

23 lutego 2011

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	3,33 PLN
Cena docelowa	4,03 PLN
Kapitalizacja	1,78 mld PLN
Free float	1,15 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	6,75 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Pionier Pekao IM	10,07%
AVIVA OFE BZ Aviva WBK	10,02%
ING OFE	8,64%
OFE PZU	4,46%
Polimex-Cekop Development	2,52%
Pozostali	64,29%

Strategia dotycząca sektora

Nasza strategia na rok 2011 zakłada niedowrażanie branży budowlanej. Rok 2011 to kumulacja wyników z nowych, niższej marżowych kontraktów, spadek ilości nowych przetargów drogowych i rok oczekiwania na duże zlecenia energetyczne. Jedyny istotny potencjał wzrostu ilości i wartości nowych zleceń w sektorze widzimy w energetyce. Uważamy, że w 2011 roku wyceny spółek będą pod presją, co kreować będzie interesujące średnioterminowe okazje inwestycyjne.

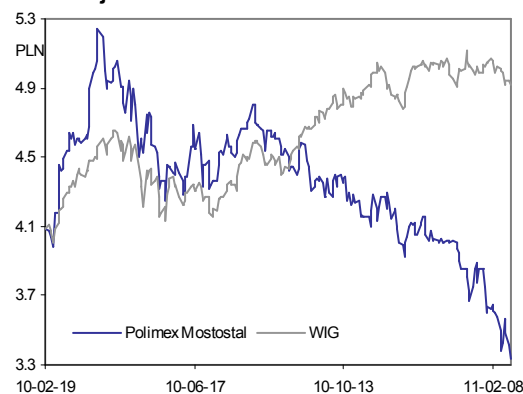
Profil spółki

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

28.02 - raport Q4 2010
16.05 - raport Q1 2011
31.08 - raport PSr 2011

Kurs akcji PXM na tle WIG



Maciej Stokłosa

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

Polimex Mostostal Kupuj

MOSD.WA; PXM PW

(Podwyższona)

Polimex jest atrakcyjny po przecenie

Od sierpnia 2010 roku kurs Polimexu spadł o około 30%. Obecna cena rynkowa sugeruje, że rynek nie wierzy w zapowiedzi zarządu (poprawa wyników w 2011 roku, efekty konsolidacji spółek zależnych) oraz perspektywy wzrostu Polimexu. Uważamy, że ryzyka fundamentalne są z nawiązką zdyskontowane w notowaniach Polimexu, a spółka, obok Mostostalu Warszawa, jest najtańszym dużym podmiotem budowlanym notowanym na GPW (P/E 2012 = 9,4, EV/EBITDA 2012 = 5,9). Oczekujemy 29,3% dynamiki zysku netto w 2011 roku i podobnego wzrostu w 2012 roku. W roku 2010 wyniki Polimexu obciążała duża strata spółki zależnej Coifer (ponad 20 mln PLN) oraz straty w segmencie produkcji innych spółek zależnych. W 2011 roku czynniki te nie wystąpią. Sytuacja w segmencie produkcji ulega poprawie, w zakładzie siedleckim wolumeny wykorzystanej stali wzrosną w Q1 q/q o ponad 10%. Dynamiczny wzrost cen stali jedynie w krótkim okresie może hamować wzrost marż w segmencie produkcji. Liczymy, że na wynik 2011 roku pozytywnie wpłynie rozpoznanie ulg podatkowych z tytułu inwestycji w SSE. Polimex ma łącznie 100 mln PLN ulg podatkowych do rozpoznania (z tego 22,8 mln PLN w 2011 roku). Spółce udało się również zakontraktować większość podwykonawców w ramach budowy odcinka drogi S69. Kontrakt ten budził nasze obawy, gdyż zaoferowana przez Polimex cena była znacznie niższa, niż oferty konkurentów. Od 2013 roku na wyniki Polimexu będą wpływać duże inwestycje sektora energetycznego, co powinno pozwolić na powrót marży EBIT do poziomu 5%. Rekomendujemy kupno akcji Polimexu.

