

Energomontaż Północ

sektor / branża: Budownictwo

Ticker: EPN

ISIN: PLENMPN00017

Kupuj

15,81 zł

Profil spółki

Grupa Kapitałowa świadczy kompleksowe usługi budowlano - montażowe dla branży petrochemicznej, chemicznej oraz energetycznej, a także oferuje sprzedaż prefabrykowanych konstrukcji stalowych.

Dane podstawowe

Kurs (11/08/09)	13,80
Wycena DCF (zł)	16,69
Wyc. porównawcza - bud. energetyczne	15,55
Wyc. porównawcza - budownictwo	13,99
Cena docelowa (zł)	15,81

Liczba akcji (tys.)	23 827
Kapitalizacja (mln zł)	328,8
EV (mln zł)	276,5

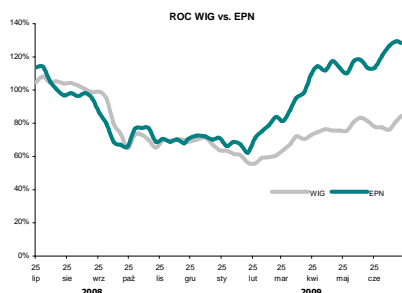
Notowania EPN

max cena 52 tygodnie (zł)	14,4
min cena 52 tygodnie (zł)	6,2
Mediana obrotów (3m-ce/tys. zł)	59,6

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Polimex - Mostostal	65,6%	65,6%
ING TFI	12,1%	12,1%

Poprzednie zalecenie	Data	Wycena
kupuj	16.02.2009	11,39



Analitik:

Grzegorz Kujawski tel. (0-22) 329 43 46

e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

Szacunki wyników za 2 kw. 2009 r. - kolejny udany kwartał

Przychody w 2 kw. br. szacujemy na 104,3 mln zł (wzrost o 37,8% r/r), tym samym Energomontaż, według naszych prognoz, w ciągu 6 m-cy wygeneruje sprzedaż na poziomie 189,0 mln zł (tj. 44,2% prognozowanych tegorocznych obrotów). Spodziewamy się również wyższej w stosunku do 1 kw. br. marży na sprzedaży (7,1% vs. 6,0%) wynikającej nie tylko z sezonowego wzrostu sprzedaży, który zwiększa efekt dźwigni operacyjnej, ale również z utrzymujących się korzystnych dla Grupy relacji kursowych. W rezultacie w 2 kw. br. spodziewamy się zysku netto w wysokości 6,5 mln zł (wzrost o 63,1% r/r), co implikować będzie marżę netto na poziomie 6,3% (wzrost o 1 p.p. r/r).

Rewizja prognoz na lata 2009 - 2010

Szacowane wyniki za 1 półrocze roku oraz obecny portfel zleceń skłoniły nas do utrzymania dotychczasowej prognozy przychodów na bieżący rok (425,7 mln zł) oraz do podniesienia prognozy przychodów na 2010 r. do poziomu ok. 480 mln zł. W obszarze rentowności zdecydowaliśmy się obniżyć marżę brutto ze sprzedaży do poziomu 12,7% w 2009 r. oraz 12,3% w 2010 r., gdyż rosnąca liczba pozyskiwanych kontraktów i krótszy okres ich realizacji wpływa na wzrost początkowych kosztów projektów (logistyka, prace przygotowawcze, szkolenia kadry). Bardziej konserwatywne podejście do marż ma uzasadnienie również w obserwowanym wzroście konkurencji. Rośnie bowiem liczba spółek, które wzmacniają zaplecza wykonawcze w obszarze budownictwa energetycznego (m.in. działania Mostostalu Warszawa w Remaku) oraz tych, które planują akwizycje spółek mających ekspozycję na ten segment rynku budowlanego (m.in. PBG, Erbud). W rezultacie prognozujemy, że zysk netto Energomontażu w bieżącym roku wyniesie 23,1 mln zł przy rentowności netto 5,4% oraz 24,6 mln zł przy rentowności 5,1% w 2010 r.

Perspektywy branży

Wciąż uważamy, że budownictwo energetyczne obok budownictwa infrastrukturalnego pozostaje najatrakcyjniejszym segmentem rynku budowlano - montażowego. Decyzje o dalszej prywatyzacji polskiej energetyki poprzez zapowiadaną przez SP sprzedaż posiadanych akcji Enei oraz planowany do końca roku debiut PGE, powinny przyspieszyć rozpoczęcie procesu inwestycyjnego w polskiej energetyce. Szczególnie, że nowym właścicielom spółek energetycznych z pewnością zależeć będzie na podniesieniu ich efektywności wytwórczej oraz kosztowej, a poprawa tych parametrów nie będzie możliwa bez modernizacji i budowy nowych bloków energetycznych oraz bez poniesienia nakładów na spełnienie rosnących wymogów środowiskowych. Podjęciu działań inwestycyjnych sprzyjać powinno również planowane począwszy od 2010 r. uwolnienie cen energii elektrycznej dla odbiorców indywidualnych, co pozwoli dostawcom na kształtowanie cen w relacji do rzeczywistych kosztów wytworzenia i tym samym umożliwi przygotowanie długoterminowych budżetów inwestycyjnych. Choć przyjmujemy, że intensyfikacja inwestycji w Polsce rozpocznie się na przełomie 2012 - 2013 roku, Energomontaż do tego czasu dzięki bardzo dobremu referencjom wśród zagranicznych partnerów będzie zwiększał sprzedaż eksportową.

