

18 listopada 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>3,86 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>4,20 PLN</b>
Kapitalizacja	0,62 mld PLN
Free float	0,25 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,12 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

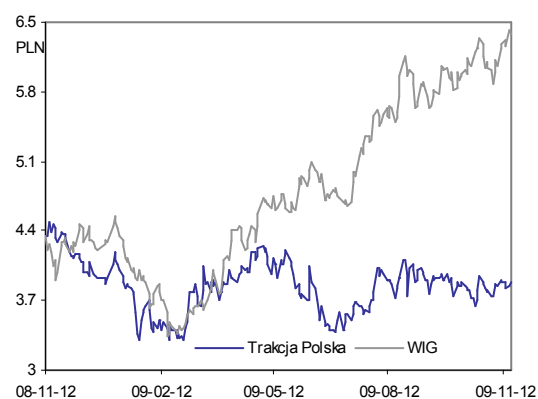
Comsa SA	50,63%
Maciej Radziwiłł	1,48%
ING OFE	6,89%
Pozostali	41,00%

**Strategia dotycząca sektora**

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

**Profil spółki**

Trakcja Polska działa głównie w segmencie budownictwa kolejowego i tramwajowego: świadczy usługi z zakresu robót nawierzchniowych, trakcyjnych, energetycznych, inżynierskich, zajmuje się też instalacją automatyki kolejowej i sieci telekomunikacyjnych. Ponadto, spółka świadczy usługi z zakresu budownictwa drogowego i kubaturowego, prowadzi też działalność deweloperską. Trakcja Polska planuje w najbliższych latach zająć się budową elektrowni wiatrowych.

**Kurs akcji Trakcji Polskiej na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Trakcja Polska Akumuluj

TRKC.WA; TRK.PW

(Obniżona)

## Sytuacja w PKP PLK poprawia się

Infrastruktura kolejowa wymaga znacznego zwiększenia wydatków inwestycyjnych. Historycznie, w latach 2006-2009, udział Trakcji Polskiej w wydatkach inwestycyjnych PKP PLK sięgał około 25%. Zauważamy pozytywne sygnały, świadczące o odblokowaniu się polityki inwestycyjnej w PKP PLK. Prezes PKP PLK deklaruje w mediach, że ma już zapewnione finansowanie na 3,7 mld PLN wydatków inwestycyjnych w 2010 roku, do tego 0,5 mld PLN pragnie pozyskać ze środków UE. Zauważalny jest też wzrost zainteresowania strony rządowej opóźniającymi się procedurami inwestycyjnymi na kolei. Pomimo zauważalnej poprawy w PKP PLK, długość opóźnień w rozstrzygnięciu przetargów przez PKP PLK może wpłynąć negatywnie na wyniki Trakcji Polskiej w 2010 roku (ryzyko spadku przychodów r/r, ryzyko nisko marżowej kontraktacji). Na koniec listopada przesunięto datę złożenia ofert na modernizację LCS Działdowo. Spodziewamy się rozstrzygnięcia w grudniu. Pierwsza data złożenia ofert w przetargu projektuj i buduj na odcinku Warszawa Zachodnia — Skierniewice została wyznaczona na 24 listopada. Realną datą rozstrzygnięcia jest naszym zdaniem dopiero luty 2010 roku. Wyniki Trakcji skalkulowaliśmy w oparciu o prawdopodobieństwa zdobycia poszczególnych kontraktów. Uwzględniamy ryzyko, że opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów wpłyną negatywnie na wyniki Trakcji w 2010 roku. Obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj i cenę docelową z 4,8 PLN do 4,2 PLN. Zwracamy uwagę na gotówkę netto, która na koniec Q3 wyniosła 0,65 PLN na akcję.

**Przetarg na modernizację LCS Działdowo**

Wartość przetargu na modernizację LCS Działdowo może wynieść około 1 mld PLN. Będzie to przetarg otwarty, tzn. każdy będzie mógł złożyć ofertę (część poprzednich przetargów była 2-stopniowa, w II etapie kilka dopuszczonych konsorcjów składało oferty cenowe). Uważamy, że specyfika przetargu powoduje, że rośnie ryzyko nisko marżowej kontraktacji. Spodziewamy się, że z około 5 konsorcjów, które pojawią się w przetargu, 3 złożą poważne oferty. Data złożenia ofert została wyznaczona na 27 listopada, rozstrzygnięcia spodziewamy się w grudniu. Przewidujemy, że ze względu na ryzyko spadku przychodów w Q3 2010, Trakcja będzie starała się pozyskać kontrakt na niskiej marży (zakładamy poziom 6% brutto).

