

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	1,69 PLN
Cena docelowa	2,01 PLN
Kapitalizacja	0,86 mld PLN
Free float	0,65 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	8,0 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING OFE	12,39%
Pioneer Pekao IM	9,95%
Polimex Cekop Development	2,52%

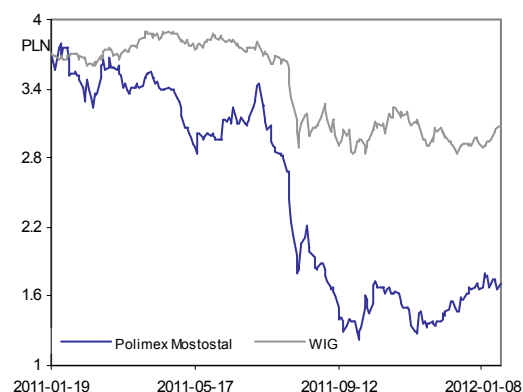
Pozostali 75,14%

Strategia dotycząca sektora

Nowy rok, nowe „rozdanie”. W 2012 roku WIG Budownictwo nie będzie już słabszy, niż szeroki indeks WIG. Szansą sektora budownictwa są inwestycje energetyki, ryzykiem zaś kontrakty drogowe (słabe przepływy operacyjne, brak łatwej akceptacji roszczeń wykonawców). Na tle sektora zalecamy przeważanie małych i średnich spółek nad dużymi. Małe i średnie spółki realizują małe, relatywnie bezpieczne kontrakty, mają też silne bilanse.

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.

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**

PXM PW; MOSD.WA

(Podtrzymana)

Na konflikcie Alstom-PBG zyskuje Polimex

Polimex Mostostal, zaraz po Grupie PBG, ma jedno z największych kompetencji do realizacji prac dla sektora energetycznego. Szacujemy, że w 2012 roku mogą być podpisane kontrakty na budowę nowych, dużych bloków energetycznych, o wartości blisko 26 mld PLN. Konkurencja w tym segmencie jest niższa, niż w segmencie drogowym, a aż 65-75% wartości prac może być wykonane przez polskie spółki. Konflikt na linii Alstom-PBG (roszczenie 135 mln PLN od Rafako) to wiadomość pozytywna dla Polimexu. Rosną szanse Polimexu na realizację prac w segmencie energetycznym, tak na zasadzie generalnego wykonawstwa, jak i w ramach podwykonawstwa. I połowa 2012 roku będzie obfitować w rozstrzygnięcia przetargów energetycznych. Największą szansą dla Polimexu w latach przyszłych jest wzrost marż, wynikający ze zmiany struktury portfela zamówień (mniej dróg, więcej energetyki). Ryzykiem są z kolei kontrakty drogowe, negatywnie odbijające się na operacyjnych przepływach pieniężnych. Przewidujemy, że na koniec Q4 2011 dług netto Polimexu wyniesie około 755,8 mln PLN (Q3 2011: 1024 mln PLN). Oznacza to, że wskaźnik dług netto / EBITDA 2011 wyniesie 2,8 (dla PBG jest to odpowiednio 3,7). Średnioroczne poziomy długu netto w 2012 roku mogą nieznacznie przekraczać 900 mln PLN, co mimo to nie budzi dużych obaw. Przyjmujemy bardziej konserwatywnie założenia dotyczące wyników finansowych, w tym w segmencie drogowym. Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie 2,01 PLN oraz rekomendację kupuj.

Struktura portfela zleceń na rok 2012

Udział segmentu dróg i kolei w portfelu zamówień na rok 2012 to aż 40%. Z tego 15% to koleje, zaś 25% to drogi. Udział problematycznego sektora drogowego w oczekiwanych przychodach 2012 roku będzie niższy i wyniesie 21%. Związane jest to z charakterem portfela zamówień Polimexu w segmencie chemii i energetyki (głównie małe, krótkie zlecenia).

