

**Budownictwo**

Polska

PBG

PBG PW; PBGG.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Przejęciowy wzrost zadłużenia pod kontrolą

Obecna cena: 95,2 PLN; Cena docelowa: 152,4 PLN

Wyniki finansowe Q2 2011 były zbliżone do naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym i wyższe na poziomie wyniku netto. Lepszy wynik netto PBG zawdzięcza wyższemu pozostałym przychodom finansowym (3,4 mln PLN, prognoza: -3,4 mln PLN) i niższemu zaksięgowanemu podatkowi (efektywna stopa podatkowa: 12,9%). Na konferencji inwestorskiej PBG poświęciło gros czasu omówieniu wzrostu zadłużenia Grupy i na tym chcielibyśmy skoncentrować się też w tym komentarzu specjalnym. Przepływy operacyjne wyniosły w H1 2011 -376,3 mln PLN, w tym w samym Q1 2011 -195,0 mln PLN. Dług netto spółki, włączając w to tak leasing, jak i obligacje, sięgnął na koniec Q2 2011 1,33 mld PLN. Jeśli taki stan zadłużenia miałby utrzymać się do końca roku, oznaczać mogłoby to ryzyko lekkiego przekroczenia kowenantów, które zgodnie z deklaracją prezesa PBG są na poziomie dług netto / EBITDA = 3,5 (dla wszystkich kredytów bankowych). Uważamy, że do końca roku zadłużenie Grupy PBG spadnie, nawet pomimo zaplanowanej w Q4 2011 akwizycji Rafako. Na koniec roku nasza prognoza zakłada, przy uwzględnieniu przejęcia Rafako, dług netto na poziomie 1067,8 mln PLN (dług netto / EBITDA = 2,9, co jest zbliżone z planami PBG). Poprawę operacyjnego cash flow PBG ma zawdzięczać tak działalności operacyjnej, jak i dezinwestycjom. Łącznie, z tytułu działalności operacyjnej dług netto może spaść o 883,7 mln PLN, zaś z tytułu dezinwestycji o 576,4 mln PLN. Niektóre z tych działań widoczne będą już w Q3 i Q4 2011, na niektóre trzeba będzie poczekać dopiero do 2012/2013 roku. Czynniki, które mogą w przyszłości wpływać na spadek stanu długu netto zostały opisane szczegółowo poniżej. Dezinwestycji nie uwzględniamy w prognozach. Oczekujemy, że przepływy pieniężne w Q3 2011 będą zbliżone do zera. Większej poprawy spodziewamy się w Q4 2011, jednocześnie z zapłatą za udziały w Rafako. Poprawa będzie postępować w 2012 roku. PBG słusznie podejmuje ryzyko przejściowego wzrostu zadłużenia, w celu budowy podmiotu o największych kompetencjach w kraju w dziedzinie budownictwa energetycznego. Podtrzymujemy prognozy i rekomendację kupuj.

Analiza oczekiwanych zmian stanu zadłużenia netto PBG

Pozycja	Wartość (mln PLN)	Okres realizacji
Stan zadłużenia bieżący i po przejęciu Rafako		
Dług netto na koniec Q2 2011	1 331,2	-
Przejęcie Rafako - wpływ na dług netto Grupy PBG	496,3	-
Dług netto po transakcji	1 827,5	-
Poprawa cash flow z tytułu działalności operacyjnej		
Odwroćenie negatywnych przepływów na kontraktach drogowych	265,0	Głównie Q4 2011, też Q3 2011 i Q1 2012
Zapłata zaległych środków z tyt. realizacji kontraktu na budowę Baltic Arena	80,0	Q3/Q4 2011 (fakturowanie we wrześniu 2011)
Zwrot kaucji z tytułu zabezpieczenia kredytu	38,0	Q3 2011 (już miało miejsce)
Kwoty należne od samorządów z tytułu realizacji kontraktów	100,0	b.d. (rozstrzygnięcie polubowne lub spory sądowe)
Spadek do zera salda pożyczek udzielonych inwestorom	264,3	Q3 2011 - 2012 (stopniowo q/q)
"Efekt końca roku"	196,5	Q4 2011
Rozwój segmentu energetycznego, spadek znaczenia segmentu dróg	-	2013
Suma	943,3	
Dług netto	883,7	
Dezinwestycje		
Sprzedaż biurowca Skalar	120,0	H1 2011 / 2012
Sprzedaż Strateg Capital	280,0	H1 2011 / 2012
Sprzedaż mieszkań skorygowana o przyszłe nakłady na budowę	131,4	H1 2011 - H1 2013
Sprzedaż gruntu w Bydgoszczy	45,0	H1 2012 - 2013
Suma	576,4	
Dług netto	307,8	

