

Mostostal Zabrze

Ticker: **MSZ**

Sprzedaj

sektor / branża: Budownictwo

ISIN: **PLMSTZB00018**

4,22 zł

Profil spółki

Mostostal Zabrze specjalizuje się w generalnym wykonawstwie obiektów dla przemysłu, energetyki, ochrony środowiska i użyteczności publicznej. Posiada również wysokie kompetencje w projektowaniu, produkcji i montażu konstrukcji stalowych.

Dane podstawowe

Kurs (22/06/09)	4,86
Wycena DCF (zł)	4,56
Wycena porównawcza (zł)	3,88
Cena docelowa (zł)	4,22
Liczba akcji (tys.)	149 113
Kapitalizacja (mln zł)	724,7
EV (mln zł)	788,6

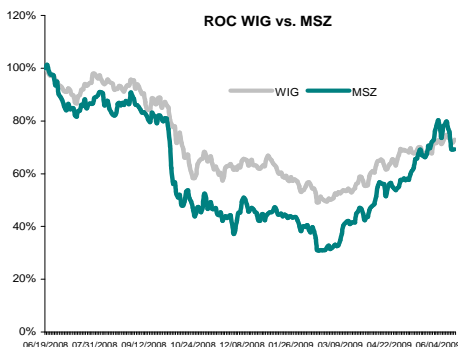
Notowania

MSZ

max cena 52 tygodnie (zł)	7,17
min cena 52 tygodnie (zł)	2,18
Mediana obrotów (3m-ce/tys. zł)	764,7

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Zbigniew Opach	50,4%	50,4%
ING OFE	6,0%	6,0%
Pozostali akcjonariusze	43,6%	43,6%



Analitik:

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

e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

Specjalizacja Holdingu

Filarami działalności Mostostalu są trzy segmenty w obrębie szeroko pojętego rynku budowlanego: działalność montażowo – produkcyjna, budownictwo oraz drogownictwo. Odbiorcami usług zabrańskiej firmy są przedsiębiorstwa związane z sektorami energetyki (elektrownie i elektrociepłownie), chemii i petrochemii (zakłady nawozowe, producenci tworzyw sztucznych, spółki paliwowe). Ponadto Holding poprzez zależne PRDiM, specjalizuje się w budowie infrastruktury drogowej i mostowej, a działalność uzupełnia wykonawstwo obiektów handlowych oraz użyteczności publicznej, w tym konstrukcji zadaszeń stadionów.

Tegoroczne i przyszłoroczne wyniki

Sporządzona przez nas prognoza na ten rok zakłada zrealizowanie skonsolidowanych obrotów Holdingu na poziomie 950 mln zł (wzrost o 13% r/r). Wciąż największą sprzedaż generować będzie segment montażowo – produkcyjny, który wypracuje 550 mln zł (wzrost o 7% r/r), przy rentowności brutto ze sprzedaży na poziomie 14%. Ponadto oczekujemy niewielkiego wzrostu przychodów segmentu budowlanego (dynamika 5% r/r) do poziomu ok. 120 mln zł i pierwszego poziomu marży oscylującej w granicach 13%. Natomiast największą dynamiką sprzedaży cechował się będzie segment drogowy, gdzie przychody wyniosą 250 mln zł (wzrost 40% r/r), a pierwsza rentowność sięgnie 4%. W rezultacie EBITDA wyniesie 85 mln zł, a zysk netto dla akcjonariuszy Mostostalu 54 mln zł (wzrost o 18% r/r), co implikuje rentowność netto na poziomie 5,6% (wzrost o 0,3 p.p. r/r).

Natomiast w kolejnym roku, po analizie bieżącego back logu o wartości ok. 1,1 mld zł i ostrożnego podejścia do kontraktów stadionowych, przyjęliśmy spadek przychodów o 3% r/r do poziomu 910 mln zł. Zakładamy przy tym obniżenie się marży netto do ok. 5% i osiągnięcie zysku netto na poziomie 46 mln zł. Spadek obrotów odczują segmenty budownictwa oraz drogownictwa (spadek w 2010 r. odpowiednio o 10 i 8% r/r), a nominalna sprzedaż segmentu montażowo – produkcyjnego pozostanie na podobnym poziomie.