Konstrukcje stalowe: szansa na poprawę

Sytuacja w ramach produkcji konstrukcji stalowych na rynku krajowym jest bardzo trudna. Kontraktów jest mało, a ceny oferowanych usług spadły poniżej progu rentowności. Trudna sytuacja trwa już od 2009 roku. Wiele mniejszych firm może nie przetrwać do momentu poprawy koniunktury. Wówczas, wzrost popytu (inwestycje firm, energetyka) spotka się ze zmniejszoną podażą. Scenariusz taki byłby dla Polimexu bardzo korzystny.

Szansa na bardzo dobry kontrakt energetyczny za 1,5 mld PLN

Polimex w konsorcjum z Hitachi złożył najniższą ofertę cenową na budowę bloku w EC Siekierki. Przetarg prawdopodobnie nie zostanie rozstrzygnięty przez inwestora, lecz przez nabywcę aktywów warszawskich szwedzkiego koncernu. W takim przypadku, za około 2-3 kwartały, rynek może dyskutować potencjalny wysoko marżowy kontrakt wart ok. 1,5 mld PLN.

Powrót do ponad 5% marży EBIT w 2013 roku

Liczymy, że w 2013 roku Polimex powróci do marży EBIT przekraczającej 5% (czyli takiej, jak w latach 2008-2010). Liczymy tak na poprawę w ramach segmentu produkcji, jak i w ramach działalności w segmencie energetyki. Z dużych kontraktów drogowych pozyskanych w 2010 roku (czynnik ryzyka), na rok 2013 pozostanie już też do realizacji bardzo niewiele przychodów.

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	4 836,7	4 203,7	5 125,5	5 195,1	5 579,1
EBITDA	343,6	323,0	326,0	356,2	408,5
marża EBITDA	7,1%	7,7%	6,4%	6,9%	7,3%
EBIT	264,9	226,5	206,0	235,6	286,7
Zysk netto	156,4	110,4	142,8	184,4	245,0
P/E	9,9	14,0	12,2	9,4	7,1
P/CE	6,6	7,5	6,6	5,7	4,7
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,4	7,6	6,9	5,9	4,8
DYield	0,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Duże kontrakty drogowe w realizacji

Polimex Mostostal realizuje trzy duże kontrakty drogowe. Uważamy, że budzący największe wątpliwości kontrakt na S69 nie jest już obciążony ryzykiem, gdyż Polimexowi udało się zakontraktować większość podwykonawców. Kontrakt został podpisany 22 lipca 2010 roku. Przypominamy, że chodzi o kontrakt, w którym oferta cenowa kolejnego konkurenta była aż o 19,1% wyższa.

W przypadku kontraktu na A4, w którym Polimex prawdopodobnie nie zakontraktował wszystkich podwykonawców, różnice cenowe były mniejsze (kolejna oferta: +7,3%). Kontrakt został podpisany 23 września 2010 roku. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku zlecenia na A1, gdzie trzy kolejne oferty były droższe o mniej, niż 3%. Kontrakt był podpisany 22 grudnia 2010 roku. Realizacja prac na dobre rozpocznie się dopiero w 2011 roku, gdyż jest to kontrakt typu D&B.

Z punktu widzenia wpływu na wyniki spółki, najbardziej istotny jest kontrakt na budowę odcinka drogi A4. W ciągu ponad 2 lat kontrakt zapewni spółce aż 918 mln PLN przychodów. Przychody z realizacji kontraktów na S69 i A1 nie przekroczą 250 mln PLN.

Podsumowując, dostrzegamy pewne ryzyka z kontraktami drogowymi. Tak jak w przypadku zlecenia na S69, obawy maleją wraz z zakontraktowaniem podwykonawców. Zakładamy, że w 2011 roku przychody w segmencie dróg i kolei wyniosą 1,5 mld PLN, z czego drogownictwo to 1,15 mld PLN, a pozostałe 0,35 mld PLN to przychody segmentu kolei.

Zakładamy, że marża brutto na sprzedaży w ramach prac drogowych wyniesie 6%, przy dużym udziale własnym w budowie. Polimex zaopatruje swoje wszystkie własne duże budowy drogowe w część wykorzystywanych materiałów, w tym w konstrukcje stalowe wiaduktów. Pozwala to spółce na osiągnięcie efektów synergii. Nasze założenia dotyczące marż dużych zleceń drogowych są niższe, niż oczekiwania zarządu.