Wycena i rekomendacja

Wartość Grupy na podstawie metody fundamentalnej oraz porównawczej w ujęciu szerszym ze spółkami budowlanymi, a w ujęciu węższym z podmiotami specjalizującymi się w budownictwie energetycznym, szacujemy na 376,6 mln zł, czyli 15,81 zł za 1 akcję. Konsekwentna polityka Zarządu odzwierciedlona w generowanych wynikach jak również wycena obecnego portfel zamówień sięgająca 600 mln zł oraz rosnąca ekspozycja Grupy na klientów zagranicznych, skłoniły nas do rewizji in plus naszych założeń przyjętych w modelu DCF na najbliższe lata i utrzymania rekomendacji KUPUJ dla walorów Energomontażu.

mIn zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	312,9	323,0	427,5	478,8	525,3	593,6
zmiana r/r (%)	34,8%	3,2%	32,4%	12,0%	9,7%	13,0%
EBITDA	7,9	29,1	32,2	35,6	38,9	46,6
EBIT	2,0	22,3	24,8	26,2	28,4	35,0
marża EBIT (%)	0,6%	6,9%	5,8%	5,5%	5,4%	5,9%
Zysk netto	5,0	23,7	23,1	24,6	26,6	31,9
marża netto (%)	1,6%	7,3%	5,4%	5,1%	5,1%	5,4%
EPS (zł)	0,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3
DPS (zł)	-	-	-	0,3	0,3	0,4
P / E	66,0	13,9	14,2	13,4	12,4	10,3
EV / EBITDA	35,1	9,5	8,6	7,8	7,1	5,9

P - prognozy BM BGZ

Prognoza wyników za 2 kw. 2009 r.

Grupa specjalizująca się w budownictwie przemysłowym i energetycznym, zakończyła 2 kw. br. bardzo dobrym wynikiem. Przychody w tym okresie szacujemy na 104,3 mln zł (wzrost o 37,8% r/r), tym samym Energomontaż, według naszych prognoz, w ciągu 6 m-cy wygenerował sprzedaż na poziomie 189,0 mln zł, co stanowi 44,2% prognozowanej przez nas wartości tegorocznych obrotów (427,5 mln zł). Spodziewamy się również wyższej w stosunku do 1 kw. br. marży na sprzedaży (7,1% vs 6,0%) wynikającej nie tylko z sezonowego wzrostu sprzedaży, który zwiększa efekt dźwigni operacyjnej, ale również z utrzymujących się korzystnych dla Grupy relacji kursowych. Zysk operacyjny wyniesie 7,4 mln zł (wzrost o 52,2% r/r) i nie uwzględnia jeszcze przyrostu amortyzacji w związku z prowadzonym programem inwestycyjnym m.in. budowaną halą produkcyjną i jej wyposażeniem w Sochaczewie, której oddanie planowane jest na przyszły rok. W rezultacie szacowany przez nas zysk netto wyniesie 6,5 mln zł (wzrost o 63,1% r/r), co implikować będzie marżę netto na poziomie 6,3% (wzrost o 1 p.p. r/r). Tym samym wskaźnik P/E liczony za okres 3 kw. 2008 – 2kw. 2009 dla bieżącego kursu, uwzględniający 5,5 mln zł zysku ze sprzedaży nieruchomości w 4 kw. 2008 r., wyniesie 11,3.

Tabela 1. Prognoza wyników za 1H 2009 r.

(mln zł)	2 kw. 2009	2 kw. 2008	zmiana (%) r/r	1-2 kw. 2009	1-2 kw. 2008	zmiana (%) r/r	3 kw.2008 - 2 kw.2009	3 kw.2007 - 2 kw.2008	zmiana (%) r/r
Przychody netto ze sprzedaży	104,3	75,7	37,8%	189,0	146,9	28,7%	363,9	324,9	12,0%
KWS	90,1	65,3	38,1%	164,2	128,4	27,9%	316,9	287,7	10,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,2	10,4	35,8%	24,7	18,4	34,2%	47,0	37,2	26,2%
marża brutto ze sprzedaży (%)	13,6%	13,8%		13,1%	12,6%		12,9%	11,5%	
Zysk ze sprzedaży	7,1	3,5	100,9%	12,2	6,0	103,0%	22,2	12,5	77,0%
marża ze sprzedaży (%)	6,8%	4,7%		6,4%	4,1%		6,1%	3,9%	
EBITDA	8,8	6,6	33,0%	16,2	10,7	50,6%	32,5	15,6	107,9%
marża EBITDA (%)	8,5%	8,8%		8,6%	7,3%		8,9%	4,8%	
EBIT	7,1	4,9	45,6%	12,7	7,3	74,8%	28,0	11,8	138,3%
marża EBIT (%)	6,8%	6,4%		6,7%	5,0%		7,7%	3,6%	
Zysk brutto	8,0	5,0	59,0%	14,2	7,7	84,8%	34,7	12,8	171,4%
marża brutto (%)	7,7%	6,7%		7,5%	5,2%		9,5%	3,9%	
Zysk netto*	6,3	4,0	56,6%	11,3	5,8	94,1%	29,0	9,2	215,9%
marża netto (%)	6,0%	5,3%		6,0%	4,0%		8,0%	2,8%	
* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej									
EPS (zł)	0,26	0,17		0,47	0,24		1,22	0,39	
CEPS (zł)	3,33	2,40		6,16	3,88		1,37	0,55	
P/E (x)	-	-		-	-		11,32	35,76	

Źródło: BM BGZ S.A.