Zaliczka od PGE szansą na poprawę cash flow

Wrzaz z podpisaniem kontraktu na budowę bloku energetycznego w Opolu, konsorcjum wykonawców będzie wypłacona zaliczka w wysokości 3% wartości kontraktu brutto (340 mln PLN, udział Polimexu: 136 mln PLN). Do końca 2012 roku wypłacona będzie kolejna część zaliczki, 5% wartości kontraktu brutto (567 mln PLN, udział Polimexu: 227 mln PLN).

Możliwość księgowania roszczeń w wynikach finansowych

Spółki budowlane mają możliwość księgowania uzasadnionych roszczeń od inwestora w poczet przychodów. Z takim przypadkiem możemy mieć do czynienia w przypadku Polimexu. Roszczenia przeważnie materializują się później jako wpływ gotówki (przykład: z 4 roszczeń przedstawionych w raporcie PSr 2010 przez Mostostal Zabrze, zmaterializowały się 3).

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	4 836,7	4 160,9	5 017,8	5 185,2	4 714,5
EBITDA	343,6	300,4	270,5	285,5	286,3
marża EBITDA	7,1%	7,2%	5,4%	5,5%	6,1%
EBIT	264,9	212,7	173,9	188,4	188,3
Zysk netto	156,4	109,7	102,0	94,8	101,6
P/E	5,0	7,1	8,4	9,1	8,4
P/CE	3,3	4,0	4,3	4,5	4,3
P/BV	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,8	4,5	6,0	5,7	5,3
DYield	0,6%	2,3%	2,3%	0,0%	0,0%

Portfel zamówień na rok 2012

Bardzo duży udział w portfelu zleceń na rok przyszły ma segment dróg i kolei (40%, z czego koleje to 15%, drogi zaś 25%). W ramach prac kolejowych, duży udział ma kontrakt na budowę podziemnego dworca w Łodzi. Kontrakty drogowe charakteryzują się słabymi przepływami pieniężnymi i problematyczną kwestią rozliczania robót dodatkowych (roszczenia).

Nie można jednak zapominać, że w segmencie chemii i energetyki wraz z początkiem roku portfel zamówień jest przeważnie zapełniony w około 50%. W ramach prac w segmencie chemii i energetyki wykonywanych jest wiele krótkich, podwykonawczych kontraktów. W całorocznej prognozie przychodów, udział problematycznych kontraktów drogowych szacujemy na 21%.

Portfel zamówień na rok 2012

Segment	mIn PLN
Energetyka	520
Produkcja	605
Budownictwo	1 305
Chemia	140
Drogi i koleje	1 715
w tym koleje	640
Suma	4 285

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Perspektywa przetargów energetycznych

Wartość oczekujących na rozstrzygnięcie przetargów energetycznych szacujemy na blisko 26 mld PLN. Polimex Mostostal nie startuje we wszystkich przetargach jako generalny wykonawca. Spółka jest obecna w przetargach na budowę bloku w Opolu, Kozienicach, Jaworznie, Włocławku. W przetargu na budowę bloku w Stalowej Woli konsorcjum z udziałem Polimexu zajęło drugie miejsce.

W najbliższym czasie rozstrzygnie się kwestia kontraktu na budowę bloków energetycznych w Opolu (9,3 mld PLN). Oczekujemy pozytywnego rozstrzygnięcia na rzecz „polskiego konsorcjum” (Rafako, Polimex Mostostal, Mostostal Warszawa).

Będzie to dla Polimexu wiadomość pozytywna – wraz z podpisaniem umowy wykonawcy będzie wypłacona zaliczka w wysokości 3% wartości brutto kontraktu (340 mln PLN, z czego udział Polimexu to około 136 mln PLN). W dalszej części 2012 roku będzie wypłacona zaliczka w wysokości 5% wartości brutto kontraktu (567 mln PLN, z czego Rafako pozyska blisko 227 mln PLN). Środki z zaliczki pojawiają się na bilansie wykonawców i z pewnym opóźnieniem będą wydatkowane, m.in. jako zaliczka dla dostawcy turbiny i generatora.