Oferty cenowe na budowę odcinka drogi S69, w. Mikuszowice - Żywiec

L.p.	Konsorcjum	Cena (mPLN)	W tym udział Polimexu (mln PLN)	Różnica vs. oferta Polimexu
1	Polimex Mostostal, Doprastav,...	646,0	219,6	
2	Eurovia, Warbud, Hochtief	769,5		19,1%
3	Dragados	789,5		22,2%
4	MSF, Bogl a Krysl, Poldim	808,2		25,1%
5	J&P Avax	811,4		25,6%
6	Budimex	839,4		29,9%
7	Hermann Kirchner, ...	840,5		30,1%
8	Alpine Bau, FCC Construcción, ...	955,7		48,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; GDDKiA

Oferty cenowe na budowę autostrady A4, Rzeszów - Jarosław

L.p.	Konsorcjum	Cena (mPLN)	W tym udział Polimexu (mln PLN)	Różnica vs. oferta Polimexu
1	Polimex Mostostal i Doprastav	1 799,9	918,0	
2	Autostrada Wschodnia, Mapa Insaat	1 931,0		7,3%
3	Mostostal Warszawa, Acciona	2 429,9		35,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; GDDKiA

Oferty cenowe na zaprojektowanie i budowę autostrady A1, Stryków - Tuszyn

L.p.	Konsorcjum	Cena (mPLN)	W tym udział Polimexu (mln PLN)	Różnica vs. oferta Polimexu
1	Polimex Mostostal, MSF	949,7	237,4	
2	Autostrada Wschodnia, Mapa Insaat ve Ticaret	964,7		1,6%
3	Budimex, Ferrovial	970,6		2,2%
4	Mirbud, PRD Lubartów, PDM	977,6		2,9%
5	China Overseas Engineering Group, ...	1 093,7		15,2%
6	FCC Construcción, Erbud, Wakoz	1 186,9		25,0%
7	NDI, Inter Energia	1 201,4		26,5%
8	Astaldi, PBDiM	1 260,3		32,7%
9	Strabag, Heilit+ Woerner	1 311,0		38,0%
10	SRB Civil Engineering, PBG, ...	1 590,7		67,5%
11	Eurovia, Warbud, ...	1 613,9		69,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; GDDKiA; podpisanie umowy: 22 grudnia 2010

Prognozy przychodów i marż Polimexu w segmentach

Prognozy wyników Polimexu w segmentach działalności w latach 2011-2013

	Chemia	Energetyka	Budownictwo	Produkcja	Drogi i koleje
2011					
Przychody	860,0	946,7	1 125,0	683,9	1 510,0
Wynik brutto na sprzedaży	86,0	94,7	73,1	102,6	98,2
Marża %	10,0%	10,0%	6,5%	15,0%	6,5%
2012					
Przychody	885,8	1 117,1	1 181,3	772,8	1 238,2
Wynik brutto na sprzedaży	88,6	111,7	88,6	119,8	80,5
Marża %	10,0%	10,0%	7,5%	15,5%	6,5%
2013					
Przychody	930,1	1 396,3	1 240,3	873,2	1 139,1
Wynik brutto na sprzedaży	93,0	146,6	93,0	144,1	79,7
Marża %	6,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Polimexu Mostostalu

Akcje Polimexu Mostostal wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 4,03 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest wyższa o 21,1% od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Polimexu.

Wycena akcji Polimexu Mostostal

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	3,58	75%
Wycena metodą porównawczą	4,16	25%
Średnia	3,72	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%	
Cena docelowa	4,03	

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 dyskontem w wysokości 17,1% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2010-2012). Nasza prognoza na lata 2011-2013 zakłada wykorzystanie ulg podatkowych z uwagi na inwestycje poczynione w SSE, co obniża wskaźnik P/E Polimexu na tle konkurencji.