Rewizja prognoz na lata 2009 - 2010

Szacowane wyniki za 1 półrocze roku oraz obecny portfel zleceń skłoniły nas do utrzymania dotychczasowej prognozy przychodów na bieżący rok (425,7 mln zł) oraz do podniesienia prognozy przychodów

Tabela 2. Rewizja prognoz na lata 2009 - 2010

(mln zł)	2009P	2009P skorygowana	zmiana (%)	2010P	2010P skorygowana	zmiana (%)
Przychody netto ze sprzedaży	427,5	427,5	0,0%	449,8	478,8	6,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	54,7	54,5	-0,5%	55,3	58,9	6,5%
marża zysku brutto ze sprzedaży (%)	12,8%	12,7%	-	12,3%	12,3%	-
EBITDA	31,0	32,2	3,8%	33,6	35,6	6,1%
marża EBITDA (%)	7,3%	7,5%	-	7,5%	7,4%	-
EBIT	23,4	24,8	6,1%	24,7	26,2	6,1%
marża EBIT (%)	5,5%	5,8%	-	5,5%	5,5%	-
Zysk netto*	21,9	23,1	5,5%	22,4	24,6	9,6%
marża netto (%)	5,1%	5,4%	-	5,0%	5,1%	-
* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej						

Źródło: BM BGZ S.A.

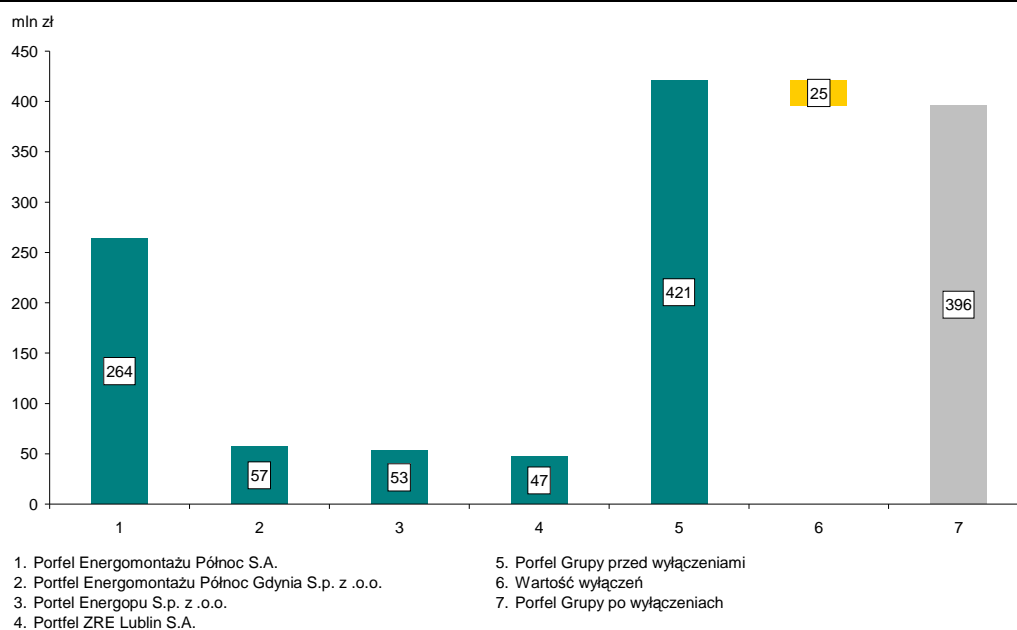
na 2010 r. do poziomu ok. 480 mln zł. Z kolei Zarząd szacuje, że sprzedaż w przyszłym roku powinna być wartością z przedziału 430 – 570 mln zł, tym samym w wariantcie bazowym wyniesie ok. 500 mln zł obrotów, co czyni naszą prognozę dość konserwatywną na tle założeń władz Grupy.

W obszarze rentowności zdecydowaliśmy się obniżyć marżę brutto ze sprzedaży do poziomu 12,7% w 2009 r. oraz 12,3% w 2010 r., gdyż rosnąca liczba pozyskiwanych kontraktów i krótszy okres ich realizacji wpływa na wzrost początkowych kosztów projektów (logistyka, prace przygotowawcze, szkolenia kadry). Bardziej konserwatywne podejście do marż ma uzasadnienie również w obserwowanym wzroście konkurencji. Rośnie bowiem liczba spółek, które wzmacniają zaplecza wykonawcze w obszarze budownictwa energetycznego (m.in. działania Mostostalu Warszawa w Remaku) oraz tych, które planują akwizycje spółek mających ekspozycję na ten segment rynku budowlanego (m.in. PBG, Erbud). Jednocześnie dokonaliśmy rewizji założeń w obszarze kosztów ogólnego zarządu skutkującej zwiększeniem marży EBIT do poziomu 5,8% w 2009 r. W rezultacie prognozujemy zysk netto Energomontażu w bieżącym roku na poziomie 23,1 mln zł przy rentowności netto 5,4% oraz 24,6 mln zł zysku netto przy rentowności 5,1% w 2010 r.

Portfel zamówień

Portfel zleceń Grupy Energomontaż na bieżący rok po wyłączeniu przychodów wewnątrz Grupy ma wartość ok. 400 mln zł, co stanowi 92,6% prognozowanych przez nas przychodów na 2009 r. Największe zakontraktowanie sprzedaży występuje obecnie w Energomontażu Północ S.A. (ok. 260 mln zł), natomiast w pozostałych spółkach konsolidowanych metodą pełną wynosi 160 mln zł. Ponadto podpisane obecnie umowy gwarantują sprzedaż w 2010 r. na poziomie 190 mln zł (większość realizowana będzie przez Energomontaż Północ S.A.). W przyszłym roku kontynuowana będzie realizacja budowy: instalacji odsiarczania spalin w Elektrowni Kozienice (wartość kontraktu 122 mln zł), instalacji PTA w Anwilu Włocławek (wartość kontraktu 74,3 mln zł) oraz instalacji MHC dla Grupy Lotos (wartość kontraktu 58 mln zł). Jednocześnie Zarząd prowadzi działania mające na celu zwiększenie sprzedaży eksportowej. W rezultacie czego złożono oferty na ok. 300 mln zł dla inwestorów skandynawskich do realizacji w latach 2009 – 2010 oraz na ok. 700 mln zł na rynku niemieckim o dużym, zdaniem Zarządu, prawdopodobieństwie pozyskania do realizacji w latach 2009 - 2013.