Energetyczne zachłystnienie

Chociaż pozytywnie oceniamy sektorową dywersyfikację Holdingu z dużą ekspozycją na kontrakty energetyczne, to jednak nie przecenialibyśmy przywiązywanego w ostatnim czasie dużego znaczenia tego segmentu dla poprawy wyników spółek w branży budowlanej. Na horyzoncie dostrzegamy wyłaniającą się walkę konkurencyjną o zlecenia, która w naszym odczuciu wpłynie na niższą ich podaż i w rezultacie spadek marż. Szczególnie, że wciąż duże znaczenie w portfelach spółek nastawionych na prace w energetyce stanowi sprzedaż eksportowa, której atrakcyjność w istotnej mierze determinowana jest przez relację kursów walutowych, a podaż częściowo stymulowana jest wsparciem krajowych budżetów. W Polsce, z kolei, dużych inwestycji w energetyce wciąż jest niewiele, a rynek oczekuje ich wysypu dopiero w perspektywie 2-3 lat.

Wycena

Sporządzona przez nas wycena fundamentalna na podstawie modelu DCF, uwzględniająca przyjętą 40% redukcję zobowiązań układowych zależnego PRInz, implikuje wycenę Mostostalu na poziomie 680 mln zł, czyli 4,56 zł na jedną akcję. Jednocześnie, niższy w stosunku do spółek z grupy porównawczej bieżący back log zabrańskiego Holdingu, skłonił nas do ostrożniejszej prognozy wyników na 2010 r., co implikuje mnożnikową wycenę Holdingu na poziomie 580 mln zł, czyli 3,88 zł na jedną akcję.

Biorąc pod uwagę, dynamiczny wzrost kursu w ostatnim czasie, którego kołem zamachowym wydaje się być przeceniany naszym zdaniem sentyment do budownictwa energetycznego oraz duże nadzieje inwestorów związane z pracami stadionowymi, wydajemy rekomendację sprzedaż z ceną docelową na poziomie 4,22 zł.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	682,6	837,2	942,6	914,4	1002,1	1080,6
zmiana r/r (%)	-	22,6%	12,6%	-3,0%	9,6%	7,8%
EBITDA	53,8	75,7	83,8	75,2	93,0	104,4
EBIT	41,3	56,3	67,3	57,0	73,4	83,3
marża EBIT (%)	6,1%	6,7%	7,1%	6,2%	7,3%	7,7%
Zysk netto	54,2	44,3	53,8	45,6	59,2	67,9
marża netto (%)	7,9%	5,3%	5,7%	5,0%	5,9%	6,3%
EPS (zł)	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5
DPS (zł)	-	-	-	-	-	0,2
P / E	13,4	16,4	13,5	15,9	12,2	10,7
EV / EBITDA	14,7	10,4	9,4	10,5	8,5	7,6