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

Akwizycja Rafako - wzrost długu netto o 496,3 mln PLN

Szacujemy, że akwizycja Rafako zwiększy dług netto PBG o 496,3 mln PLN. Sam koszt przejęcia pakietu 65,8% akcji firmy szacujemy na 699,3 mln PLN (w tym około 42 mln PLN już wydatkowane, na zakup 5,03% akcji spółki po kursie zbliżonym prawdopodobnie do 12 PLN/akcję). Pozostała część nakładów to koszt przejęcia 49,92% akcji spółki po 15,54 PLN (539,9 mln PLN) oraz koszt przejęcia 10,85% akcji spółki w wyniku wezwania po 15,54 PLN (117,4 mln PLN). Założenie wezwania po

15,54 na 10,85% akcji jest z punktu widzenia prognoz PBG założeniem konserwatywnym (możliwy wcześniejszy skup kolejnych akcji po niższych cenach, w transakcjach rynkowych). PBG deklaruje, że finansowanie bankowe transakcji jest już zapewnione. Transakcja zakupu akcji Rafako od Elektrimu obwarowana jest karami na poziomie 100 mln PLN, w przypadku wycofania jednej ze stron.

Odwroćenie negatywnych przepływów pieniężnych na kontraktach drogowych

Grupa PBG w H1 2011 zrealizowała 265 mln PLN ujemnych przepływów na kontraktach drogowych:

- 200 mln PLN na kontrakcie na budowę odcinka autostrady A4 (wykonawca: Hydrobudowa Polska);
- 65 mln PLN na kontrakcie na budowę odcinka autostrady A1 (wykonawca: Aprivia).

Przyczyną negatywnych przepływów pieniężnych są warunki płatności, zezwalające na wystawienie faktur dopiero po realizacji określonych „kamieni milowych”. Z kolei, w celu zapewnienia sobie tanich usług, podwykonawcom należy płacić szybko, nawet po 10-15 dniach. Z podobnym efektem mamy obecnie do czynienia we wszystkich spółkach infrastrukturalnych, w tym w firmach: Budimex, Polimex Mostostal, Mostostal Warszawa, ZUE. Późne warunki płatności w kontraktach, skrupulatnie przestrzegane przez GDDKiA, są też pochodną wysokich wydatków inwestycyjnych Dyrekcji i sytuacji budżetowej Państwa.

Po wycofaniu się Covec z realizacji 2 odcinków autostrad, GDDKiA zaczęła wcześniej regulować płatności i jest to zauważane przez firmy budowlane. Grupa PBG deklaruje, że wydatki z tytułu realizacji kontraktów drogowych zbilansują się z wpływami od inwestora dopiero w Q1 2012. Niemniej, przepływy pieniężne w II połowie roku powinny być znacznie większe, niż wartość poniesionych w H2 2011 kosztów. Do tego, większy przepływ może mieć miejsce w Q4 2011 („efekt końca roku”).

Zapłata zaległych należności z tytułu realizacji kontraktu na budowę Baltic Arena

Grupa PBG posiada 80 mln PLN niezapłaconych należności z tytułu realizacji kontraktu na budowę Baltic Arena w Gdańsku. Co do zapłaty kwoty PBG porozumiało się już z inwestorem (przyczyna sporu: 2 tygodnie opóźnienia w oddaniu stadionu). We wrześniu PBG wystawi fakturę na całość kwoty. Środki powinny wpłynąć na rachunki PBG na przełomie Q3 i Q4 2011.