Duże przetargi energetyczne

Lp.	Lokalizacja, moc, inwestor	Wartość prac (mln PLN)
1	Opole, 2*1000 MW, PGE	9 300
2	Kozienice, 900-1000 MW, Enea	5 200
3	Jaworzno, 800-910 MW, Tauron	4 732
4	Turów, 430-450 MW, PGE	2 392
5	Stalowa Wola, 400-430 MW, Tauron i PGNiG	1 600
6	Włocławek, 400-500 MW, PKN Orlen	1 500
7	Wrocław, 400 MW, Fortum	1 200

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Sądymy, że bez względu na udział w konsorcjach na generalne wykonawstwo bloków energetycznych, Polimex może być podwykonawcą. Spółka posiada szerokie kompetencje, począwszy od dostawy konstrukcji stalowych, montażu podzespołów (turbina, generator), na usługach budowlanych skończywszy.

Konflikt na linii PBG – Alstom, objawiający się w roszczeniu 135 mln PLN przez Alstom od Rafako, jest dla Polimexu korzystny. Szanse na udział Polimexu w budowie bloków energetycznych, tak w konwencji generalnego wykonawstwa, jak i podwykonawstwa, wzrasta.

Ryzyka kontraktów drogowych

Kontrakty drogowe okazały się dla spółek bardzo niekorzystne, z uwagi na:

- a) Wzrost kosztów budowy (kruszywa, koszty transportu, ceny mas bitumicznych). Spółki generalnie zakładały brak wzrostu kosztów budowy (stałe koszty budowy w okresie realizacji prac). Szacujemy, że już z tego tytułu marża kontraktów zamiast być dodatnia okazuje się być zbliżona do zera.
- b) Błędów w ofertowaniu (przykładowo, kontrakt Poldimu „pograżyło” założenie, że kruszywa da się transportować z nowego pobliskiego kamieniołomu, który nie otrzymał jednak licencji na funkcjonowanie.
- c) Opóźnienia w płatnościach (spółka może wystawić fakturę, płatną po 30-45 dniach, dopiero po zatwierdzeniu prac przez inżyniera kontraktu, co często dzieje się z opóźnieniem).
- d) Kwestie sporne. Często okazuje się, że budowa drogi wymaga wykonania dodatkowych prac, nie objętych umową. W efekcie, spółki budowlane składają do GDDKiA roszczenia finansowe. Szacujemy, że wartość roszczeń na kontraktach drogowych w przypadku dużych spółek notowanych na GPW może sięgać po 150-300 mln PLN na spółkę.

Roszczenia spółek dotyczą prac już częściowo wykonanych (historyczny odpływ gotówki), jak i prac pozostających do wykonania (przyszły odpływ gotówki). Generalnie, sądzimy, że roszczenia firm są uzasadnione, problem jednak w tym, kiedy zostaną uznane.

Roszczenia musi uznać:

- a) Inżynier kontraktu (firma zewnętrzna);
- b) GDDKiA.

Problem jednak w tym, że GDDKiA roszczeń na razie nie uznaje (uznanie roszczeń to duże ryzyko dla pracowników Dyrekcji, chodzi m.in. o obawy korupcyjne). W takim przypadku, jedyną drogą do odzyskania uzasadnionych roszczeń jest droga sądowa. Ryzyko nie uregulowanych przez GDDKiA roszczeń uwzględniamy w wycenie w postaci bardziej konserwatywnych założeń co do zmian zadłużenia netto.

Nasze prognozy zakładają, że:

- a) Polimex ma bardziej komfortową sytuację na kontraktach drogowych, niż PBG i Mostostal Warszawa.
- b) Spółka jest skłonna księgować uzasadnione roszczenia, uznane przez inżyniera kontraktu, ale nie GDDKiA, w poczet przychodów. Nie mówimy jednak o kwotach przekraczających 80-100 mln PLN.
- c) Ewentualny „rachunek sumienia” na drogach odbędzie się dopiero wraz z zakończeniem kontraktów, pod koniec 2012 roku i w roku 2013. Stąd obniżamy nasze szacunki, zakładające dużą poprawę wyników r/r w 2012 i 2013 roku.