P - prognozy BM BGZ

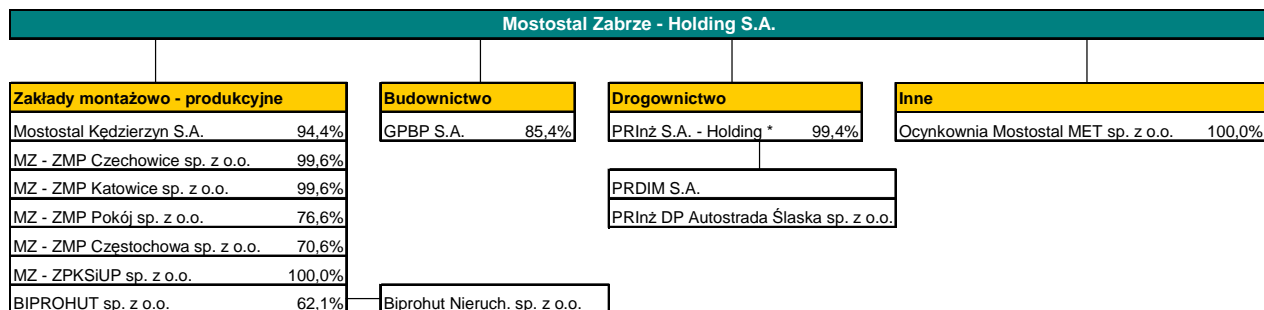
Charakterystyka Grupy Kapitałowej

Struktura organizacyjna Holdingu

Filarami działalności Mostostalu są trzy segmenty w obrębie szeroko pojętego rynku budowlanego: działalność montażowo – produkcyjna, budownictwo oraz drogownictwo. Podmiotem dominującym w Grupie jest Spółka Mostostal Zabrze – Holding S.A., która zajmuje się realizacją w systemie „pod klucz” oraz podwykonawstwem specjalistycznych robót montażowo – budowlanych w branży przemysłowej, energetycznej, obiektów ochrony środowiska, obiektów użyteczności publicznych oraz obiektów drogowych i mostowych. W lutym sąd zarejestrował połączenie spółki z dwoma podmiotami z Grupy Kapitałowej (MZ ZTS sp. z o.o. – usługi transportowe oraz SMS sp. z o.o. – usługi produkcyjno-montażowe). Inkorporacja tych spółek jest efektem poczynań w ramach strategii Grupy, która zakłada m.in. restrukturyzację organizacyjną poprzez konsolidację posiadanych aktywów. Spółka oprócz działalności w Polsce operuje również na rynkach zagranicznych (przychody z eksportu w 2008 roku wyniosły 36%, wykorzystując w tym celu własne oddziały w Niemczech, Czechach, Holandii i Wielkiej Brytanii. Średnie zatrudnienie w Mostostalu Zabrze - Holding w tym okresie wyniosło ok. 620 osób.

Pozostałe spółki z Grupy Kapitałowej oferują specjalistyczne usługi z zakresu projektowania, produkcji i montażu konstrukcji stalowych i aluminiowych, budownictwa przemysłowego i inżynieryjnego (Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego) oraz drogownictwa (Przedsiębiorstwo Robót Drogowych i Mostowych S.A. – podmiot zależny od Przedsiębiorstwa Robót Inżynieryjnych S.A.). Średnie zatrudnienie w Grupie w 2008 r. wyniosło 2600 osób.

Rysunek 1. Struktura Grupy Kapitałowej



* w upadłości z możliwością zawarcia układu

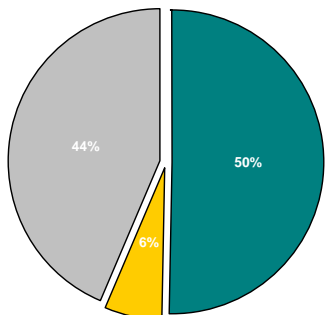
Źródło: BM BGZ S.A.

Ponadto w 2008 r. Mostostal Zabrze zwiększył zaangażowanie kapitałowe w posiadanych spółkach zależnych: PRInż i ocykowni Mostostal MET oraz dokonał przekształcenie formy prawnej i podwyższenia kapitału w spółce ZMP Kędzierzyn, która obecnie prowadzi działalność pod firmą Mostostal Kędzierzyn. Działanie to również wpisuje się w przyjętą przez Spółkę strategię, która zakłada rozwój spółek poprzez pozyskanie kapitału dzięki publicznemu plasowaniu ich akcji na GPW.

Akcjonariat

Obecnie kapitał zakładowy Holdingu dzieli się na 149,1 mln akcji, które nie są w żaden sposób uprzywilejowane. Największym akcjonariusze Mostostalu pozostaje Zbigniew Opach (piastuje stanowisko przewodniczącego Rady Nadzorczej), który kontroluje 50,4% akcji Grupy i nie wyklucza dalszego zwiększenia zaangażowania w Mostostalu. Próg 5% przekroczył również ING OFE, który posiada 6% akcji budowlanej Grupy, a w rękach pozostałych akcjonariuszy znajduje się 43,6% wyemitowanych akcji.

Rysunek 2. Struktura akcjonariatu Holdingu



Akcjonariat	liczba akcji	% udział w	
		kapitale zakł.	głosach na WZA
Zbigniew Opach	75 176 250	50,41%	50,41%
ING OFE	8 900 000	5,97%	5,97%
Pozostali akcjonariusze	65 054 288	43,62%	43,62%
Razem	149 130 538	100,00%	100,00%

■ Zbigniew Opach ■ ING OFE ■ Pozostali akcjonariusze

Źródło: BM BGZ S.A.