Wycena porównawcza akcji Polimex Mostostal

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	12,9	13,2	16,0	8,8	9,6	11,4
Erbud	11,6	9,8	9,1	7,1	6,0	5,4
Elektrobudowa	13,3	11,9	10,4	8,3	7,2	6,1
Mostostal Warszawa	16,5	12,2	9,7	7,1	5,5	4,5
PBG	12,8	12,4	11,5	9,2	8,5	7,7
Rafako	14,5	13,3	10,3	8,1	7,4	5,4
Trakcja Polska	12,2	10,3	11,3	7,6	6,6	6,6
Unibep	15,5	8,2	9,9	11,2	6,0	6,5
ZUE	10,6	10,2	9,9	5,1	4,2	3,6
Mediana	12,9	11,9	10,3	8,1	6,6	6,1
Polimex Mostostal	12,2	9,4	7,1	6,9	5,9	4,8
Premia (dyskonto)	-5,6%	-20,7%	-30,9%	-14,6%	-9,4%	-21,3%
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 = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Premia za ryzyko kredytowe w wysokości 2% w latach 2009-2017.
- Jako czynnik zwiększający wycenę traktujemy wycenę gruntów deweloperskich.
- Korygujemy liczbę akcji o akcje własne będące w posiadaniu Polimex-Cekop Development.
- Prognozy w segmentach działalności zgodnie z wcześniejszym opisem.



Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	5 125,5	5 195,1	5 579,1	6 020,3	6 340,0	6 668,7	6 987,5	7 297,1	7 584,7	7 866,9	
zmiana	21,9%	1,4%	7,4%	7,9%	5,3%	5,2%	4,8%	4,4%	3,9%	3,7%	
EBITDA	326,0	356,2	408,5	437,2	456,1	466,3	478,2	488,3	492,3	505,6	
marża EBITDA	6,4%	6,9%	7,3%	7,3%	7,2%	7,0%	6,8%	6,7%	6,5%	6,4%	
Amortyzacja	120,0	120,6	121,8	123,0	124,2	125,4	126,6	127,5	127,8	127,8	
EBIT	206,0	235,6	286,7	314,2	331,9	340,9	351,7	360,8	364,5	377,8	
marża EBIT	4,0%	4,5%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	
Opodatkowanie EBIT	8,2	9,4	11,5	59,7	63,1	64,8	66,8	68,6	69,3	71,8	
NOPLAT	197,7	226,2	275,3	254,5	268,9	276,1	284,9	292,3	295,2	306,0	
CAPEX	-120,0	-120,6	-131,8	-133,0	-134,2	-135,4	-136,6	-137,5	-132,8	-127,8	
Kapitał obrotowy	47,5	-54,1	-73,2	-66,0	-37,0	-33,3	-32,0	-30,5	-25,1	-28,4	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	245,2	172,1	192,0	178,5	221,8	232,9	242,9	251,8	265,1	277,6	285,9
WACC	10,7%	10,9%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
współczynnik dyskonta	91,9%	82,8%	74,5%	66,9%	60,1%	54,0%	48,5%	43,6%	39,2%	35,4%	
PV FCF	225,2	142,5	143,0	119,4	133,4	125,8	117,8	109,8	103,9	98,3	

WACC	10,7%	10,9%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%
Koszt długu	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	7,6%
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna stopa podatkowa	4,0%	4,0%	4,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	17%	11%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%
Wartość rezydualna (TV)	3 762,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 332,5
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 319,1
Wartość firmy (EV)	2 651,6
Dług netto	569,0
Wycena nieruchomości *	25,0
Udziałowcy mniejszościowi	241,3
Wartość firmy	1 866,3
Liczba akcji (mln) **	521,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,58
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%
Cena docelowa	3,88

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	4,32	4,59	4,92	5,31	5,78
WACC -0,5pp	3,88	4,08	4,32	4,59	4,92
WACC	3,54	3,70	3,88	4,08	4,32
WACC +0,5pp	3,27	3,39	3,54	3,70	3,88
WACC +1,0pp	3,05	3,15	3,27	3,39	3,54

EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej	7,5
P/E(*10) dla ceny docelowej	16,3
Udział TV w EV	50%