**Przetarg na modernizację linii Warszawa Zachodnia - Skierniewice**

Wartość przetargu na modernizację odcinka Warszawa Zachodnia — Skierniewice wyniesie około 1,1 mld PLN. Jest to przetarg projektuj i buduj. W efekcie, można naszym zdaniem spodziewać się na nim mniejszej konkurencji, z drugiej jednak strony formuła projektowania oznacza, że pierwsze zauważalne przychody z prac budowlanych pojawić się mogą dopiero po pół roku od podpisania kontraktu. Uważamy, że przetarg będzie rozstrzygnięty w lutym 2010 roku, przychody z niego zaś pojawić się mogą w wynikach wykonawcy w znaczącej kwocie w Q4 2010.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	646,8	794,6	733,1	753,0	957,0
EBITDA	35,6	60,9	85,3	51,2	55,8
marża EBITDA	5,5%	7,7%	11,6%	6,8%	5,8%
EBIT	29,6	53,0	75,3	40,7	45,1
Zysk netto	28,7	54,7	67,3	40,0	43,8
P/E	17,5	11,3	9,2	15,4	14,1
P/CE	14,5	9,9	8,0	12,2	11,3
P/BV	3,5	2,0	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA	12,2	4,9	5,2	8,0	6,6
DYield	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Wyniki Q3 2009

Przychody Trakcji, nie skorygowane o efekt instrumentów pochodnych, okazały się zgodne z oczekiwaniami, wyższy był za to zysk brutto na sprzedaży (marża: 19,3%, oczekiwaliśmy 16%). Uważamy, że głównym źródłem pozytywnego zaskoczenia na poziomie marży brutto na sprzedaży są przychody z realizacji instrumentów pochodnych (spółka księguje je na poziomie przychodów). Zmniejszenie zobowiązań z tytułu instrumentów pochodnych wyniosło w Q3 2009 14,2 mln PLN. Traktując tą pozycję jako przybliżenie zysku z realizacji i wyceny instrumentów pochodnych w Q3 2009, można stwierdzić, że przychody na tym zdarzeniu były o 4,6 mln PLN wyższe niż prognozowaliśmy. Po skorygowaniu marży brutto o wielkość różnicy z tytułu instrumentów pochodnych, otrzymujemy marżę brutto na poziomie 16,9%. Gdyby w przychodach w ogóle nie znalazła się wycena instrumentów pochodnych, marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 11,9%.

Koszty ogólne w Q3 2009 wyniosły 6,5 mln PLN, czyli nieznacznie więcej, niż prognozowaliśmy (6,3 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły o 0,6 mln PLN więcej niż oczekiwaliśmy. O 1,4 mln PLN wyższe od oczekiwań były też pozostałe koszty finansowe netto. Ostatecznie, wynik netto na poziomie 22,5 mln PLN jest o 10,7% wyższy od naszej prognozy i o 4,4% wyższy od konsensusu prognoz. W porównaniu do Q2 2009, przepływy operacyjne były dodatnie i wyniosły 30,9 mln PLN (w porównaniu do ujemnego cash flow operacyjnego w I połowie roku w wysokości 143,3 mln PLN, wynikającego z redukcji stanów zaliczek wypłacanych spółce przez PKP PLK).

### Wyniki Q3 2009 vs. prognoza i konsensus prognoz

(mln PLN)	Q3 2009	Q3 2008	zmiana	prognoza DI BRE	różnica	konsensus	różnica
Przychody	193,7	217,7	-11,0%	197,9	-2,1%	208,0	-6,9%
Zysk brutto na sprzedaży	37,3	25,2	48,4%	31,7	17,6%	-	-
%	19,3%	11,6%	-	16,0%	-	-	-
EBIT	29,9	19,1	55,9%	25,1	19,0%	25,0	19,4%
Zysk brutto	28,7	21,4	34,2%	25,3	13,3%	-	-
Zysk netto	22,5	17,5	28,9%	20,4	10,7%	21,6	4,4%