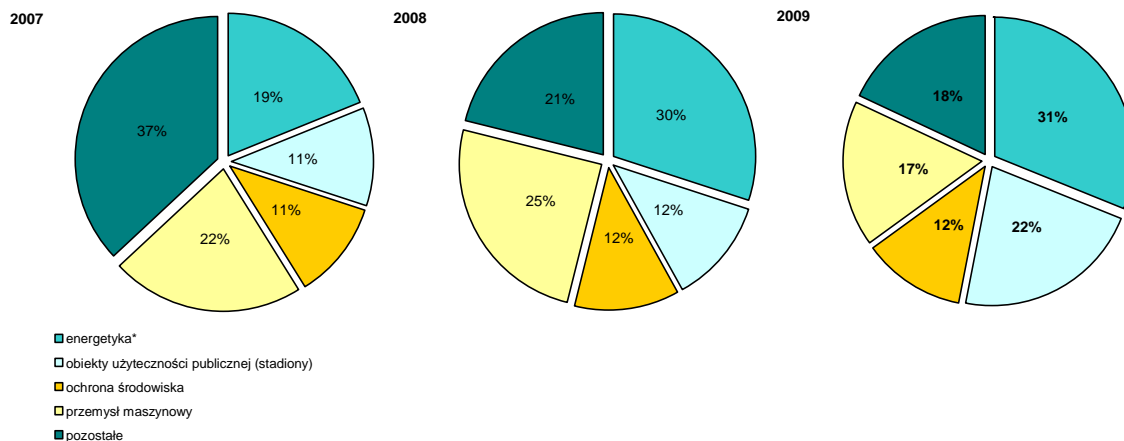
Dekompozycja segmentowa sprzedaży Holdingu

W portfelu zamówień Mostostalu w 2008 r. dominowały kontrakty dla inżynierii lądowej, które stanowiły 21% łącznych obrotów Grupy. Niższy w strukturze sprzedaży był udział sprzedaży dla przemysłu maszynowego – 17%, obiektów użyteczności publicznej – 12% oraz ochrony środowiska – 10% obrotów Grupy Kapitałowej.

Z kolei w 2007 r. dominowała sprzedaż dla przemysłu hutniczego – 42% obrotów, ochrony środowiska 34% oraz dla przemysłu energetycznego – 6% przychodów Grupy Kapitałowej. Biorąc natomiast pod uwagę zaprezentowane powyżej segmenty operacyjne Mostostalu, w 2009 r. Zarząd Spółki oczekuje dalszego wzrostu udziału sprzedaży dla energetyki oraz obiektów użyteczności publicznej (odpowiednio 31 i 22% planowanej sprzedaży segmentu montażowo – produkcyjnego), kosztem udziału sprzedaży dla odbiorców przemysłu maszynowego (spadek udziału o 8 p.p. r/r do 17%). Z kolei w segmencie budownictwa w bieżącym roku Zarząd zakłada utrzymanie się udziału sprzedaży dotyczącej obiektów użyteczności publicznej oraz niewielki wzrost budownictwa przemysłowego kosztem sprzedaży budownictwa ogólnego.

Rysunek 3. Bieżąca i planowana struktura sprzedaży w segmencie montażowo - produkcyjnym