Zwrot kaucji z tytułu zabezpieczenia kredytu

38 mln PLN to wypływ gotówki, który miał miejsce w Q2 2011 z tytułu zabezpieczenia kredytu. Środki te już wróciły do PBG.

Kwoty należne od samorządów z tytułu realizacji kontraktów

Prezes PBG na konferencji inwestorskiej przyznał, że PBG ma sporne należności na poziomie około 100 mln PLN, z tytułu realizacji kontraktów dla dużych miast. Prezes użył sformułowania, że są to prace wykonane w 100%, a zapłacone w 60%. Prezes liczy na szybkie polubowne rozwiązanie sporów. W sytuacjach takich wyjściem zawsze jest albo porozumienie polubowne albo długotrwałe spory sądowe. Podobną kwestię w ostatnich miesiącach pozytywnie rozwiązało ZUE.

Spadek do zera salda pożyczek udzielonych inwestorom

PBG, w celu realizacji wyższych marż na kontraktach, udziela pożyczek inwestorom. Na koniec Q2 2011 saldo pożyczek wynosiło 264,3 mln PLN. Celem jest, aby saldo pożyczek znacząco spadło. Pożyczki mają być spłacane w H2 2011 i 2012 roku. W Q2 2011 PBG udzieliło pożyczki za 25 mln PLN, 33 mln PLN pożyczek zostało spłacone.

„Efekt końca roku”

Pod koniec roku, w celu wykorzystania budżetów inwestycyjnych na rok bieżący, inwestorzy dokonują standardowo wcześniejszych płatności. Jest to widoczne głównie w sektorze publicznym, ale też i w sektorze prywatnym. W Q4 2010 dodatnie przepływy pieniężne Grupy PBG wyniosły 262 mln PLN. Zakładając, że przepływy pieniężne w Q4 2011 wyniosłyby 75% zeszłorocznych, daje to około 196,5 mln PLN dodatkowej gotówki netto.

Rozwój segmentu energetycznego, spadek znaczenia segmentu dróg

Podtrzymujemy opinię, że efekty realizacji dużych kontraktów energetycznych mogą być dokładnie odwrotne, niż efekty realizacji dużych zleceń drogowych. Kontrakty drogowe dały słabe marże i słabe przepływy pieniężne. Kontrakty energetyczne mogą zapewnić dobre wyniki i dobre przepływy pieniężne. Przykładowo, kontrakt na budowę bloku w Opolu przewiduje zaliczkę dla wykonawcy na poziomie 10% wartości kontraktu. Gdyby Grupa PBG była podwykonawcą Alstomu i realizowała prace za 2,5 mld PLN (zgodnie z deklaracją spółki), teoretycznie można mówić o potencjalnej zaliczce w kwocie 250 mln PLN. Naturalnie, kwota zaliczki nie jest pewna, gdyż PBG nie będzie generalnym wykonawcą bloku. Prawdopodobnie, PBG będzie mogło z Alstomem negocjować albo wyższe marże i wolniejsze przepływy pieniężne, albo odwrotnie. Tak spółki energetyczne, jak i Alstom są nadpłynne.

Segment drogowy z kolei może stracić na znaczeniu, gdyż PBG rozważa wygaszenie działalności w zakresie wykonawstwa dużych odcinków dróg szybkiego ruchu i autostrad. Jest prawdopodobne, że w przyszłości Grupa PBG będzie działać jedynie na lokalnych rynkach drogowych.