Rysunek 1. Dekompozycja portfela Grupy na 2009 r.



Źródło: szacunki Zarządu

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej;

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Szacując wartość Spółki w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wycenę Grupy Energomontaż Północ na poziomie **397,6 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **16,69 zł**. Model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- Poziom osiągniętych przychodów uwzględnia zarówno obecny portfel zamówień jak również planowane wydatki w branży energetycznej (w tym związane z ochroną środowiska);
- Pozyskiwanie kontraktów z pierwszą marżą na poziomie 12 – 13% oraz wykorzystanie efektu dźwigni operacyjnej (łagodny wzrost amortyzacji, stabilność kadry zarządczej i kierowniczej, kontrola pozostałych kosztów);
- Energomontaż Bełchatów, w którym Spółka posiada 32% udziałów, będzie wypłacał Grupie dywidendę w wysokości 100% zysku wynikającego z udziału Energomontażu w spółce stowarzyszonej;
- W ramach kapitału obrotowego wydłużeniu ulegnie cykl rotacji zobowiązań w związku ze wzrostem znaczenia kontraktów realizowanych w systemie generalnego wykonawstwa, jak również zmniejszeniem udziału wynagrodzeń w strukturze zobowiązań Spółki (m.in. na korzyść materiałów, gdzie płatność realizowana jest w dłuższym okresie 30 – 60 dni);
- Nakłady inwestycyjne planowane do poniesienia w latach 2009 -2011 wyniosą ok. 50 mln zł (zostaną zagospodarowane w obszarze modernizacji majątku oraz zwiększenia zdolności wytwórczych w spółkach z Grupy);
- Obniżeniu ulegnie stopa amortyzacji ze względu na wzrost w strukturze aktywów Spółki środków trwałych cechujących się niską stawką amortyzacyjną (hala produkcyjna wraz z wyposażeniem w Sochaczewie) oraz znaczną alokacją planowanych nakładów kapitałowych na modernizację majątku Grupy;
- Koszt długu, który stanowi obecnie kredyt w EUR, neutralny z punktu widzenia ryzyka kursowego ze względu na należności walutowe Energomontażu, ustaliliśmy na poziomie 4,5%;
- Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych – 6,0% (notowania z dnia 05.08.2009);
- Współczynnik beta przyjęliśmy na poziomie 1, a premię za ryzyko na poziomie na poziomie 5,5% w poszczególnych latach prognozy;
- Nominalną stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2018 r. przyjęliśmy na poziomie 2,0%;

Tabela 3. Model wyceny DCF

(mln zł)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	>2018P
Przychody	427,5	478,8	525,3	593,6	691,5	774,5	836,5	886,6	908,8	931,5	
zmiana r/r	32,4%	12,0%	9,7%	13,0%	16,5%	12,0%	8,0%	6,0%	2,5%	2,5%	
EBITDA	32,2	35,6	38,9	46,6	57,8	66,2	72,9	78,7	82,1	84,0	
EBIT	24,8	26,2	28,4	35,0	45,3	52,7	58,2	62,8	64,8	66,9	
Efektywna stopa podatkowa (%)	17,5%	18,0%	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	20,5	21,5	23,3	28,4	36,7	42,6	47,2	50,9	52,5	54,2	
Amortyzacja	7,4	9,4	10,5	11,6	12,5	13,5	14,6	15,9	17,3	17,1	
CAPEX	25,0	12,8	12,2	12,2	11,0	12,0	13,0	14,8	16,9	17,5	
Inwestycje w kapitał obrotowy	14,1	2,8	1,3	4,9	8,1	6,8	1,6	3,4	3,2	2,3	
FCFF skorygowany o udziały mniejszości	-11,0	14,9	19,7	22,2	29,2	36,2	45,8	47,1	48,3	50,0	51,0
dynamika FCF (%)	-	-	32,1%	13,0%	31,3%	24,2%	26,4%	3,0%	2,4%	3,6%	2,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Beta (β)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Koszt kapitału	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	
kapitał własny (%)	95,9%	95,4%	96,1%	96,7%	97,4%	98,1%	98,7%	99,4%	99,4%	99,4%	
dług (%)	4,1%	4,6%	3,9%	3,3%	2,6%	1,9%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	
WACC (%)	11,2%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	
DFCF	-10,4	12,6	15,0	15,2	18,0	20,1	22,8	21,0	19,3	18,0	
Suma DFCF	151,6										
Wartość rezydualna (TV)	539,4										
Zdyskontowana TV	193,7										
Wartość firmy	345,3										
Zadłużenie	16,0										
Gotówka i ekwiwalenty	68,3										
Gotówka netto	52,3										
Wartość kapitału własnego	397,6										
Liczba akcji (mln szt.)	23,8										
Wartość 1 akcji 11/08/09 (zł)	16,69										

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Tabela 4. Analiza wrażliwości zmiany rezydualnej stopy wzrostu oraz zmiany WACC na wycenę

(zł)	Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2018 (p.p.)						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
-1,5%	18,24	18,80	19,42	20,12	20,92	21,83	22,88
-1,0%	17,22	17,70	18,24	18,84	19,51	20,28	21,15
-0,5%	16,30	16,72	17,19	17,70	18,28	18,93	19,66
Zmiana WACC (p.p.)	0,0%	15,47	15,84	16,24	16,69	17,18	17,74
0,5%	14,72	15,04	15,39	15,78	16,21	16,69	17,22
1,0%	14,03	14,32	14,63	14,97	15,34	15,75	16,21
1,5%	13,40	13,65	13,93	14,23	14,55	14,91	15,31

Źródło: BM BGZ S.A.