Działalność montażowo - produkcyjna

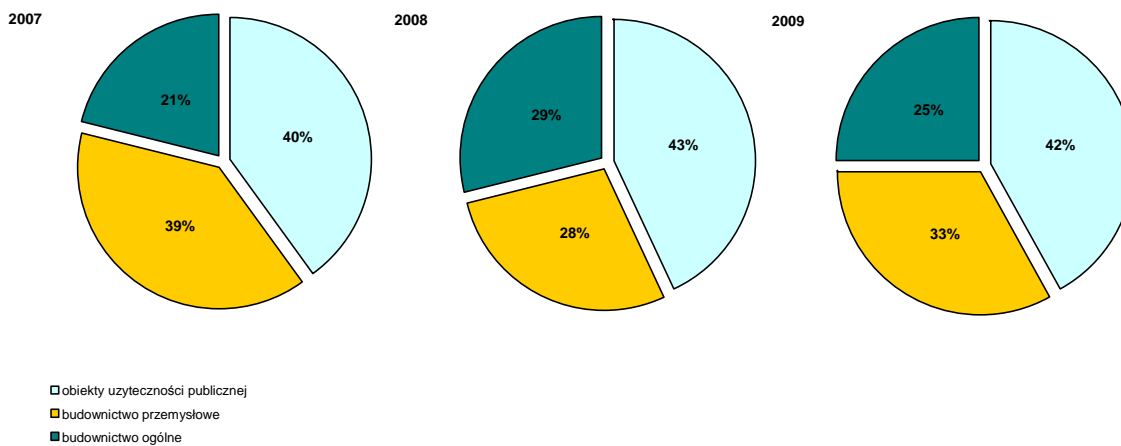


Źródło: Mostostal Zabrze S.A.

Analizując odbiorców usług Grupy w 2008 r. zmniejszył się udział kontraktów realizowanych w Polsce (spadek o 8 p.p. r/r do 64% skonsolidowanych obrotów). W rezultacie sprzedaż eksportowa w poprzednim roku wyniosła 300 mln zł (wzrost o 58% r/r), a największymi rynkami okazały się Niemcy, Wielka Brytania, Austria i Szwecja, gdzie sprzedaż wyniosła odpowiednio 28%, 22%, 17% i 10%. Na dynamikę sprzedaży eksportowej wpływ miało kilka czynników. Po pierwsze wciąż utrzymywała się duża podaż prac z obszaru energetyki (głównie dotycząca modernizacji i rozbudowy instalacji i urządzeń w elektrowniach i elektrociepłowniach, na które przeznaczone zostały środki w ramach pakietów stabilizacyjnych gospodarki UE). Po drugie wzrost zleceń wynikał z aktywności oddziałów zagranicznych Mostostalu. Po trzecie w 3 kw. 2008 r. odwrócił się rozpoczęty w 2004 r. trend aprecjacyjny złotego, co przy stosunkowo niskim poziomie zabezpieczeń spowodowało wzrost przychodów wyrażonych w PLN i jednocześnie wzrost marż.

Rysunek 4. Bieżąca i planowana struktura sprzedaży w segmencie budownictwa

Budownictwo

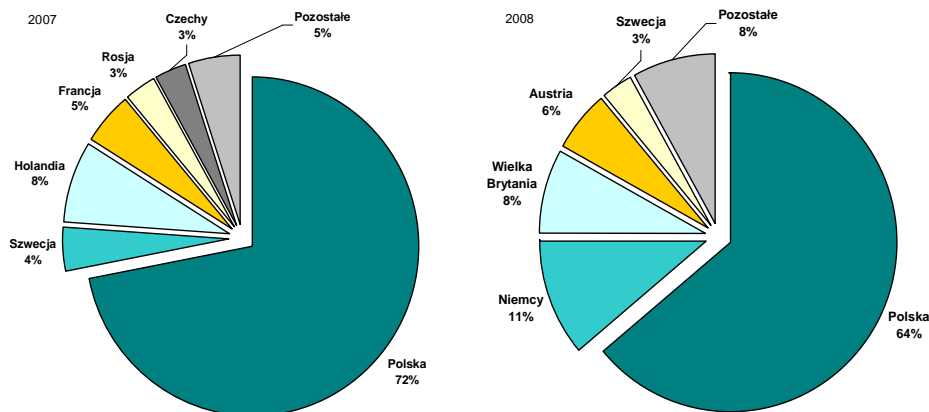


Źródło: Mostostal Zabrze S.A.