Sprzedaż biurowca Skalar

PBG deklaruje chęć sprzedaży biurowca Skalar w Poznaniu. Wartość biurowca o powierzchni 14,2 tys. m² powierzchni najmu szacujemy na 120,0 mln PLN (założenia: czynsz: 13 EUR/m², yield: 7%). Biurowiec wynajmowany jest od początku roku. Szacujemy, że niedługo obiekt będzie wynajęty w 70%. Sądzymy, że tak termin sprzedaży biurowca, jak i wpływ środków z tego tytułu (możliwość rozłożenia na raty) może być uzależniony od postępu najmu powierzchni. Sprzedaż biurowca jest możliwa na przełomie 2011 i 2012 roku.

Sprzedaż Strateg Capital

PBG deklaruje chęć sprzedaży spółki Strateg Capital, prowadzącej wydobywanie kruszyw. PBG chce odzyskać kwotę

poniesionych nakładów (130 mln PLN) oraz zmniejszyć zadłużenie o wartość zadłużenia spółki, która nie będzie już podlegać konsolidacji (150 mln PLN). Łącznie daje to spadek zadłużenia o 280 mln PLN. PBG dopiero podpisuje umowę z firmą, która będzie doradcą PBG w transakcji. Z uwagi na to, że dezinwestycja jest na tak wczesnym etapie, spodziewalibyśmy się jej finalizacji dopiero w 2012 roku.

Sprzedaż mieszkań skorygowana o przyszłe nakłady na budowę

Szacujemy, że z realizacji mieszkaniowych projektów deweloperskich PBG może pozyskać netto 131,4 mln PLN (przychody: 200,4 mln PLN, nakłady na dokończenie budowy: 68,9 mln PLN). Środki będą spływać stopniowo, wraz z postępem sprzedaży lokali. Największy wpływ będzie miała sprzedaż mieszkań w Kijowie na Ukrainie, z której PBG może pozyskać blisko 100 mln PLN. Poniżej prezentujemy oczekiwane przychody i koszty z tytułu realizacji projektów deweloperskich, uwzględnionych w prognozach. Warto zauważyć, że spływ gotówki wyprzedza przychody ze sprzedaży (kupujący wpłacają zaliczki w trakcie budowy).

Prognozy przychodów i kosztów z tytułu realizacji projektów mieszkaniowych (mln PLN)

Nazwa projektu	Przychody ze sprzedaży			Koszty własne sprzedaży		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Złotowska 51	17,6			12,7		
Dolina Potęgowska Etap I	16,4			14,5		
Quadro House		15,5	15,5		12,0	12,0
Osiedle mieszkaniowe E1			31,3			37,4
Ministerski Projekt Mieszkaniowy E1	15,6	73,0	15,6	11,8	55,1	11,8
Suma	49,6	88,4	62,4	39,0	67,1	61,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Sprzedaż gruntu w Bydgoszczy

PBG zakupiło grunt w Bydgoszczy, przeznaczony pod budowę obiektu handlowego o powierzchni do około 61 tys. m² powierzchni najmu. Koszt zakupu gruntu to 45 mln PLN. Uważamy, że PBG mogłoby odsprzedać grunt za porównywalną kwotę. Na razie spółka wstrzymuje się ze sprzedażą aktywa, aż do pozyskania pozwolenia na budowę galerii handlowej. Wówczas, realne jest uzyskanie wyższej ceny oraz większego zainteresowania potencjalnych kupujących.

Inne dezinwestycje i oszczędności

PBG planuje inne dezinwestycje i oszczędności w Grupie. Hydrobudowa Polska ma zmniejszyć zatrudnienie o około 250 osób (przejście osób do firmy outsourcingowej), co powinno wygenerować około 600-700 tys. oszczędności miesięcznie na poziomie kosztów stałych. PBG planuje też uporządkować nieruchomości Energomontażu Południe (możliwe przeniesienie siedziby spółki do Mikołowa, sprzedaż biurowca firmy w Katowicach).