Wzrost/spadek średnio ważonego kosztu kapitału o 1 p.p., ceteris paribus, implikuje spadek/wzrost wyceny 1 akcji Grupy odpowiednio do wartości 14,97 zł oraz 18,84 zł. Natomiast wzrost/spadek rezydualnej stopy wzrostu o 1 p.p., ceteris paribus, powoduje wzrost/spadek szacowanej przez nas wyceny 1 akcji odpowiedni do wartości 17,74 zł oraz 15,84 zł.

Wycena porównawcza

Sporządzona przez nas wycena porównawcza bazuje na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, dla wyznaczenia których, szerszą grupę porównawczą stanowiły krajowe spółki z sektora budowlanego notowane na GPW, natomiast węższą grupę stanowiły spółki mające przynajmniej częściową ekspozycję na budownictwo energetyczne zaklasyfikowane do segmentu mWIG40 bądź sWIG80.

Zarówno wymienionym mnożnikom, jak i kolejnym okresom porównawczym nadaliśmy równe wagi. Według takiego podejścia, w ujęciu szerszym, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E wycena akcji Energomontażu kształtuje się w przedziale 14,1 – 15,3 zł, biorąc pod uwagę wskaźnik EV/EBIT wycena kształtuje się w przedziale 13,6 – 13,9 zł, natomiast analizując wskaźnik EV/EBITDA, wycena akcji Grupy kształtuje się w przedziale 13,5 – 13,9 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza dla szersze grupy spółek implikuje wartość Energomontażu na poziomie **333,3 mln zł**, czyli **13,99 zł** za akcję.

Tabela 5. Wycena porównawcza – szersza grupa

Spółka	MC (mln zł)*	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
PBG**	3 472,3	17,7	15,1	13,8	11,8	10,2	9,9	10,5	9,1	8,6
POLIMEX MOSTOSTAL**	1 746,0	12,2	14,2	13,2	9,4	10,9	10,9	6,9	7,4	7,2
MOSTOSTAL WARSZAWA	1 402,0	10,5	9,1	11,1	9,3	9,0	8,6	7,8	7,7	7,3
MOSTOSTAL ZABRZE	893,2	16,6	19,6	15,1	15,5	18,3	14,2	12,5	13,9	11,2
ELEKTROBUDOWA**	811,8	15,4	14,6	11,8	11,0	11,2	9,6	9,6	9,7	8,4
POL-AQUA**	706,8	12,2	11,3	15,7	8,6	8,0	7,2	5,6	5,3	4,8
RAFAKO**	716,9	20,3	18,3	17,0	7,7	8,2	7,6	6,1	6,2	5,8
ERBUD**	551,2	15,7	17,8	18,9	12,4	15,1	18,0	10,8	12,8	14,8
ENERGOMONTAŻ POŁUDNIE	175,1	13,6	11,7	10,2	10,9	9,9	8,8	8,6	7,7	6,9
mediana		15,4	14,6	13,8	10,9	10,2	9,6	8,6	7,7	7,3
ENERGOMONTAŻ PÓŁNOC	328,8	13,9	14,2	13,4	11,1	10,1	9,6	8,7	8,0	7,2
premia/dyskonto		-9,8%	-2,3%	-3,3%	2,2%	-1,0%	0,2%	1,7%	3,0%	-0,6%
EV		-	-	-	270,6	279,2	275,9	272,0	268,4	278,3
Kapitalizacja (MC)		364,6	336,6	339,9	323,0	331,5	328,2	324,3	320,7	330,6
Implikowana cena 1 akcji (zł)		15,3	14,1	14,3	13,6	13,9	13,8	13,6	13,5	13,9
Wagi dla wskaźników			33%			33%			33%	
Wycena (mln zł)		333,3								
Wycena 1 akcji (zł)		13,99								

* kursy zamknięcia z dnia 11/08/2009

** konsensus Reuters

Źródło: BM BGŻ S.A., Reuters

Zestawiając Energomontaż ze spółkami budownictwa energetycznego reprezentującymi indeksy mWIG40 oraz sWIG80, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E wycena akcji Grupy kształtuje się w przedziale 15,2 – 18,3 zł, biorąc pod uwagę wskaźnik EV/EBIT wycena kształtuje się w przedziale 13,7 – 14,5 zł, natomiast analizując wskaźnik EV/EBITDA, wycena akcji Grupy kształtuje się w przedziale 15,1 – 16,7 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza dla węższej grupy spółek implikuje wartość Energomontażu na poziomie **370,5 mln zł**, czyli **15,55 zł** za akcję.

Tabela 6. Wycena porównawcza – węższa grupa

Spółka	MC (mln zł)*	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
MOSTOSTAL ZABRZE	893,2	16,6	19,6	15,1	15,5	18,3	14,2	12,5	13,9	11,2
ELEKTROBUDOWA**	811,8	15,4	14,6	11,8	11,0	11,2	9,6	9,6	9,7	8,4
RAFAKO**	716,9	20,3	18,3	17,0	7,7	8,2	7,6	6,1	6,2	5,8
ERBUD**	551,2	15,7	17,8	18,9	12,4	15,1	18,0	10,8	12,8	14,8
ENERGOMONTAŻ POŁUDNIE	175,1	13,6	11,7	10,2	10,9	9,9	8,8	8,6	7,7	6,9
mediana		15,7	17,8	15,1	11,0	11,2	9,6	9,6	9,7	8,4
ENERGOMONTAŻ PÓŁNOC	328,8	14,2	13,4	12,4	11,1	10,5	9,7	8,6	7,8	7,1
premija/dyskonto		-9,3%	-24,7%	-18,1%	0,8%	-6,1%	1,3%	-10,2%	-19,7%	-15,1%
EV		-	-	-	274,2	294,3	273,1	307,9	344,5	325,5
Kapitalizacja (MC)		362,7	436,6	401,4	326,5	346,6	325,4	360,3	396,8	377,8
Implikowana cena 1 akcji (zł)		15,2	18,3	16,8	13,7	14,5	13,7	15,1	16,7	15,9
Wagi dla wskaźników			33%			33%			33%	
Wycena (mln zł)		370,5								
Wycena 1 akcji (zł)		15,55								