*Źródło: DI BRE Banku S.A., Trakcja Polska*

## Jak duże przetargi mogą wpływać na wyniki spółki?

### Sytuacja w PKP PLK

Rok 2009 przyniósł wyhamowanie polityki inwestycyjnej PKP PLK. Z zapowiadanych dużych przetargów do tej pory udało się rozstrzygnąć jedynie przetarg na LCS Ciechanów, a w zasadzie jedynie jego pierwszą część. Uzasadnienie opóźnień inwestycyjnych w spółce to mieszanka przyczyn natury administracyjnej i finansowej, sądzymy, że oba czynniki w 2009 roku były równie istotne. Obecnie sytuacja w PKP PLK poprawia się, prezes spółki deklaruje, że właściciel infrastruktury kolejowej ma zapewnione finansowanie na 3,7 mld PLN wydatków kapitałowych w 2010 roku, dodatkowe 0,5 mld PLN zaś planuje pozyskać ze środków UE. Zauważalny jest też wzrost zainteresowania strony rządowej programem inwestycyjnym PKP PLK i zaistniałych w nim opóźnieniach. Można stwierdzić, że nie materializuje się jeden z czarnych scenariuszy, zakładający skupienie strony rządowej na inwestycjach drogowych, kosztem inwestycji na kolei. Zakładamy, że budżet inwestycyjny PKP PLK wyniesie w 2010 roku 3,95 mld PLN, z czego wykorzystane zostanie około 3,46 mld PLN (przy niecałych 3 mld PLN w roku 2009). Ze względu na opóźnieniach w rozstrzygnięciu przetargów i ograniczonej wartości pozyskanych w 2009 roku kontraktów, zgodnie z prognozą, udział Trakcji Polskiej w wartości inwestycji PKP PLK spadnie w 2010 roku do 20%. W 2011 roku oczekujemy budżetu PKP PLK na poziomie 4,35 mld PLN, realizacji na poziomie 3,8 mld PLN i udziału Trakcji Polskiej w inwestycjach spółki na poziomie historycznym (25%).

### Portfel zamówień Trakcji Polskiej a wstrzymane procedury przetargowe

Portfel zamówień Trakcji Polskiej na rok 2010 wynosi 340 mln PLN. Przynajmniej jeden duży przetarg byłby w stanie istotnie powiększyć backlog spółki. Kontrakt na LCS Działdowo pozytywnie wpływałby na przychody Trakcji już od Q1 2010 (jest to zwykły kontrakt budowlany, spodziewamy się rozstrzygnięcia w grudniu bieżącego roku). Kontrakt na modernizację odcinka Warszawa Zachodnia – Skierniewice ma formułę projektuj i buduj. Oznacza to, że od podpisania kontraktu do rozpoczęcia robót na istotną skalę może minąć około pół roku. Przewidujemy, że kontrakt na modernizację odcinka Warszawa Zachodnia – Skierniewice ma szansę być rozstrzygnięty w lutym 2010 roku, w efekcie, pierwsze istotne przychody z

kontraktu pojawią się w Q4 2010. Przewidujemy, że w przetargu na modernizację LCS Działdowo pojawi się 5-6 konkurencyjnych ofert, z czego 3 poważne. Około 4 konkurencyjnych konsorcjów spodziewamy się na przetargu na budowę odcinka Warszawa Zachodnia – Skierniewice. Poza wymienionymi dużymi przetargami, w najbliższym czasie widzimy szansę rozstrzygnięcia kilku mniejszych zleceń, w tym odcinka Węglińiec – Legnica i Węglińiec – Zgorzelec (30-35 mln PLN każdy z przetargów, około 6 ofert różnych konsorcjów i firm) i oferty na budowę Szybkiego Tramwaju w Krakowie (szacujemy przychody możliwe do uzyskania przez Trakcję na 1/3 wartość przetargu, czyli około 69 mln PLN, spodziewamy się złożenia 6 ofert w przetargu).

### Portfel zamówień na rok 2010 w rozbiciu na kwartały

(mln PLN)	Całkowita wartość	Przychody Q1 2010	Przychody Q2 2010	Przychody Q3 2010	Przychody Q4 2010
Portfel zleceń	339,6	76,6	168,2	77,4	17,5
Przychody w 2009 roku		102,9	228,2	193,7	208,3
<b>Zapełnienie portfela *</b>		<b>74,4%</b>	<b>73,7%</b>	<b>39,9%</b>	<b>8,4%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., Trakcja Polska; \* portfel zleceń / przychody w 2009 roku

