,7	5251,9
EBITDA	298,5	343,6	294,9	286,0	346,1
marża EBITDA	6,9%	7,1%	6,5%	6,0%	6,6%
EBIT	228,1	264,9	193,5	184,7	243,9
Zysk netto	120,1	156,4	142,1	140,5	202,6
P/E	18,1	13,9	15,8	17,4	12,1
P/CE	11,4	9,3	9,2	10,1	8,0
P/BV	2,1	1,8	1,6	1,6	1,4
EV/EBITDA	9,2	8,4	10,1	10,0	7,9
DYield	0,2%	0,2%	0,8%	0,0%	0,0%

## Prognoza wyników Polimexu w Q2 2010

Oczekujemy niższych przychodów w Q2 2010, niż w roku ubiegłym. Spadek przychodów r/r to głównie efekt zmiany zasad księgowości (brak ujęcia w przychodach przychodów konsorcjantów, w przypadku, gdy Polimex jest liderem konsorcjum). Bardziej istotna niż spadek przychodów jest stosunkowo niska oczekiwana marża brutto na sprzedaży (Q2 2010: 10,6%, Q2 2009: 11,2%, przy przychodach zawyżonych o 100-150 mln PLN ze względu na zaliczany do przychodów udział konsorcjantów). Zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami, głównym czynnikiem ryzyka pozostają wyniki spółek zależnych Polimexu, działających w segmencie chemii i energetyki. Baza wyników za rok 2009 była rewelacyjnie wysoka, zaś sytuacja na rynku pod względem zamówień jest gorsza, niż w roku ubiegłym. Gorzej niż zakładaliśmy, choć jednocześnie lepiej niż w Q1 2010, prezentuje się sytuacja w zakresie segmentu produkcji.

Przewidujemy koszty ogólne działalności na poziomie niewiele wyższym niż w Q1 2010 (Q2 2010: 56,8 mln PLN, Q1 2010: 55,2 mln PLN) oraz zakładamy pozostałe koszty operacyjne netto na poziomie 1,3 mln PLN. Pozostałe koszty finansowe netto zgodnie z prognozą wyniosą 14,1 mln PLN, zaś zysk podmiotów stowarzyszonych 1,25 mln PLN. Podobnie jak w poprzednich kwartałach zakładamy, że efekt różnic kursowych i wyceny instrumentów pochodnych będzie się wzajemnie równoważył. Oczekujemy, że już w Q2 2010 Polimex aktywuje istotną część oszczędności podatkowych związanych z inwestycją w specjalnej strefie ekonomicznej, poprawiając w ten sposób ostateczny wynik netto. Przewidujemy efektywną stopę podatkową na poziomie 5%. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wynik akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie 2,2 mln PLN, zysk netto zaś 32,6 mln PLN (-14,2% r/r).

### Prognoza wyników Polimexu w Q2 2010

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	IH2010P	IH2009	zmiana
Przychody	1015,0	1176,4	-13,7%	1786,8	2053,7	-13,0%
EBITDA	75,3	86,8	-13,2%	133,0	163,8	-18,8%
marża	7,4%	7,4%	-	7,4%	8,0%	-
EBIT	49,5	65,8	-24,8%	81,3	123,3	-34,1%
Zysk brutto	36,6	55,5	-34,0%	58,3	106,7	-45,4%
Zysk netto	32,6	37,9	-14,2%	49,4	72,1	-31,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Prognoza wyników Polimexu w Q2 2010 w segmentach działalności

	Przychody	Wynik brutto na sprzedaży	Rentowność %
Produkcja	165,0	25,9	15,7%
Budownictwo	305,0	31,1	10,2%
Energetyka	195,0	17,9	9,2%
Chemia	165,0	16,0	9,7%
Drogi i kolej	185,0	16,7	9,0%
Suma	1015,0	107,6	10,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Konsensus prognoz wyników Polimexu a prognoza DI BRE