* kursy zamknięcia z dnia 11/08/2009

** konsensus Reuters

Źródło: BM BGŻ S.A., Reuters

Podsumowanie wyceny

Wartość Energomontażu Północ na podstawie modelu DCF szacujemy na 397,6 mln zł, czyli 16,69 zł za jedną akcję, zestawiając Spółkę z podmiotami najbardziej zbliżonymi do niej profilem działalności, w ujęciu szerszym otrzymaliśmy wyceną na poziomie 370,9 mln zł, czyli 15,55 zł za jedną akcję, natomiast wycena porównawcza w ujęciu węższym implikuje wartość Grupy na poziomie 333,3 mln zł, czyli 13,99 zł za jedną akcję. Nadając powyższym metodom zaprezentowane w poniższej tabeli wagi, wartość Grupy specjalizującej się w budownictwie przemysłowym i energetycznym szacujemy na **376,6 mln zł**, czyli **15,81 zł** za jedną akcję.

Tabela 7. Podsumowanie wyceny

	Wycena (mln zł)	Wycena na 1 akcję (zł)	Waga
Wycena DCF	397,6	16,69	50%
Wycena porównawcza - węższa grupa	370,5	15,55	30%
Wycena porównawcza - szersza grupa	333,3	13,99	20%
Średnia ważona z wycen	376,6	15,81	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Prognoza wyników i wskaźników

Poniżej przedstawiamy prognozę wyników finansowych spółki Energomontaż Północ, na których oparta została wycena Spółki.

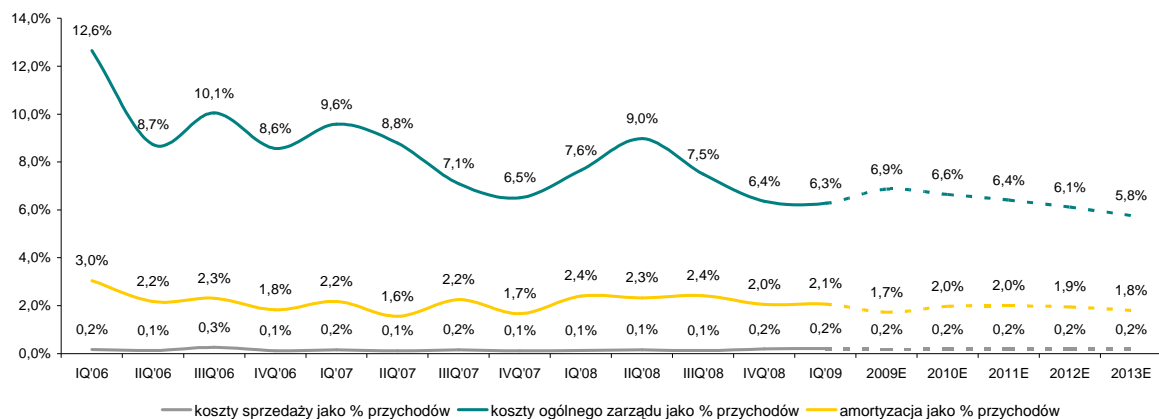
Tabela 8. Prognoza rachunku zysków i strat

(mln zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody netto	312,9	323,0	427,5	478,8	525,3	593,6	691,5
zmiana r/r	34,8%	3,2%	32,4%	12,0%	9,7%	13,0%	16,5%
KWS	282,6	281,3	373,1	419,9	462,3	521,2	605,1
Zysk brutto na sprzedaży	30,3	41,7	54,5	58,9	63,0	72,4	86,4
marża brutto na sprzedaży	9,7%	12,9%	12,7%	12,3%	12,0%	12,2%	12,5%
Koszty sprzedaży	0,4	0,5	0,8	0,9	0,9	1,1	1,2
zmiana r/r	-	-	67,2%	4,2%	9,7%	13,0%	16,5%
Koszty ogólnego zarządu	24,4	24,2	29,4	31,8	33,7	36,3	39,9
zmiana r/r	-	-0,7%	21,4%	8,4%	5,8%	7,8%	9,9%
EBITDA	7,9	29,1	32,2	35,6	38,9	46,6	57,8
EBIT	2,0	22,3	24,8	26,2	28,4	35,0	45,3
marża operacyjna	0,6%	6,9%	5,8%	5,5%	5,4%	5,9%	6,6%
Saldo na działalności finansowej	2,1	1,2	1,9	2,6	3,0	3,6	4,3
Zysk brutto	6,3	26,0	29,2	31,3	34,0	41,2	52,1
marża brutto	2,0%	8,1%	6,8%	6,5%	6,5%	6,9%	7,5%
Podatek dochodowy	0,8	1,5	5,1	5,6	6,1	7,8	9,9
Efektywna stopa podatkowa	-	5,7%	17,5%	18,0%	18,0%	19,0%	19,0%
Zysk netto, przypisany:							
akcjonariuszom jednostki dominującej	5,0	23,7	23,1	24,6	26,6	31,9	40,3
marża netto	1,6%	7,3%	5,4%	5,1%	5,1%	5,4%	5,8%
akcjonariuszom mniejszościowym	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,5	1,9

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Rysunek 2. Kształtowanie się kosztów jako % przychodów