### Marże na kontraktach to pochodna portfela zamówień spółki

Segment budownictwa kolejowego charakteryzuje się niższą konkurencją niż pozostałe segmenty budownictwa. Z drugiej strony, wartość ogłaszanych przetargów jest mniejsza (tzn. większe jest ryzyko związane z pozyskiwaniem poszczególnych zleceń). Uważamy, że marże w budownictwie w dużej części pozostają wypadkową portfela zamówień firmy oraz koniunktury inwestycyjnej. Niska wartość portfela zamówień naturalnie skłania firmę do ofertowania z niską marżą. Takiego scenariusza spodziewamy się w przypadku rozstrzygnięcia przetargu na LCS Działdowo. Uważamy, że zarząd Trakcji nie podejmie ryzyka spadku przychodów w Q3 i Q4 2009 i będzie składać ofertę z niską marżą. Zakładamy, że będzie ona wynosić 6% brutto na sprzedaży. Z drugiej strony, duży portfel zamówień powoduje, że firmy zaczynają ofertować z wyższymi marżami. Ma to miejsce przede wszystkim w momencie skokowego wzrostu rynku inwestycyjnego. W przypadku segmentu budownictwa kolejowego z takim scenariuszem mieliśmy do czynienia w 2007 roku. W roku 2006 wydatki kapitałowe PKP PLK wyniosły 1,376 mld PLN, w roku 2007 zaś już 2,447 mld PLN (+77,8%). Wpłynęło to na rewelacyjną kontraktację Trakcji Polskiej, która w wynikach pojawiła się głównie w 2009 roku (bardzo dobry wynik został „przeniesiony” z 2008 roku na rok 2009, ze względu na wycenę instrumentów pochodnych na skutek wzrostu kursu EUR/PLN). Nie wykluczamy, że w przyszłości realizacja wcześniejszych planów inwestycyjnych resortu infrastruktury może doprowadzić do wzrostu wydatków inwestycyjnych PKP PLK do nawet 5 mld PLN, a w efekcie do pojawienia się dużej liczby przetargów na rynku i wzrostu marż na kontraktach.

### Scenariusz bazowy i scenariusze alternatywne

Dokonałiśmy kalkulacji najbardziej prawdopodobnych wyników Trakcji w 2010 roku. Ze względu na duży wpływ największych przetargów, kalkulacja ta ma charakter wartości oczekiwanej. Sądymy, że Trakcja będzie starała się stosunkowo agresywnie pozyskać kontrakt na budowę LCS Działdowo. Zakładamy, że nie znając efektów akwizycji w przypadku LCS Działdowo, szanse na pozyskanie pozostałych kontraktów są wprost proporcjonalne do ilości biorących w nich udział podmiotów. Poniżej przedstawiamy poszczególne scenariusze, w zależności od pozyskania bądź nie wybranych dużych kontraktów. Scenariusz bazowy opiera się na kalkulacji wartości oczekiwanej z możliwych do zdobycia kontraktów. Scenariusz dużej niepewności również opiera się na kalkulacji wartości oczekiwanej, przy założeniu, że kontrakt na budowę LCS Działdowo nie zostanie zdobyty. Pozostałe scenariusze to scenariusze 'post factum', tzn. przy założeniu zdobycia lub nie poszczególnych dużych kontraktów. Zwracamy uwagę, że bez względu na to, który scenariusz się zrealizuje, wyniki Q1 i Q2 2010 ciągle będą bardzo dobre, gdyż wpłyną na nie głównie pozyskane już przez spółkę zlecenia.

### Scenariusze wyników finansowych Trakcji Polskiej

Nazwa scenariusza	Pozyskanie LCS Działdowo	Pozyskanie Warszawa Zachodnia - Skierniewice
Bazowy	zgodnie z szacunkiem p-stwa	zgodnie z szacunkiem p-stwa
Optymistyczny	tak	nie
Umiarkowanie optymistyczny	nie	tak
Zdecydowanie optymistyczny	tak	tak
Zdecydowanie pesymistyczny	nie	nie
Dużej niepewności	nie	zgodnie z szacunkiem p-stwa

Źródło: DI BRE Banku S.A.