Uważamy, że słabsze wyniki Q2 2010 spowodują korektę konsensusu prognoz wyników Polimexu, który naszym zdaniem jest zbyt wysoki. Nasze aktualne prognozy EBIT i zysku netto na lata 2010-2011 są o odpowiednio 10 – 30% niższe niż konsensus prognoz. Uważamy, że rok 2010 będzie gorszy pod względem wyniku netto niż rok 2009. Zwracamy też uwagę na gorszą oczekiwaną strukturę wyniku (duży spadek kosztów podatkowych ze względu na niższą efektywną stopę podatkową). Sądzymy, że inwestycje sektora energetycznego na dobre wpłyną dopiero na wyniki 2012 roku. Rok 2011 upłynie pod znakiem rozstrzygnięć przetargów i projektowania, w przypadku pozyskania nowych, dużych zleceń. Pierwsze prace budowlane w zakresie budowy nowych bloków energetycznych rozpoczną się prawdopodobnie dopiero w II połowie 2011 roku. W efekcie uważamy, że duża poprawa rezultatów spółki już w roku 2011 r/r również nie wydaje się realna. Rok 2011 powinien przynieść zmianę struktury wyników Polimexu. O ile w 2010 roku za gorszy r/r wynik odpowiadają pozostałe jednostki Grupy (segment energetyki, chemii i produkcji w spółkach zależnych), o tyle w 2011 roku obawiamy

się o wyniki jednostki (efekt wejścia w życie nowych kontraktów, segment dróg i kolei oraz budownictwa).

### Konsensus prognoz wyników Polimexu na rok 2010 (mln PLN)

Numer prognozy	Przychody	EBIT	Zysk netto
1	4 737,0	249,0	142,0
2	4 596,0	235,0	158,0
3	4 953,0	263,0	161,0
4	4 706,0	248,0	-
5	5 091,0	-	215,0
6	4 503,0	210,0	157,0
7	4 760,0	236,0	155,0
8	4 707,0	274,0	170,0
9	4 939,0	269,0	169,0
Mediana	4 737,0	248,5	159,5
Stara prognoza DI BRE	4 503,0	210,0	157,0
Odchylenie od konsensusu	-4,9%	-15,5%	-1,6%
Nowa prognoza DI BRE	4 504,9	193,5	142,1
Odchylenie od konsensusu	-4,9%	-22,1%	-10,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg

### Konsensus prognoz wyników Polimexu na rok 2011 (mln PLN)

Numer prognozy	Przychody	EBIT	Zysk netto
1	5 051,0	288,0	171,0
2	4 838,0	242,0	177,0
3	5 455,0	274,0	187,0
4	4 938,0	252,0	-
5	5 562,0	-	283,0
6	4 761,0	217,0	172,0
7	4 893,0	214,0	158,0
8	4 839,0	280,0	196,0
9	5 296,0	285,0	204,0
Mediana	4 938,0	263,0	182,0
Stara prognoza DI BRE	4 761,0	217,0	172,0
Odchylenie od konsensusu	-3,6%	-17,5%	-5,5%
Nowa prognoza DI BRE	4 760,7	184,7	140,5
Odchylenie od konsensusu	-3,6%	-29,8%	-22,8%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg

## Wycena akcji Polimexu Mostostalu

Akcje Polimexu Mostostal wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 4,27 PLN/akcję, w związku z tym rekomendujemy redukcję akcji Polimexu.

### Wycena akcji Polimexu Mostostal

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	3,78	75%
Wycena metodą porównawczą	4,47	25%
Średnia	3,95	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>4,27</b>	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Wycena akcji Polimex Mostostal metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Polimex Mostostal są duże spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. Polimex Mostostal notowany jest z premią w wysokości 9,0% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2010-2012).

### Wycena porównawcza akcji Polimex Mostostal

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

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 5,8% (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
- Korygujemy liczbę akcji o maksymalne rozwodnienie wynikające w programie motywacyjnego oraz o akcje własne będące w posiadaniu Polimex-Cekop Development
- Uwzględniamy konsolidację spółek zależnych od Q4 2010 roku, tak w prognozach, jak i w liczbie akcji



## Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>4 504,9</b>	<b>4 760,7</b>	<b>5 251,9</b>	<b>5 764,7</b>	<b>6 248,2</b>	<b>6 601,6</b>	<b>6 969,7</b>	<b>7 342,3</b>	<b>7 665,6</b>	<b>7 970,6</b>	
<i>zmiana</i>	-6,9%	5,7%	10,3%	9,8%	8,4%	5,7%	5,6%	5,3%	4,4%	4,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>294,9</b>	<b>286,0</b>	<b>346,1</b>	<b>392,2</b>	<b>422,0</b>	<b>441,9</b>	<b>456,7</b>	<b>471,1</b>	<b>481,8</b>	<b>494,0</b>	
<i>marża EBITDA</i>	6,5%	6,0%	6,6%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%	6,4%	6,3%	6,2%	
Amortyzacja	101,3	101,3	102,2	103,9	105,6	107,3	109,0	110,5	111,0	111,0	
<b>EBIT</b>	<b>193,5</b>	<b>184,7</b>	<b>243,9</b>	<b>288,3</b>	<b>316,4</b>	<b>334,6</b>	<b>347,7</b>	<b>360,6</b>	<b>370,7</b>	<b>382,9</b>	
<i>marża EBIT</i>	4,3%	3,9%	4,6%	5,0%	5,1%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	
Opodatkowanie EBIT	9,7	9,2	12,2	47,6	60,1	63,6	66,1	68,5	70,4	72,8	
<b>NOPLAT</b>	<b>183,8</b>	<b>175,4</b>	<b>231,7</b>	<b>240,8</b>	<b>256,3</b>	<b>271,0</b>	<b>281,6</b>	<b>292,1</b>	<b>300,3</b>	<b>310,2</b>	
CAPEX	-42,3	-101,3	-102,2	-118,9	-120,6	-122,3	-124,0	-125,5	-121,0	-111,0	
Kapitał obrotowy	-276,4	-11,8	-72,8	-80,1	-72,5	-40,8	-38,1	-36,5	-33,4	-30,2	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>-33,5</b>	<b>163,6</b>	<b>158,8</b>	<b>145,7</b>	<b>168,8</b>	<b>215,3</b>	<b>228,5</b>	<b>240,6</b>	<b>256,9</b>	<b>280,0</b>	<b>288,4</b>
WACC	10,2%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	96,0%	87,0%	78,6%	71,0%	64,1%	57,8%	52,2%	47,1%	42,5%	38,5%	
PV FCF	-32,2	142,3	124,9	103,5	108,2	124,5	119,3	113,4	109,2	107,7	

<b>WACC</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,6%</b>
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,1%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	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	15%	10%	6%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	3 795,1	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 459,3		<b>2,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 020,8	WACC -1,0pp	3,8	3,9	4,1	4,4	4,6
Wartość firmy (EV)	2 480,0	WACC -0,5pp	3,7	3,9	4,1	4,3	4,6
Dług netto	304,5	WACC	3,7	3,9	<b>4,1</b>	4,3	4,6
Wycena nieruchomości *	25,0	WACC +0,5pp	3,7	3,8	4,0	4,3	4,5
Udziałowcy mniejszościowi	234,0	WACC +1,0pp	3,6	3,8	4,0	4,2	4,5
Wartość firmy	1 966,6						
Liczba akcji (mln) **	520,1						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>3,78</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%						
<b>Cena docelowa</b>	<b>4,08</b>						

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,1
P/E('09) dla ceny docelowej	12,1
Udział TV w EV	59%