EBIT w Q2 2011 zgodny z oczekiwaniami, wyniki nie zaskakują

Wyniki Grupy PBG za Q2 2011 oceniamy neutralnie. Spółka wygenerowała wyższe niż zakładaliśmy przychody, co przy niższej marży brutto ze sprzedaży (11,3%, prognoza: 13,3%), pozwoliło na wypracowanie porównywalnego do prognoz wyniku na sprzedaży oraz EBIT. Za niższą rentowność brutto na sprzedaży odpowiadał segment budownictwa ogólnego. Saldo pozostałych kosztów operacyjnych netto było neutralne (zgodnie z oczekiwaniami). Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 3,4 mln PLN (prognoza: -3,4 mln PLN). Wraz z niskim zaksięgowanym podatkiem (efektywna stopa: 12,9%) pozwoliło to przekroczyć prognozy zysku netto.

Operacyjne przepływy pieniężne były ujemne i wyniosły -181,3 mln PLN. Oczekiwaliśmy lekkich dodatnich przepływów operacyjnych, niemniej, zaskoczenia negatywnego można było się już spodziewać po opublikowanych wcześniej wynikach Hydrobudowy. PBG w sprawozdaniu zarządu informuje, że na ujemne przepływy operacyjne w H1 2011 w kwocie 376,3 mln PLN największy wpływ miał kontrakt na budowę autostrady A4, realizowany przez Hydrobudowę (-200 mln PLN) oraz kontrakt na budowę autostrady A1, realizowany przez Aprivię (-65 mln PLN).

Portfel zleceń PBG na rok 2012 i lata przyszłe ma wartość około 3,3 mld PLN, co jest zbliżone do naszych szacunków. Zmiana salda rezerw jest nieistotna (+0,9 mln PLN, wzrost rezerw na udzielone gwarancje o 5,0 mln PLN oraz rezerw na straty na kontraktach o 3,5 mln PLN, spadek pozostałych rezerw na zobowiązania o 7,5 mln PLN).

Wyniki Q2 2011 vs. prognoza DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	IIQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IIQ 2010	Zmiana
Przychody	979,2	842,8	16,2%	832,0	17,7%	729,3	34,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	110,5	112,1	-1,5%	-	-	112,0	-1,4%
%	11,3%	13,3%	-	-	-	15,4%	-
EBIT	81,7	79,0	3,5%	78,5	4,1%	73,9	10,6%
%	8,3%	9,4%	-	9,4%	-	10,1%	-
Zysk brutto	85,1	75,5	12,7%	-	-	74,1	14,8%
Zysk netto	73,5	59,9	22,7%	57,2	28,4%	62,5	17,5%
%	7,5%	7,1%	-	6,9%	-	8,6%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG, PAP

Wyniki Q1 i Q2 2011 w segmentach działalności

(mln PLN)	Q2 2011			Q1 2011		
	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Marża %	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Marża %
Gaz ziemny i ropa naftowa	310,7	62,7	20,2%	144,9	26,8	18,5%
Woda	158,1	22,7	14,3%	71,1	15,2	21,4%
Budownictwo ogólne	237,4	7,8	3,3%	134,0	10,1	7,6%
Budownictwo drogowe	254,1	12,6	5,0%	123,1	1,9	1,5%
Pozostałe	19,0	4,6	24,4%	4,5	1,3	29,0%
Suma	979,2	110,5	11,3%	477,6	55,3	11,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

W wynikach za I półrocze 2011 warto zwrócić uwagę również na korekty wyników za rok 2010. W wyniku korekt wartość kapitałów własnych uległa obniżeniu o 13,8 mln PLN. Z kolei EBIT za rok 2010 został obniżony o 11,1 mln PLN, zaś zysk netto o 33,9 mln PLN. Za korektę na poziomie zysku brutto przed opodatkowaniem odpowiada: rezerwa na straty na kontrakcie (5,6 mln PLN), przeniesienie wyceny instrumentu pochodnego z kapitałów do rachunku wyników (22,1 mln PLN), korekta wyniku finansowego Energomontażu Południe (5,4 mln PLN).

O ile tak późne utworzenie rezerwy może być rozczarowujące, o tyle pozostałe zdarzenia mają naszym zdaniem charakter niemal wyłącznie księgowy.



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.klisczyk@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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclín Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.