**Wybrane potencjalne kontrakty: prawdopodobieństwa pozyskania i marże**

	Wartość (mln PLN)	Prawdopodobieństwo (%)	Marża brutto na sprzedaży (%)
LCS Ciechanów: podwykonawstwo	30,0	100%	9,0%
LCS Działdowo	1000,0	50%	6,0%
Grodzisk - Skierniewice	1100,0	25%	7,5%
Węglińiec- Legnica	34,4	17%	8,0%
Węglińiec – Zgorzelec	32,4	17%	8,0%
Szybki Tramwaj w Krakowie	69,3	17%	8,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Poniżej przedstawiamy szacunki wyników Trakcji Polskiej w różnych scenariuszach. Zwracamy uwagę, że prawdopodobieństwa w scenariuszach sumują się do 200%, co wynika z tego, że w tabelce uwzględniliśmy tak scenariusze powstałe w oparciu o kalkulacje wartości oczekiwanej, jak i scenariusze 'zerojedynkowe', zakładające zdobycie lub nie poszczególnych przetargów. Dodatkowo, zwracamy uwagę, że nie zdobycie dużych kontraktów przy dużej zmianie przychodów nie powoduje bardzo dramatycznego spadku zysku netto. Jest to związane z charakterystyką przetargów (duże przetargi dają duże przychody, ale małe marże, małe przetargi odwrotnie), zyskiem z działalności deweloperskiej oraz dużymi przychodami odsetkowymi.

**Wyniki Trakcji w 2010 roku w różnych scenariuszach**

Nazwa scenariusza	Prawdopodobieństwo	Przychody	EBIT	Zysk netto	P/E	EV/EBIDTA
Bazowy	50%	753	40,7	40,0	15,5	8,0
Optymistyczny	38%	898	48,3	46,1	13,4	7,0
Umiarkowanie optymistyczny	13%	718	41,1	40,3	15,3	7,9
Zdecydowanie optymistyczny	13%	1118	64,2	59,0	10,5	5,5
Zdecydowanie pesymistyczny	38%	498	25,3	27,5	22,5	11,4
Dużej niepewności	50%	553	29,4	30,8	20,1	10,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Działalność deweloperska Trakcji

**Projekty w toku**

Trakcja realizuje w spółce zależnej PRK-Nieruchomości inwestycję deweloperską w Warszawie przy ul. Oliwskiej. Projekt liczy 82 mieszkania, z czego około połowa jest sprzedana. Inwestycja zakończy się na przełomie 2009 i 2010 roku. Zakładamy, że całość przychodów i zysków z projektu znajdzie się w wynikach 2010 roku. Szacujemy, że projekt powiększy w 2010 roku przychody Trakcji o 30 mln PLN, zysk brutto ze sprzedaży zaś o 5,5 mln PLN.

**Potencjalny projekt na 17 tys. PUM**

Spółka zależna Trakcji, PRK-Nieruchomości, posiada grunt inwestycyjny w Warszawie przy ulicy gen. Pełczyńskiego. Chłonność gruntu ocenia się na 17 tys. PUM. Problemem jest toczące się od ponad 2 lat postępowanie sądowe, w związku z powództwem sąsiedniej wspólnoty mieszkaniowej, podważającej wydane spółce pozwolenie na budowę. Obecnie sprawa jest już na najwyższym etapie postępowania sądowego. W związku z wydanym w lipcu 2009 wyrokiem WSA, korzystnym dla Trakcji Polskiej, wspólnota mieszkaniowa złożyła skargę kasacyjną, Trakcja Polska zaś złożyła odpowiedź na nią. Obecnie oczekuje się na wyznaczenie terminu rozprawy. Uważamy, że pozytywne rozstrzygnięcie w tej sprawie ma szansę pojawić się w Q1 2010. Trakcja wcześniej zakładała, że sprzeda grunt po rozwiązaniu sporu prawnego. Obecnie, w związku z brakiem transakcji na rynku gruntów i dużą ilością gotówki w posiadaniu, firma rozważa realizację projektu deweloperskiego. Wartość księgową gruntu to około 20 mln PLN (1176 PLN/PUM). Uważamy, że realizacja projektu pozwoliłaby wygenerować około 30 mln PLN zysku brutto, przy przychodach rzędu 115 mln PLN (cena sprzedaży: 6750 PLN/PUM) i marży brutto na sprzedaży na poziomie 25,7%. Przyjęliśmy konserwatywne założenia dotyczące kosztów budowy (3500 PLN/PUM). Uważamy, że zysk z projektu mógłby wpłynąć na wyniki 2011 roku, wydaje się jednak ostrożniejsze założenie, że będzie to raczej rok 2012. Na chwilę obecną nie uwzględniamy zysku na projekcie w prognozach.

## Analiza porównawcza wyceny Trakcji Polskiej

Dokonaliśmy analizy porównawczej Trakcji Polskiej na tle branży budowlanej. Przy wykorzystaniu wskaźników P/E i EV/EBITDA, Trakcja Polska jest notowana z 13,4% dyskonta w porównaniu do pozostałych spółek z branży (średnia z wskaźników za lata 2009-2011).