Źródło: prognoza BM BGZ, raporty Spółki

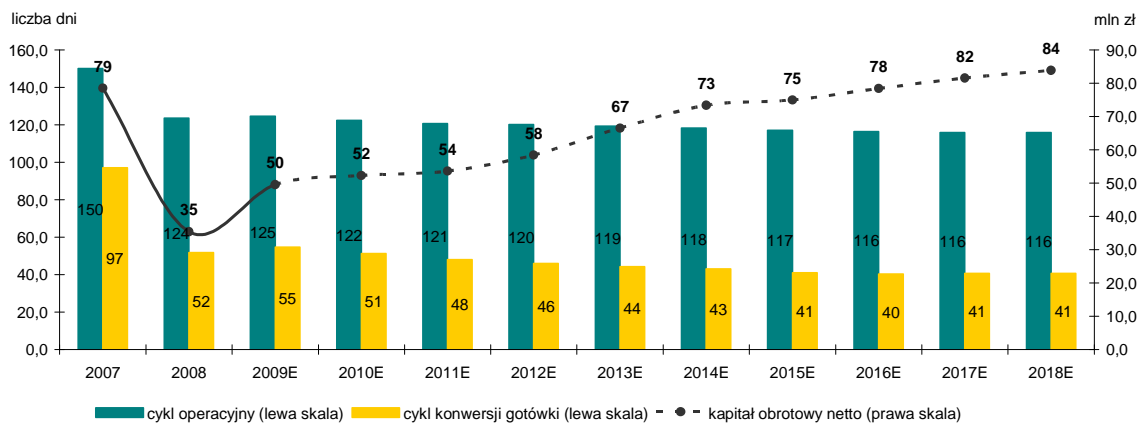
Tabela 9. Prognoza bilansu

(mln zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	235,2	288,4	333,5	359,5	386,9	423,7	472,9
Aktywa trwałe	68,5	90,2	107,8	111,2	113,0	113,6	112,2
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,3	0,4	0,7	0,9	1,2	1,6
Rzeczowe aktywa trwałe	52,1	69,4	86,9	90,1	91,5	91,9	90,1
Aktywa obrotowe	166,7	198,2	225,7	248,3	273,9	310,0	360,7
Zapasy	3,4	3,5	4,7	5,5	6,3	7,8	9,7
Należności handlowe	111,2	96,7	128,1	140,4	151,1	169,1	195,1
Inwestycje krótkoterminowe	36,6	87,2	82,2	90,6	103,8	119,0	139,8
PASYWA	235,2	288,4	333,5	359,5	386,9	423,7	472,9
Kapitał własny	136,8	153,5	176,6	193,6	212,1	235,2	265,0
Kapitał zakładowy	83,4	83,4	83,4	83,4	83,4	83,4	83,4
Kapitał zapasowy	59,2	68,7	92,4	107,9	124,3	142,1	163,5
Zyski zatrzymane	5,0	23,7	23,1	24,6	26,6	31,9	40,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	93,7	129,3	151,3	160,4	169,2	182,9	202,3
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	22,1	29,9	34,9	33,2	31,4	29,8	28,6
Kredyty i pożyczki	0,0	10,4	14,1	11,8	9,4	7,1	4,7
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	71,6	99,3	116,4	127,2	137,9	153,1	173,7
Zobowiązania handlowe	29,4	49,7	59,5	68,2	77,0	89,4	106,1
Kredyty i pożyczki	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Rysunek 3. Prognoza kapitału obrotowego



Źródło: prognoza BM BGŻ, raporty Spółki

Tabela 10. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

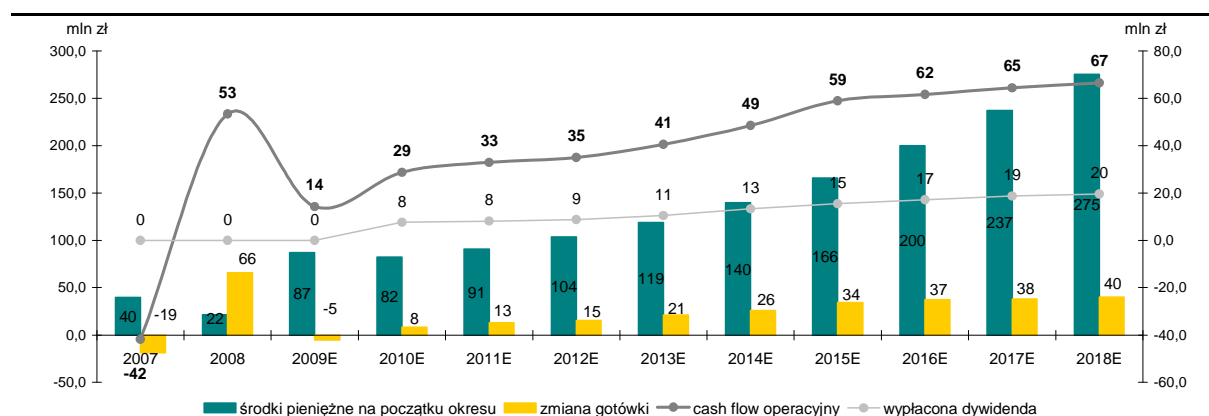
(mln zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy netto z działalności operacyjnej	-41,8	53,4	14,3	28,8	32,9	35,1	40,6
Zysk brutto	6,3	26,0	23,1	24,6	26,6	31,9	40,3
Amortyzacja	5,9	6,8	7,4	9,4	10,5	11,6	12,5
Zmiana stanu zapasów	2,6	-0,1	-1,2	-0,8	-0,8	-1,5	-1,9
Zmiana stanu należności	-46,1	19,3	-31,3	-13,3	-11,7	-19,4	-28,0
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	-8,5	18,2	18,4	11,4	11,2	16,0	21,8
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	26,7	1,7	-22,4	-9,7	-8,8	-8,3	-6,5
Nakłady inwestycyjne, w tym:	-9,2	-23,4	-25,0	-12,8	-12,2	-12,2	-11,0
Wartości niematerialne i prawne	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0
Rzeczowe aktywa trwałe	-8,9	-23,0	-24,8	-12,4	-11,6	-11,4	-10,1
Przepływy netto z działalności finansowej	-3,8	10,5	3,1	-10,6	-11,0	-11,6	-13,2
Wpływy netto z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaciągnięcie kredytów oraz innych zobowiązań fin.	0,0	10,5	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Splata kredytów oraz innych zobowiązań fin.	-3,8	-2,4	0,0	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	-7,6	-8,1	-8,8	-10,5
Odsetki	-3,3	-4,6	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-18,9	65,6	-5,0	8,4	13,1	15,3	20,8
Środki pieniężne na początek okresu	39,7	21,6	87,2	82,2	90,6	103,8	119,0
Środki pieniężne na koniec okresu	20,8	87,2	82,2	90,6	103,8	119,0	139,8