Zadłużenie netto Polimex Mostostal

Szacujemy, że w Q4 2011 zadłużenie netto Polimex Mostostal spadnie z 1024 mld PLN na koniec Q3 2011 do 755,8 mln PLN w Q4 2011 (dług netto / EBITDA 2011 = 2,8; PBG: 3,7). Średniorocznie, w 2012 roku, stan zadłużenia będzie jednak większy – szacujemy, że o około 164 mln PLN, co uwzględniamy w wycenie.

Na koniec Q3 2011 zadłużenie krótkoterminowe Polimexu miało wartość 592,2 mln PLN, z czego w Q4 2011 przedłużone zostały kredyty na kwotę 150 mln PLN. Szacujemy, że zapadalność pozostałego zadłużenia Polimex Mostostal jest stosunkowo równomiernie rozłożona między poszczególne kwartały 2012 roku.

Dług Polimex Mostostal jest stosunkowo rozdrobniony (wiele produktów bankowych, w wielu spółkach, niewielka ilość covenantów, które wymagają utrzymywania wskaźnika dług netto / EBITDA < 3,5). Polimex Mostostal planuje zmniejszyć zadłużenie poprzez:

- a) zakończenie realizacji kapitałochłonnych kontraktów drogowych;
- b) sprzedaż zbędnych aktywów deweloperskich (grunty warte około 300 mln PLN, część gruntów może być sprzedanych ze stratą). Sprzedaż gruntów w obecnej sytuacji makro wydaje nam się bardzo mało prawdopodobna – nie uwzględniamy jej w prognozach.

Należności – zobowiązania a przychody Polimex Mostostal

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Należności	1 289,6	1 347,5	1 328,0	1 382,9	1 876,7	1 908,1	1 734,9
Zobowiązania	897,7	1 240,4	1 414,1	1 336,3	1 545,5	1 467,5	1 330,5
Różnica	391,9	107,1	-86,1	46,6	331,2	440,6	404,4
Przychody segmentu dróg i wody	479,3	687,5	730,1	835,4	1 568,0	1 735,0	1 041,0
Różnica / przychody	81,8%	15,6%	-11,8%	5,6%	21,1%	25,4%	38,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

Wycena akcji Polimexu Mostostalu

Akcje Polimexu Mostostal wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 2,01 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest wyższa o 18,9% 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	2,22	50%
Wycena metodą porównawczą	1,48	50%
Średnia	1,85	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,7%	
Cena docelowa	2,01	

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 11,6% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2011-2013). Premia jest naszym zdaniem uzasadniona perspektywami budownictwa energetycznego.

Wycena porównawcza akcji Polimex Mostostal

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,1	8,3	11,0	2,2	4,1	6,9
Erbud	<0	8,6	8,4	<0	5,2	4,6
Elektrobudowa	11,9	10,3	8,7	6,7	6,3	5,3
Mostostal Warszawa	<0	0,1	-0,2	<0	-0,4	-0,5
PBG	5,1	10,9	7,0	9,6	8,2	5,9
Rafako	7,6	8,2	7,0	6,1	5,0	3,7
Unibep	9,2	7,6	7,5	5,7	6,8	4,1
ZUE	7,5	8,0	7,9	5,5	4,0	3,6
Mediana	7,9	8,2	7,7	5,9	5,1	4,3
Polimex Mostostal	8,3	8,9	8,3	5,9	5,7	5,3
Premia (dyskonto)	5,2%	8,1%	8,1%	1,1%	11,8%	21,2%
Waga wskaźnika	20,0%	15,0%	15,0%	20,0%	15,0%	15,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; wycena porównawcza na dzień 23 stycznia 2012

Wycena DCF**Założenia modelu:**

- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Premia za ryzyko kredytowe w wysokości 2,5% w latach 2009-2017.
- Uwzględniamy w wycenie połowę wartości księgowej gruntów deweloperskich (300 mln PLN)
- Korygujemy liczbę akcji o akcje własne będące w posiadaniu Polimex-Cekop Development
- Wydłużone cykle obrotu należności; korekta o średnioroczne poziomy zadłużenia.
- Obniżona efektywna stopa podatkowa w latach 2012-2016 (ulgi z tyt. inwestycji w SSE).

Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	5 017,8	5 185,2	4 714,5	5 338,6	5 611,4	5 867,7	6 109,9	6 337,8	6 565,3	6 782,4	
<i>zmiana</i>	20,6%	3,3%	-9,1%	13,2%	5,1%	4,6%	4,1%	3,7%	3,6%	3,3%	
EBITDA	270,5	285,5	286,3	335,5	349,4	362,0	373,8	384,5	394,7	379,4	
<i>marża EBITDA</i>	5,4%	5,5%	6,1%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,6%	
Amortyzacja	96,7	97,1	98,1	99,0	100,0	100,9	101,8	102,5	102,8	102,8	
EBIT	173,9	188,4	188,3	236,5	249,4	261,2	272,0	281,9	291,9	276,6	
<i>marża EBIT</i>	3,5%	3,6%	4,0%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,1%	
Opodatkowanie EBIT	7,0	7,5	7,5	9,5	10,0	31,3	51,7	53,6	55,5	52,6	
NOPLAT	166,9	180,8	180,7	227,0	239,5	229,8	220,3	228,4	236,5	224,0	
CAPEX	-87,6	-97,1	-108,1	-109,0	-110,0	-110,9	-111,8	-112,5	-107,8	-102,8	
Kapitał obrotowy	-302,0	-111,3	29,9	-78,2	-32,9	-30,2	-28,3	-26,7	-26,5	-17,9	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-126,0	69,5	200,7	138,8	196,6	189,6	182,0	191,7	204,9	206,2	212,4
WACC	9,1%	9,8%	10,1%	10,2%	10,6%	10,7%	11,0%	11,5%	11,7%	11,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	100,0%	91,1%	82,8%	75,1%	67,9%	61,3%	55,3%	49,6%	44,4%	39,8%	
PV FCF	-126,0	63,4	166,1	104,2	133,5	116,3	100,6	95,0	91,0	82,0	
WACC	9,1%	9,8%	10,1%	10,2%	10,6%	10,7%	11,0%	11,5%	11,7%	11,6%	
Koszt długu	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	12,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	57%	58%	49%	44%	34%	25%	15%	5%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	2 469,3										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	982,1										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	826,0										
Wartość firmy (EV)	1 808,2										
Dług netto	482,9										
Korekta o średnioroczne zadłużenie	164,0										
Grunt deweloperskie	150,0										
Udziałowcy mniejszościowi	163,2										
Wartość firmy	1 127,8										
Liczba akcji (mln) *	508,0										
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,22										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,7%										
Cena docelowa	2,41										
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej	7,3										
P/E('11) dla ceny docelowej	12,0										
Udział TV w EV	54%										

* Korekta o liczbę akcji własnych

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	2,71	2,89	3,09	3,33	3,62
WACC -0,5pp	2,41	2,55	2,71	2,89	3,09
WACC	2,18	2,29	2,41	2,55	2,71
WACC +0,5pp	1,99	2,08	2,18	2,29	2,41
WACC +1,0pp	1,83	1,91	1,99	2,08	2,18