### Wycena porównawcza Trakcji Polskiej na tle branży budowlanej

	P/E 2009P	P/E 2010P	P/E 2011P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P
Budimex	11,87	10,84	12,64	9,41	8,18	8,52
Erbud	15,46	14,70	16,08	9,36	9,12	7,93
Elektrobudowa	14,92	16,51	13,12	10,04	11,33	9,14
Mostostal Warszawa	13,72	13,60	13,86	6,26	7,59	7,52
Polimex Mostostal	11,83	13,61	13,12	7,47	7,42	7,04
PBG	16,31	14,55	13,15	11,60	9,93	8,95
Rafako	21,27	13,03	12,44	7,40	5,63	4,89
Unibep	12,48	14,25	12,60	8,50	9,44	6,38
<b>Mediana</b>	<b>14,32</b>	<b>13,93</b>	<b>13,12</b>	<b>8,93</b>	<b>8,65</b>	<b>7,72</b>
<b>Trakcja Polska</b>	9,18	15,45	14,11	5,22	8,01	6,65
Premia (dyskonto)	-35,9%	10,9%	7,5%	-41,6%	-7,4%	-13,9%
Implikowana wycena akcji	11,87	10,84	12,64	9,41	8,18	8,52

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Wycena akcji Trakcji Polskiej

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Trakcji Polskiej szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 4,2 PLN.

### Wycena DCF

#### Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2019 = 2,5%.
- Sprzedaż działki deweloperskiej przy ul. Gen. Pełczyńskiego za 20 mln PLN (wartość księgową) w 2010 roku, skutkująca spadkiem poziomu zapasów o 20 mln PLN.
- Wynik na działalności deweloperskiej w 2010 roku w wysokości 5,5 mln PLN brutto na sprzedaży, skutkujący spadkiem poziomu zapasów o 24,5 mln PLN.
- Zrównanie wskaźników rotacji należności, zobowiązań i kontraktów budowlanych w 2010 roku (nie oczekujemy powrotu do systemu zaliczkowe, w związku z ograniczeniami budżetowymi).



## Model DCF

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>753,0</b>	<b>957,0</b>	<b>1 012,4</b>	<b>1 067,6</b>	<b>1 124,5</b>	<b>1 181,1</b>	<b>1 237,3</b>	<b>1 293,0</b>	<b>1 347,2</b>	<b>1 401,7</b>	
zmiana	2,7%	27,1%	5,8%	5,5%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,2%	4,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>51,2</b>	<b>55,8</b>	<b>58,8</b>	<b>61,2</b>	<b>62,2</b>	<b>63,8</b>	<b>65,1</b>	<b>65,5</b>	<b>65,8</b>	<b>68,0</b>	
marża EBITDA	6,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,5%	5,4%	5,3%	5,1%	4,9%	4,9%	
Amortyzacja	10,5	10,7	10,9	11,2	11,3	11,4	11,5	11,5	11,5	11,5	
<b>EBIT</b>	<b>40,7</b>	<b>45,1</b>	<b>47,9</b>	<b>50,0</b>	<b>51,0</b>	<b>52,3</b>	<b>53,6</b>	<b>54,1</b>	<b>54,3</b>	<b>56,5</b>	
marża EBIT	5,4%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	4,0%	
Opodatkowanie EBIT	7,7	8,6	9,1	9,5	9,7	9,9	10,2	10,3	10,3	10,7	
<b>NOPLAT</b>	<b>33,0</b>	<b>36,6</b>	<b>38,8</b>	<b>40,5</b>	<b>41,3</b>	<b>42,4</b>	<b>43,4</b>	<b>43,8</b>	<b>44,0</b>	<b>45,8</b>	
CAPEX	-15,0	-12,8	-13,1	-13,4	-12,4	-12,6	-12,1	-12,1	-11,5	-11,5	
Kapitał obrotowy	7,6	-2,9	-2,9	-2,6	-2,5	-2,6	-2,5	-2,3	-2,2	-2,6	
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>36,1</b>	<b>31,5</b>	<b>33,7</b>	<b>35,6</b>	<b>37,7</b>	<b>38,7</b>	<b>40,3</b>	<b>40,9</b>	<b>41,8</b>	<b>43,1</b>	<b>44,2</b>
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%
współczynnik dyskonta	89,9%	80,9%	72,7%	65,4%	58,8%	52,9%	47,6%	42,8%	38,5%	34,8%	
PV FCF	32,4	25,5	24,5	23,3	22,1	20,5	19,2	17,5	16,1	15,0	