Polityka zabezpieczeń

Występujące w Grupie ryzyko kursowe Zarząd starał się ograniczyć poprzez dokonywanie wydatków w tej samej walucie (hedging naturalny) oraz poprzez zawieranie transakcji zabezpieczających ekspozycję netto na danym kontrakcie. Łącznie w 2008 r. Grupa zawarła umowy forwardowe i opcyjne na łączną wartość ok. 21,5 mln EUR oraz 0,8 mln GBP, z czego do rozliczenia na koniec 1 kw. 2009 r. pozostało 0,4 mln EUR oraz 32,2 mln ZAR (jest to część wynagrodzenia dotyczące zlecenia budowy zadania stadionu w Kapsztadzie o łącznej wartości 172 mln ZAR netto, czyli ok. 65 mln zł przyjmując kurs bieżący waluty RPA). W związku z tym, że Mostostal Zabrze na koniec 1 kw. 2009 r. posiadał zakontraktowaną niezafakturowaną sprzedaż w EUR w wysokości 20,8 mln EUR, wartość pozostających do rozliczenia instrumentów zabezpieczających stanowi zaledwie ok. 2% przyszłych wpływów w EUR z kontraktów zagranicznych.

Rysunek 5. Struktura geograficzna sprzedaży



Źródło: Mostostal Zabrze S.A.

Portfel zamówień

Obecną wartość portfela zleceń Spółki szacujemy na 1,1 mld zł, z czego do rozliczenia w 2009 r. przypadac będzie 70% tej wartości, czyli ok. 0,75 mld zł. Znaczny udział w back logu stanowią zlecenia energetyczne (ok. 45%) oraz drogowe (ok. 30%), reszta zleceń dotyczy wykonawstwa budowlanego w zakresie obiektów użyteczności publicznej i ochrony środowiska.

Tabela 1. Najważniejsze kontrakty w realizacji

Inwestor	Charakterystyka kontraktu	Wartość kontraktu
ELPOREM Sp. z o.o.	Budowa pod klucz obejmująca: projekt w tym uzyskanie pozwolenia na budowę, dostawa, budowa, uruchomienie i przekazanie do eksploatacji instalacji współspalania biomasy w ELECTRABEL Polska S.A. w Połańcu	95 mln zł
Fortum Częstochowa S.A.	Opracowanie projektu wykonawczego branży budowlanej, instalacji sanitarnych i instalacji elektrycznych oraz kompleksowe wykonawstwo robót budowlanych branży budowlanej, instalacji sanitarnych i instalacji elektrycznych w ramach budowy elektrociepłowni w Częstochowie	73 mln zł
Joint Venture Murray&Roberts i WBHO	Wykonanie i montaż konstrukcji stalowej membrany fasady stadionu GREEN POINT STADIUM w Kapsztadzie (kontrakt realizowany przez Joint Venture Hightex/Mostostal) – Mistrzostwa Świata 2010 r.	197 mln ZAR (ok. 70 mln zł)
VATTENFALL HEAT POLAND S.A.	Zabudowa akumulatora ciepła w Elektrociepłowni Siekierki	50,6 mln zł
HITACHI POWER EUROPE GmbH	Montaż części ciśnieniowej kotła, instalacji pomocniczych i orurowania oraz montaż kanałów spalin i wyposażenia dodatkowego w elektrowni w Gent, Belgia	10 mln EUR
Grupa Ożarów S.A.	Wykonanie oraz montaż konstrukcji stalowych i urządzeń wieży wymienników ciepła w Karsach	30 mln zł
Przedsiębiorstwo Budownictwa Inżynierskiego TRANS-ZIEM	Wykonanie konstrukcji żelbetowych, murowych i stalowych Centrum Handlowo-Usługowego Gemini Jasna Park w Tarnowie	26,5 mln zł
Gmina Gierałtowiec	Budowa gminnej krytej pływalni wraz z infrastrukturą techniczną w Paniówkach (kontrakt spółki zależnej)	25 mln zł
HITACHI POWER EUROPE GmbH	Montaż kanałów spalin i instalacji odzotowania spalin w Elektrowni Datteln	5,1 mln EUR
FISIA BABCOCK ENVIRONMENT GmbH	Montaż dwóch linii spalarni odpadów wraz z rurociągami i oczyszczalnią gazów w miejscowości Heringen, Niemcy	5 mln EUR
EDO MED sp. z o.o	Wybudowanie Ośrodka PET na terenie Centrum Onkologii Instytutu im. Marii Curie-Skłodowskiej w Gliwicach	19,5 mln zł
PGE Zespół Elektrowni	Zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych związanych z budową kotła opalanego biomasą w Elektrowni Szczecin	104,2 mln zł
GDDKiA	Remont drogi krajowej nr 78 Tarnowskie Góry – Świerkianiec – Niezdara	16,4 mln zł

Źródło: Mostostal Zabrze S.A.