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	3 720,5	4 301,7	4 836,7	4 160,9	5 017,8	5 185,2	4 714,5
<i>zmiana</i>	49,8%	15,6%	12,4%	-14,0%	20,6%	3,3%	-9,1%
Koszt własny sprzedaży	3 398,3	3 870,7	4 326,9	3 723,4	4 635,1	4 764,7	4 319,8
Zysk brutto na sprzedaży	322,2	431,0	509,8	437,6	382,8	420,5	394,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	8,7%	10,0%	10,5%	10,5%	7,6%	8,1%	8,4%
Koszty sprzedaży	-28,3	-32,3	-26,8	-30,3	-37,0	-37,5	-33,3
Koszty ogólnego zarządu	-137,1	-185,3	-213,2	-210,4	-180,5	-182,9	-162,6
Pozostała działalność operacyjna netto	3,6	14,7	-4,9	15,9	8,5	-11,7	-10,4
EBIT	160,4	228,1	264,9	212,7	173,9	188,4	188,3
<i>zmiana</i>	62,8%	42,2%	16,1%	-19,7%	-18,3%	8,3%	-0,1%
<i>marża EBIT</i>	4,3%	5,3%	5,5%	5,1%	3,5%	3,6%	4,0%
Wynik na działalności finansowej	-15,4	-72,1	-55,5	-56,8	-40,4	-88,3	-81,0
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	-0,7	0,0	-0,6	-0,6
Zysk brutto	149,4	158,9	215,6	155,2	133,4	99,5	106,7
Podatek dochodowy	32,7	18,5	40,3	35,9	30,7	4,0	4,3
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	16,6	20,3	18,9	9,6	0,8	0,7	0,8
Zysk netto	100,1	120,1	156,4	109,7	102,0	94,8	101,6
<i>zmiana</i>	59,9%	20,0%	30,2%	-29,9%	-7,0%	-7,0%	7,2%
<i>marża</i>	2,7%	2,8%	3,2%	2,6%	2,0%	1,8%	2,2%
Amortyzacja	45,0	70,4	78,6	87,7	96,7	97,1	98,1
EBITDA	205,4	298,5	343,6	300,4	270,5	285,5	286,3
<i>zmiana</i>	58,4%	45,3%	15,1%	-12,6%	-10,0%	5,5%	0,3%
<i>marża EBITDA</i>	5,5%	6,9%	7,1%	7,2%	5,4%	5,5%	6,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	463,6	463,6	463,6	463,6	508,0	508,0	508,0
EPS	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
ROAE	15,0%	11,8%	13,6%	8,1%	6,8%	6,0%	6,1%
ROAA	4,5%	3,9%	4,3%	2,8%	2,4%	2,1%	2,3%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	2 801,4	3 438,6	3 827,7	3 923,5	4 510,3	4 428,0	4 298,3
Majątek trwały	983,2	1 381,7	1 685,3	1 712,2	1 736,4	1 736,4	1 746,4
Wartości niematerialne i prawne	437,6	509,4	517,7	512,2	517,3	517,3	517,3
Rzeczowe aktywa trwałe	426,4	710,8	947,9	1 027,9	1 025,8	1 025,8	1 035,8
Inwestycje długoterminowe	80,9	76,5	107,8	92,7	124,4	124,4	124,4
Pozostałe	38,3	84,9	111,9	79,3	68,9	68,9	68,9
Majątek obrotowy	1 818,2	2 056,9	2 142,4	2 211,3	2 773,9	2 691,5	2 551,8
Zapasy	348,9	395,1	350,9	432,9	450,4	452,2	458,5
Należności	1 289,6	1 347,5	1 328,0	1 382,9	1 876,7	1 908,1	1 734,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	9,8	11,2	9,9	10,1	24,8	24,8	24,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	169,9	303,1	453,6	385,4	422,1	306,3	333,6
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	2 801,4	3 438,6	3 827,7	3 923,5	4 510,3	4 428,0	4 298,3
Kapitał własny	983,0	1 053,9	1 242,7	1 449,0	1 529,7	1 624,5	1 726,1
Kapitał mniejszości	102,6	114,9	140,8	9,7	10,3	11,0	11,7
Zobowiązania długoterminowe	461,5	634,5	817,7	756,9	744,5	744,5	649,5
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	329,9	435,9	603,4	551,6	544,1	544,1	449,1
Rezerwy	92,6	101,1	104,1	118,4	112,0	112,0	112,0
Pozostałe	39,0	97,5	110,3	86,9	88,4	88,4	88,4