\* Wycena gruntów deweloperskich

\*\* liczba akcji korygowana o akcje emisji połączeniowej

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 483,4</b>	<b>3 720,5</b>	<b>4 301,7</b>	<b>4 836,7</b>	<b>4 504,9</b>	<b>4 760,7</b>	<b>5 251,9</b>
<i>zmiana</i>	34,2%	49,8%	15,6%	12,4%	-6,9%	5,7%	10,3%
Koszt własny sprzedaży	2 239,1	3 398,3	3 870,7	4 326,9	4 057,9	4 322,5	4 749,5
Zysk brutto na sprzedaży	244,3	322,2	431,0	509,8	447,0	438,2	502,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	9,8%	8,7%	10,0%	10,5%	9,9%	9,2%	9,6%
Koszty sprzedaży	-28,1	-28,3	-32,3	-26,8	-27,7	-27,7	-28,3
Koszty ogólnego zarządu	-106,6	-137,1	-185,3	-213,2	-220,6	-220,6	-225,0
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	3,6	14,7	-4,9	-5,2	-5,2	-5,3
			77,1				
<b>EBIT</b>	<b>98,5</b>	<b>160,4</b>	<b>228,1</b>	<b>264,9</b>	<b>193,5</b>	<b>184,7</b>	<b>243,9</b>
<i>zmiana</i>	34,5%	62,8%	42,2%	16,1%	-27,0%	-4,6%	32,1%
<i>marża EBIT</i>	4,0%	4,3%	5,3%	5,5%	4,3%	3,9%	4,6%
Wynik na działalności finansowej	-5,3	-15,4	-72,1	-55,5	-38,3	-38,1	-32,5
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	6,2	4,6	4,4	6,3
<b>Zysk brutto</b>	<b>91,5</b>	<b>149,4</b>	<b>158,9</b>	<b>215,6</b>	<b>159,8</b>	<b>151,0</b>	<b>217,7</b>
Podatek dochodowy	17,4	32,7	18,5	40,3	8,0	7,5	10,9
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	11,5	16,6	20,3	18,9	9,7	2,9	4,2
<b>Zysk netto</b>	<b>62,6</b>	<b>100,1</b>	<b>120,1</b>	<b>156,4</b>	<b>142,1</b>	<b>140,5</b>	<b>202,6</b>
<i>zmiana</i>	46,2%	59,9%	20,0%	30,2%	-9,1%	-1,1%	44,2%
<i>marża</i>	2,5%	2,7%	2,8%	3,2%	3,2%	3,0%	3,9%
Amortyzacja	31,2	45,0	70,4	78,6	101,3	101,3	102,2
<b>EBITDA</b>	<b>129,7</b>	<b>205,4</b>	<b>298,5</b>	<b>343,6</b>	<b>294,9</b>	<b>286,0</b>	<b>346,1</b>
<i>zmiana</i>	28,1%	58,4%	45,3%	15,1%	-14,2%	-3,0%	21,0%
<i>marża EBITDA</i>	5,2%	5,5%	6,9%	7,1%	6,5%	6,0%	6,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	455,7	463,6	463,6	463,6	477,7	520,1	520,1
EPS	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
CEPS	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
ROAE	19,3%	15,0%	11,8%	13,6%	10,9%	9,8%	12,6%
ROAA	4,6%	4,5%	3,9%	4,3%	3,7%	3,6%	4,8%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 631,8</b>	<b>2 801,4</b>	<b>3 438,6</b>	<b>3 827,7</b>	<b>3 786,2</b>	<b>4 038,6</b>	<b>4 377,8</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>417,8</b>	<b>983,2</b>	<b>1 381,7</b>	<b>1 685,3</b>	<b>1 626,3</b>	<b>1 626,3</b>	<b>1 626,3</b>
WNIp	19,6	437,6	509,4	517,7	517,7	517,7	517,7
Rzeczowe aktywa trwałe	261,7	426,4	710,8	947,9	888,9	888,9	888,9
Inwestycje długoterminowe	110,9	80,9	76,5	107,8	107,8	107,8	107,8
Pozostałe	25,6	38,3	84,9	111,9	111,9	111,9	111,9
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 213,9</b>	<b>1 818,2</b>	<b>2 056,9</b>	<b>2 142,4</b>	<b>2 159,9</b>	<b>2 412,3</b>	<b>2 751,5</b>
Zapasy	168,8	348,9	395,1	350,9	371,0	412,9	465,2
Należności	872,8	1 289,6	1 347,5	1 328,0	1 441,6	1 523,4	1 680,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,8	9,8	11,2	9,9	9,9	9,9	9,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	163,5	169,9	303,1	453,6	337,4	466,1	595,8
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 631,8</b>	<b>2 801,4</b>	<b>3 438,6</b>	<b>3 827,7</b>	<b>3 786,2</b>	<b>4 038,6</b>	<b>4 377,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>354,9</b>	<b>983,0</b>	<b>1 053,9</b>	<b>1 242,7</b>	<b>1 366,2</b>	<b>1 506,7</b>	<b>1 709,2</b>
Kapitał mniejszości	93,9	102,6	114,9	140,8	118,5	118,5	118,5
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>293,0</b>	<b>461,5</b>	<b>634,5</b>	<b>817,7</b>	<b>817,7</b>	<b>817,7</b>	<b>817,7</b>
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	171,3	329,9	435,9	603,4	603,4	603,4	603,4
Rezerwy	61,1	92,6	101,1	104,1	104,1	104,1	104,1
Pozostałe	60,6	39,0	97,5	110,3	110,3	110,3	110,3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>890,0</b>	<b>1 254,4</b>	<b>1 635,3</b>	<b>1 626,5</b>	<b>1 483,8</b>	<b>1 595,7</b>	<b>1 732,3</b>
Pożyczki i kredyty	83,2	229,4	317,5	154,6	154,6	154,6	154,6
Zobowiązania wobec dostawców	762,6	897,7	1 240,4	1 414,1	1 271,3	1 383,2	1 519,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	44,2	127,2	77,4	57,8	57,8	57,8	57,8
Dług	254,5	559,3	753,4	758,0	758,0	758,0	758,0
Dług netto	91,0	389,4	450,4	304,5	420,6	292,0	162,2
(Dług netto / Kapitał własny)	25,6%	39,6%	42,7%	24,5%	30,8%	19,4%	9,5%
(Dług netto / EBITDA)	0,7	1,9	1,5	0,9	1,4	1,0	0,5
BVPS	0,8	2,1	2,3	2,7	2,9	2,9	3,3