<b>WACC</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,6%</b>
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	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%	19,0%
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	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	2,5%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	545,9	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	189,9		<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	216,1	WACC -1,0pp	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
Zdyskontowana wartość FCF	405,9	WACC -0,5pp	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
Dług netto (2009P)	-178,6	WACC	4,0	4,1	<b>4,2</b>	4,3	4,4
Udziały w Eco-Wind Construction	32,7	WACC +0,5pp	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC +1,0pp	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
Wartość firmy	617,2						
Liczba akcji (mln.)	160,1						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>3,9</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%						
<b>Cena docelowa</b>	<b>4,2</b>						

EV/EBITDA('08) dla ceny docelowej	5,6
P/E('08) dla ceny docelowej	9,9
Udział TV w EV	31%

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>363,2</b>	<b>646,8</b>	<b>794,6</b>	<b>733,1</b>	<b>753,0</b>	<b>957,0</b>	<b>1 012,4</b>
<i>zmiana</i>	<i>49,8%</i>	<i>78,1%</i>	<i>22,9%</i>	<i>-7,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>27,1%</i>	<i>5,8%</i>
Koszt własny sprzedaży	337,0	592,9	719,5	629,1	682,4	877,6	927,3
Zysk brutto na sprzedaży	26,1	53,9	75,1	104,0	70,6	79,4	85,0
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,4%</i>
Koszty sprzedaży	-1,7	-2,0	-2,7	-2,5	-2,9	-3,3	-3,6
Koszty ogólnego zarządu	-11,3	-18,1	-19,2	-24,9	-25,6	-29,3	-31,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,1	-4,2	-0,2	-1,3	-1,3	-1,7	-1,8
<b>EBIT</b>	<b>12,1</b>	<b>29,6</b>	<b>53,0</b>	<b>75,3</b>	<b>40,7</b>	<b>45,1</b>	<b>47,9</b>
<i>zmiana</i>	<i>115,3%</i>	<i>145,1%</i>	<i>79,3%</i>	<i>42,0%</i>	<i>-45,9%</i>	<i>10,8%</i>	<i>6,1%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>10,3%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	3,0	7,2	15,0	9,5	8,7	8,9	11,0
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>15,1</b>	<b>36,8</b>	<b>68,0</b>	<b>84,7</b>	<b>49,4</b>	<b>54,1</b>	<b>58,9</b>
Podatek dochodowy	-3,6	-7,1	-12,3	-16,8	-9,4	-10,3	-11,2
Zysk akcjonariuszt mniejszościowych	0,8	1,0	1,0	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>10,7</b>	<b>28,7</b>	<b>54,7</b>	<b>67,3</b>	<b>40,0</b>	<b>43,8</b>	<b>47,7</b>
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>165,7%</i>	<i>92,2%</i>	<i>23,1%</i>	<i>-40,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,9%</i>
<i>marża</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,9%</i>	<i>9,2%</i>	<i>5,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,7%</i>
Amortyzacja	4,7	6,1	7,9	10,0	10,5	10,7	10,9
<b>EBITDA</b>	<b>16,8</b>	<b>35,6</b>	<b>60,9</b>	<b>85,3</b>	<b>51,2</b>	<b>55,8</b>	<b>58,8</b>
<i>zmiana</i>	<i>71,0%</i>	<i>112,4%</i>	<i>71,0%</i>	<i>40,0%</i>	<i>-39,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>5,4%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>11,6%</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,8%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	130,1	130,1	160,1	160,1	160,1	160,1	160,1
EPS	0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3
CEPS	0,1	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4
ROAE	9,4%	21,6%	23,9%	19,5%	10,0%	9,9%	9,8%
ROAA	3,4%	6,6%	8,7%	9,3%	6,0%	6,4%	6,3%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>377,3</b>	<b>496,4</b>	<b>754,2</b>	<b>693,9</b>	<b>641,3</b>	<b>730,6</b>	<b>789,8</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>46,9</b>	<b>133,2</b>	<b>139,3</b>	<b>216,8</b>	<b>221,3</b>	<b>223,5</b>	<b>225,7</b>
WNIPI	4,5	4,0	4,2	4,8	4,8	4,8	4,8
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	1,2	13,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	35,1	44,6	52,1	94,3	98,8	100,9	103,1
Inwestycje długoterminowe	1,4	49,5	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8
Pozostałe	4,9	21,4	33,0	67,7	67,7	67,7	67,7
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>330,3</b>	<b>363,2</b>	<b>614,8</b>	<b>477,1</b>	<b>420,0</b>	<b>507,1</b>	<b>564,2</b>
Zapasy	17,6	83,1	84,5	70,4	28,0	28,9	30,5
Należności	172,1	134,3	160,1	162,7	175,4	222,9	235,8
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,7	2,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	138,2	141,1	367,0	240,8	213,3	252,1	294,7
Inne	0,7	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>377,3</b>	<b>496,4</b>	<b>754,2</b>	<b>693,9</b>	<b>641,3</b>	<b>730,6</b>	<b>789,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>120,3</b>	<b>145,5</b>	<b>311,6</b>	<b>378,9</b>	<b>419,0</b>	<b>462,8</b>	<b>510,4</b>
Kapitał mniejszości	3,2	4,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>8,4</b>	<b>63,6</b>	<b>59,1</b>	<b>65,5</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,1</b>
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	45,8	33,3	47,3	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	8,4	17,8	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>245,3</b>	<b>283,0</b>	<b>378,0</b>	<b>244,1</b>	<b>198,8</b>	<b>244,3</b>	<b>255,8</b>
Pożyczki i kredyty	0,0	24,7	11,6	14,9	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	240,3	222,2	299,9	181,0	158,9	204,4	216,0
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	26,7	8,3	0,0	0,0	0,0
Inne	5,1	36,1	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9
Dług	0,0	70,5	44,9	62,2	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-138,2	-70,6	-322,1	-178,6	-213,3	-252,1	-294,7
(Dług netto / Kapitał własny)	-114,9%	-48,6%	-103,4%	-47,1%	-50,9%	-54,5%	-57,7%
(Dług netto / EBITDA)	-8,2	-2,0	-5,3	-2,1	-4,2	-4,5	-5,0
BVPS	0,9	1,1	1,9	2,4	2,6	2,9	3,2