Zobowiązania krótkoterminowe	1 254,4	1 635,3	1 626,5	1 708,0	2 225,9	2 047,9	1 910,9
Pożyczki i kredyty	229,4	317,5	154,6	316,7	633,7	533,7	533,7
Zobowiązania wobec dostawców	897,7	1 240,4	1 414,1	1 336,3	1 545,5	1 467,5	1 330,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	127,2	77,4	57,8	54,9	46,7	46,7	46,7
Dług	559,3	753,4	758,0	868,3	1 177,8	1 077,8	982,8
Dług netto	389,4	450,4	304,5	482,9	755,8	771,6	649,2
(Dług netto / Kapitał własny)	39,6%	42,7%	24,5%	33,3%	49,4%	47,5%	37,6%
(Dług netto / EBITDA)	1,9	1,5	0,9	1,6	2,8	2,7	2,3
BVPS	2,1	2,3	2,7	3,1	3,0	3,2	3,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-203,8	355,5	544,4	37,2	-105,0	169,6	311,4
Zysk netto	100,1	120,1	156,4	109,7	102,0	94,8	101,6
Amortyzacja	45,0	70,4	78,6	87,7	96,7	97,1	98,1
Kapitał obrotowy	-463,0	193,1	280,0	-222,1	-305,6	-111,3	29,9
Pozostałe	114,1	-28,1	29,4	62,0	2,0	89,0	81,8
Przepływy inwestycyjne	-97,1	-303,4	-349,1	-128,3	-82,7	-97,1	-108,1
CAPEX	-143,7	-323,9	-352,1	-136,5	-85,6	-97,1	-108,1
Inwestycje kapitałowe	46,9	0,0	0,0	6,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,2	20,5	3,1	1,4	2,9	0,0	0,0
Przepływy finansowe	257,7	100,1	-53,3	27,4	234,9	-188,3	-176,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0
Dług	109,6	152,6	-44,9	110,1	307,3	-100,0	-95,0
Dywidenda (buy-back)	-8,5	-4,6	-4,6	-18,1	-20,0	0,0	0,0
Pozostałe	156,7	-47,9	-3,7	-64,5	-52,9	-88,3	-81,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-43,1	152,2	142,1	-63,6	47,2	-115,8	27,3
Środki pieniężne na koniec okresu	143,1	295,2	437,4	373,8	421,1	305,3	332,6
DPS (PLN)	0,02	0,01	0,01	0,04	0,04	0,00	0,00
FCF	-442,8	172,6	196,2	-104,2	-126,0	69,5	200,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,6%	7,5%	7,3%	3,1%	1,7%	1,9%	2,3%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	7,8	6,5	5,0	7,1	8,4	9,1	8,4
P/CE	5,4	4,1	3,3	4,0	4,3	4,5	4,3
P/BV	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5
P/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	-34,7%	12,8%	15,0%	-7,7%	-7,8%	4,2%	13,2%
EV/EBITDA	6,2	4,5	3,8	4,5	6,0	5,7	5,3
EV/EBIT	8,0	5,9	4,9	6,4	9,3	8,7	8,1
EV/S	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DYield	1,1%	0,6%	0,6%	2,3%	2,3%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	1,69						
Liczba akcji na koniec roku (mln) *	463,6	463,6	508,0	508,0	508,0	508,0	508,0
MC (mln PLN)	783,5	783,5	858,5	858,5	858,5	858,5	858,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	102,6	114,9	140,8	9,7	10,3	11,0	11,7
EV (mln PLN)	1 275,5	1 348,7	1 303,8	1 351,1	1 624,5	1 641,0	1 519,4

* 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
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

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

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 księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. 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	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-05-20	2011-07-05	2011-08-11	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	3,09	3,32	1,88	1,66
WIG w dniu rekomendacji	48747,55	48481,82	37368,93	39518,87