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Poziom środków pieniężnych na koniec poszczególnych lat prognozy nie uwzględnia nakładów, jakie Zarząd może ponieść na cele akwizycyjne bądź wyższy niż zakładamy przez nas poziom wypłaty dywidendy.

Rysunek 4. Przyrost gotówki w poszczególnych latach prognozy



Źródło: prognoza BM BGZ, raporty Spółki

Tabela 11. Wskaźniki i dynamiki

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
zmiana przychód netto ze sprzedaży (r/r)	34,8%	3,2%	32,4%	12,0%	9,7%	13,0%	16,5%
Zmiana EBITDA (r/r)	-42,7%	269,7%	10,4%	10,8%	9,1%	19,8%	24,0%
Zmiana EBIT (r/r)	-77,4%	1016,7%	11,2%	5,6%	8,4%	23,3%	29,3%
Zmiana zysku netto (r/r)	-43,5%	374,8%	-2,4%	6,3%	8,4%	19,8%	26,6%
Marża brutto na sprzedaży	9,7%	12,9%	12,7%	12,3%	12,0%	12,2%	12,5%
Marża EBIT	1,8%	5,3%	5,7%	5,5%	5,4%	5,9%	6,6%
Marża EBITDA	2,5%	9,0%	7,5%	7,4%	7,4%	7,9%	8,4%
Marża zysku netto	1,6%	7,3%	5,4%	5,1%	5,1%	5,4%	5,8%
Rentowność operacyjna aktywów	0,8%	7,7%	7,4%	7,3%	7,3%	8,3%	9,6%
Rentowność majątku (ROA)	2,1%	8,2%	6,9%	6,8%	6,9%	7,5%	8,5%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	3,6%	15,4%	13,1%	12,7%	12,5%	13,6%	15,2%
Wskaźnik zadłużenia ogółem	39,8%	44,8%	45,4%	44,6%	43,7%	43,2%	42,8%
Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym	58,2%	53,2%	53,0%	53,8%	54,8%	55,5%	56,0%
Pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym	2,0	1,7	1,6	1,7	1,9	2,1	2,4
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	2,3	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,6
Wskaźnik ogólnej płynności	2,3	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1
Wskaźnik szybkiej płynności I	2,3	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
Wskaźnik szybkiej płynności II	0,5	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Wskaźnik zdolności do generowania środków pieniężnych działalności operacyjnej	111,3%	83,6%	69,5%	90,2%	90,5%	89,9%	90,0%
Zysk netto do przepływów operacyjnych	-15,1%	48,8%	161,4%	85,3%	80,8%	90,8%	99,4%
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	-13,3%	16,2%	0,0%	6,0%	6,3%	5,9%	5,9%
Wskaźnik obrotowości aktywów trwałych	6,0	4,7	4,9	5,3	5,7	6,5	7,7
Wskaźnik obrotowości aktywów	1,3	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 12. Wskaźniki rynkowe dla ceny docelowej

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,21	0,99	0,97	1,03	1,12	1,34	1,69
DPS	0,00	0,00	0,00	0,32	0,34	0,37	0,44
BVPS	5,74	6,44	7,41	8,12	8,90	9,87	11,12
P/E	75,5	15,9	16,3	15,3	14,2	11,8	9,3
P/CE	34,6	12,4	12,4	11,1	10,2	8,7	7,1
P/BV	2,8	2,5	2,1	1,9	1,8	1,6	1,4
P/S	1,2	1,2	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	45,4	10,7	10,0	8,7	7,6	6,0	4,4
EV/EBIT	179,0	14,0	13,0	11,9	10,4	7,9	5,6
EV/S	1,1	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4
Cena docelowa (zł)	15,81	15,81	15,81	15,81	15,81	15,81	15,81
Liczba akcji (mln)	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8
MC (mln zł)	376,6	376,6	376,6	376,6	376,6	376,6	376,6
EV (mln zł)	357,8	313,2	321,9	311,1	295,6	278,0	254,8

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.



Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Doradztwo Inwestycyjne		telefon	adres email
Tomasz Dumala		(022) 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski		(022) 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski		(022) 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec		(022) 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	(022) 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	(022) 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	(022) 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski		(022) 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk		(022) 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne		strona www
	Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3a	(085) 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	(023) 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	(074) 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	(087) 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 (061) 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	(095) 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86
Inowrocław	ul. Dworcowa 52/54	(052) 353 37 00	Radom	ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	(075) 753 30 98	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	(041) 366 02 15	Siedlce	ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	(094) 354 74 63	Sieradz	ul. Sarańska 5 (043) 822 61 34
Kraków	ul. Pawia 5	(012) 632 70 11	Szczecin	ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	(081) 531 91 44	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 (015) 822 39 50
Łomża	ul. Dworna 12	(086) 215 41 99	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98
Łódź	ul. Piotrkowska 57	(042) 670 20 70	Warszawa	ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	(095) 742 15 13	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	(018) 443 53 91	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	(089) 527 27 10		