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>74,4</b>	<b>44,0</b>	<b>141,9</b>	<b>-65,5</b>	<b>41,1</b>	<b>42,7</b>	<b>44,7</b>
Zysk netto	10,7	28,5	54,7	67,3	40,0	43,8	47,7
Amortyzacja	4,7	6,1	7,9	10,0	10,5	10,7	10,9
Kapitał obrotowy	11,2	-4,7	50,4	-61,6	27,2	-2,5	-2,7
Pozostałe	47,8	14,2	28,9	-81,3	-36,6	-9,3	-11,2
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-7,0</b>	<b>-89,0</b>	<b>-51,5</b>	<b>-87,5</b>	<b>-15,0</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,1</b>
CAPEX	-7,0	-21,8	-14,8	-87,5	-15,0	-12,8	-13,1
Inwestycje kapitałowe	0,0	-67,2	-36,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>2,6</b>	<b>47,9</b>	<b>81,6</b>	<b>26,8</b>	<b>-53,6</b>	<b>8,9</b>	<b>11,0</b>
Emisja akcji	2,6	0,0	111,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,0	52,7	-25,6	17,4	-62,2	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>70,0</b>	<b>2,9</b>	<b>172,1</b>	<b>-126,2</b>	<b>-27,5</b>	<b>38,8</b>	<b>42,6</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	138,2	141,1	313,2	187,0	159,5	198,3	240,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	18,3	-65,1	11,2	-124,4	36,1	31,5	33,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,9%	3,4%	1,9%	11,9%	2,0%	1,3%	1,3%

**Wskaźniki rynkowe**

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	46,9	17,5	11,3	9,2	15,4	14,1	13,0
P/CE	32,6	14,5	9,9	8,0	12,2	11,3	10,5
P/BV	4,2	3,5	2,0	1,6	1,5	1,3	1,2
P/S	1,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6
FCF/EV	5,0%	-14,9%	3,7%	-28,0%	8,8%	8,5%	10,2%
EV/EBITDA	21,9	12,2	4,9	5,2	8,0	6,6	5,6
EV/EBIT	30,4	14,7	5,7	5,9	10,1	8,2	6,9
EV/S	1,0	0,7	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3
DYield	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>3,9</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	130,1	130,1	160,1	160,1	160,1	160,1	160,1
MC (mln PLN)	502,2	502,2	618,0	618,0	618,0	618,0	618,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,2	4,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
EV (mln PLN)	367,2	436,0	301,3	444,9	410,1	371,3	328,8



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[micchal.marczak@dibre.com.pl](mailto:micchal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

#### Departament Analiz:

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

**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, 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 Trakcja Polska**

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2009-03-17	2009-05-18	2009-08-14
kurs z dnia rekomendacji	3,75	4,03	3,90
WIG w dniu rekomendacji	23497,59	29424,40	35998,12