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>43,6</b>	<b>-203,8</b>	<b>355,5</b>	<b>544,4</b>	<b>15,1</b>	<b>271,0</b>	<b>268,6</b>
Zysk netto	62,6	100,1	120,1	156,4	142,1	140,5	202,6
Amortyzacja	31,2	45,0	70,4	78,6	101,3	101,3	102,2
Kapitał obrotowy	-93,8	-463,0	193,1	280,0	-276,4	-11,8	-72,8
Pozostałe	43,7	114,1	-28,1	29,4	48,1	41,0	36,7
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-120,0</b>	<b>-97,1</b>	<b>-303,4</b>	<b>-349,1</b>	<b>-74,3</b>	<b>-104,3</b>	<b>-106,4</b>
CAPEX	-58,4	-143,7	-323,9	-352,1	-42,3	-101,3	-102,2
Inwestycje kapitałowe	-42,1	46,9	0,0	0,0	-22,3	0,0	0,0
Pozostałe	-19,5	-0,2	20,5	3,1	-9,7	-2,9	-4,2
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>122,1</b>	<b>257,7</b>	<b>100,1</b>	<b>-53,3</b>	<b>-56,9</b>	<b>-38,1</b>	<b>-32,5</b>
Emisja akcji	10,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-50,5	109,6	152,6	-44,9	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-6,9	-8,5	-4,6	-4,6	-18,6	0,0	0,0
Pozostałe	168,5	156,7	-47,9	-3,7	-38,3	-38,1	-32,5
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>45,7</b>	<b>-43,1</b>	<b>152,2</b>	<b>142,1</b>	<b>-116,2</b>	<b>128,7</b>	<b>129,7</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	148,3	143,1	295,2	437,4	321,2	449,9	579,6
DPS (PLN)	0,02	0,02	0,01	0,01	0,04	0,00	0,00
FCF	-56,5	-442,8	172,6	196,2	-33,5	163,6	158,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	4,0%	2,6%	7,5%	7,3%	1,4%	2,1%	1,9%

## Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	34,2	21,8	18,1	13,9	15,8	17,4	12,1
P/CE	22,8	15,0	11,4	9,3	9,2	10,1	8,0
P/BV	6,0	2,2	2,1	1,8	1,6	1,6	1,4
P/S	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	-2,4%	-16,6%	6,3%	6,8%	-1,1%	5,7%	5,8%
EV/EBITDA	17,9	13,0	9,2	8,4	10,1	10,0	7,9
EV/EBIT	23,6	16,7	12,0	10,9	15,4	15,5	11,2
EV/S	0,9	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5
DYield	0,3%	0,4%	0,2%	0,2%	0,8%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>4,7</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln) *	455,7	463,6	463,6	520,1	520,1	520,1	520,1
MC (mln PLN)	2141,7	2178,8	2178,8	2444,7	2444,7	2444,7	2444,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	93,9	102,6	114,9	140,8	118,5	118,5	118,5
EV (mln PLN)	2 326,7	2 670,8	2 744,1	2 889,9	2 983,8	2 855,1	2 725,4

\* 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  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

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

#### Analitycy:

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

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

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

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



**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:

**KUPIJ** - 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	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-11-04	2009-11-27	2010-01-06	2010-02-03	2010-03-12	2010-04-07	2010-05-06	2010-06-02
kurs z dnia rekomendacji	3,66	3,70	4,00	4,40	4,65	5,24	4,65	4,44
WIG w dniu rekomendacji	37391,24	39275,95	41052,00	39904,02	41004,33	43562,01	41287,90	40931,54