* Wycena gruntów deweloperskich

** liczba akcji korygowana o akcje emisji połączeniowej

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	3 720,5	4 301,7	4 836,7	4 203,7	5 125,5	5 195,1	5 579,1
<i>zmiana</i>	49,8%	15,6%	12,4%	-13,1%	21,9%	1,4%	7,4%
Koszt własny sprzedaży	3 398,3	3 870,7	4 326,9	3 771,9	4 671,0	4 705,9	5 022,6
Zysk brutto na sprzedaży	322,2	431,0	509,8	431,7	454,5	489,1	556,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	8,7%	10,0%	10,5%	10,3%	8,9%	9,4%	10,0%
Koszty sprzedaży	-28,3	-32,3	-26,8	-28,1	-28,1	-28,7	-30,5
Koszty ogólnego zarządu	-137,1	-185,3	-213,2	-212,8	-212,8	-217,1	-231,0
Pozostała działalność operacyjna netto	3,6	14,7	-4,9	35,7	-7,6	-7,8	-8,3
EBIT	160,4	228,1	264,9	226,5	206,0	235,6	286,7
<i>zmiana</i>	62,8%	42,2%	16,1%	-14,5%	-9,1%	14,4%	21,7%
<i>marża EBIT</i>	4,3%	5,3%	5,5%	5,4%	4,0%	4,5%	5,1%
Wynik na działalności finansowej	-15,4	-72,1	-55,5	-66,5	-57,9	-43,8	-31,5
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	4,4	2,8	6,2	4,0	3,6	4,1	5,0
Zysk brutto	149,4	158,9	215,6	163,9	151,7	195,9	260,3
Podatek dochodowy	32,7	18,5	40,3	42,2	6,1	7,8	10,4
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	16,6	20,3	18,9	11,3	2,9	3,7	4,9
Zysk netto	100,1	120,1	156,4	110,4	142,8	184,4	245,0
<i>zmiana</i>	59,9%	20,0%	30,2%	-29,4%	29,3%	29,1%	32,9%
<i>marża</i>	2,7%	2,8%	3,2%	2,6%	2,8%	3,5%	4,4%
Amortyzacja	45,0	70,4	78,6	96,5	120,0	120,6	121,8
EBITDA	205,4	298,5	343,6	323,0	326,0	356,2	408,5
<i>zmiana</i>	58,4%	45,3%	15,1%	-6,0%	0,9%	9,3%	14,7%
<i>marża EBITDA</i>	5,5%	6,9%	7,1%	7,7%	6,4%	6,9%	7,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	463,6	463,6	463,6	463,6	521,7	521,7	521,7
EPS	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5
CEPS	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7
ROAE	15,0%	11,8%	13,6%	8,6%	10,1%	11,6%	13,6%
ROAA	4,5%	3,9%	4,3%	2,8%	3,5%	4,4%	5,7%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	2 801,4	3 438,6	3 827,7	3 952,4	4 176,7	4 225,7	4 428,8
Majątek trwały	983,2	1 381,7	1 685,3	1 731,4	1 731,4	1 731,4	1 741,4
Wartości niematerialne i prawne	437,6	509,4	517,7	510,4	510,4	510,4	510,4
Rzeczowe aktywa trwałe	426,4	710,8	947,9	1 003,3	1 003,3	1 003,3	1 013,3
Inwestycje długoterminowe	80,9	76,5	107,8	128,8	128,8	128,8	128,8
Pozostałe	38,3	84,9	111,9	88,9	88,9	88,9	88,9
Majątek obrotowy	1 818,2	2 056,9	2 142,4	2 221,0	2 445,3	2 494,3	2 687,3
Zapasy	348,9	395,1	350,9	438,5	384,0	427,3	479,7
Należności	1 289,6	1 347,5	1 328,0	1 303,1	1 588,9	1 610,5	1 729,5
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	9,8	11,2	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	169,9	303,1	453,6	469,4	462,5	446,5	468,2
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	2 801,4	3 438,6	3 827,7	3 952,4	4 176,7	4 225,7	4 428,8
Kapitał własny	983,0	1 053,9	1 242,7	1 334,5	1 499,5	1 683,9	1 928,9
Kapitał mniejszości	102,6	114,9	140,8	152,1	132,7	136,4	141,3
Zobowiązania długoterminowe	461,5	634,5	817,7	801,2	801,2	801,2	706,2
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	329,9	435,9	603,4	600,9	600,9	600,9	505,9
Rezerwy	92,6	101,1	104,1	104,3	104,3	104,3	104,3
Pozostałe	39,0	97,5	110,3	95,9	95,9	95,9	95,9
Zobowiązania krótkoterminowe	1 254,4	1 635,3	1 626,5	1 664,6	1 743,4	1 604,2	1 652,4
Pożyczki i kredyty	229,4	317,5	154,6	437,5	237,5	87,5	37,5
Zobowiązania wobec dostawców	897,7	1 240,4	1 414,1	1 169,3	1 448,0	1 458,8	1 557,0
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	127,2	77,4	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8
Dług	559,3	753,4	758,0	1 038,4	838,4	688,4	543,4
Dług netto	389,4	450,4	304,5	569,0	375,9	241,9	75,2
(Dług netto / Kapitał własny)	39,6%	42,7%	24,5%	42,6%	25,1%	14,4%	3,9%
(Dług netto / EBITDA)	1,9	1,5	0,9	1,8	1,2	0,7	0,2
BVPS	2,1	2,3	2,7	2,9	2,9	3,2	3,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-203,8	355,5	544,4	13,0	370,9	298,4	329,9
Zysk netto	100,1	120,1	156,4	110,4	142,8	184,4	245,0
Amortyzacja	45,0	70,4	78,6	96,5	120,0	120,6	121,8
Kapitał obrotowy	-463,0	193,1	280,0	-279,4	47,5	-54,1	-73,2
Pozostałe	114,1	-28,1	29,4	85,4	60,7	47,5	36,4
Przepływy inwestycyjne	-97,1	-303,4	-349,1	-178,0	-120,0	-120,6	-131,8
CAPEX	-143,7	-323,9	-352,1	-151,9	-120,0	-120,6	-131,8
Inwestycje kapitałowe	46,9	0,0	0,0	6,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,2	20,5	3,1	-32,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	257,7	100,1	-53,3	180,9	-257,9	-193,8	-176,5
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	109,6	152,6	-44,9	266,0	-200,0	-150,0	-145,0
Dywidenda (buy-back)	-8,5	-4,6	-4,6	-18,6	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	156,7	-47,9	-3,7	-66,5	-57,9	-43,8	-31,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-43,1	152,2	142,1	15,9	-6,9	-16,0	21,7
Środki pieniężne na koniec okresu	143,1	295,2	437,4	453,3	446,4	430,4	452,0
DPS (PLN)	0,02	0,01	0,01	0,04	0,00	0,00	0,00
FCF	-442,8	172,6	196,2	-194,6	245,2	172,1	192,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,6%	7,5%	7,3%	3,5%	2,3%	2,3%	2,4%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	15,4	12,9	9,9	14,0	12,2	9,4	7,1
P/CE	10,6	8,1	6,6	7,5	6,6	5,7	4,7
P/BV	1,6	1,5	1,2	1,2	1,2	1,0	0,9
P/S	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	-21,8%	8,2%	9,0%	-7,9%	10,9%	8,1%	9,8%
EV/EBITDA	9,9	7,1	6,4	7,6	6,9	5,9	4,8
EV/EBIT	12,7	9,2	8,2	10,9	10,9	9,0	6,8
EV/S	0,5	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4
DYield	0,6%	0,3%	0,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,33						
Liczba akcji na koniec roku (mln) *	463,6	463,6	521,7	521,7	521,7	521,7	521,7
MC (mln PLN)	1 543,7	1 543,7	1 737,3	1 737,3	1 737,3	1 737,3	1 737,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	102,6	114,9	140,8	152,1	132,7	136,4	141,3
EV (mln PLN)	2 035,7	2 109,0	2 182,5	2 458,4	2 245,8	2 115,5	1 953,8

* 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
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

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. Oczekiwanie zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń 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	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-06-02	2010-07-30	2010-09-03	2010-11-15	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	4,44	4,74	4,44	4,27	3,86
WIG w dniu rekomendacji	40931,54	42616,78	42704,39	47493,93	47457,37