Jednocześnie w porównaniu do poprzedniego roku, Grupie udało się pozyskać kontrakty o jednostkowo większej wartości, niż rok wcześniej, co oznacza, że Mostostal postrzegany jest na rynku jako doświadczony i solidny wykonawca. Ostatnio pozyskanym dużym zleceniem jest kontrakt opiewający na 105 mln zł netto dotyczący budowy kotła opalanego biomasą w elektrowni Szczecin należącej do PGE. Analizując strukturę asortymentową tego portfela, raczej nie spodziewamy się wzrostu rentowności operacyjnej w tym roku, co stanie się za sprawą znaczącego przyrostu zleceń w drogownictwie, gdzie zakładamy marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 4-5%.

Również pozostałe segmenty, naszym zdaniem, zanotują niższe marże niż wynikałoby to z dekompozycji sektorowej po 1 kw. br., na których poziom w tym okresie wpłynęło kilka czynników. Po pierwsze Grupa dokonała wyceny zaawansowania robót na kontrakcie stadionowym w Kapsztadzie, którego rentowność znacząco wzrosła ze względu na silną aprecjację EUR w stosunku do PLN (Spółka zabezpieczyła należność w ZAR poprzez zawarcie kontraktu forward na zakup EUR). Po drugie znaczna część pozyskanych zagranicznych kontraktów nie została pokryta transakcją zabezpieczającą na terminowym rynku walutowym, stąd wysoka ekspozycja netto w EUR i wzrost rentowności kontraktów. Po trzecie spodziewamy się większego wpływu konkurencji, jaka panuje obecnie na rynku usług budowlanych w wynikach Grupy w kolejnych kwartałach. W rezultacie szacujemy, że poziom marży brutto ze sprzedaży w tym roku wyniesie 11,7%, czyli będzie niższy o 3,3 p.p. niż w 1 kw. br. i jednocześnie utrzyma się na poziomie z poprzedniego roku.

Analizując strukturę czasową pozyskanych kontraktów, zwraca uwagę niski poziom zleceń (ok. 350 mln zł) przypadających do realizacji w kolejnym roku. Częściowo jest to spowodowane specyfiką pozyskiwania zleceń w branży energetycznej (mimo wieloletnich umów partnerskich zlecenia pozyskiwane są w odstępie 1-2 kw. od rozpoczęcia ich realizacji, natomiast istnieje naszym zdaniem ryzyko, że Spółka w 2010 r. zrealizuje sprzedaż o ok. 3 - 5% niższą niż w roku bieżącym, na który prognozujemy ok. 950 mln zł skonsolidowanych obrotów).

Sytuację tą istotnie może zmienić pozyskanie zleceń związanych z budową infrastruktury sportowej na Euro 2012. Z racji tego, że Mostostal posiada duże doświadczenie w wykonawstwie konstrukcji zadaszeń stadionowych (prace przy stadionach w Europie Zachodniej oraz w RPA – Mundial 2010), będzie starał się pozyskać takie zlecenia również w Polsce. Obecnie trwają rozmowy z dwoma spółkami giełdowymi: Mostostalem Warszawą (stadion we Wrocławiu) oraz Hydrobudową (stadion w Gdańsku). Przy tym pozyskanie chociażby jednego takiego projektu oznaczałoby dla Grupy ok. 150 - 200 mln zł przychodów, gdyż koszt prac związanych z prefabrykacją i montażem konstrukcji stalowej zadaszenia stadionu (łącznie z elementami pokrycia) stanowi w zależności od poziomu skomplikowania konstrukcji i wielkości obiektu ok. 20 - 25% całkowitego kosztu budowy obiektu.

Strategia Grupy Kapitałowej

Na strategię Grupy Kapitałowej na najbliższe lata składa się podjęcie kilku działań:

1) Restrukturyzacja kapitałowa

Celem tego działania jest zwiększenie efektywności operacyjnej spółek zależnych i obniżenie kosztów stałych ich działalności poprzez procesy konsolidacyjne w Grupie. Zarząd liczy, że działanie to wpłynie na potencjał ekonomiczny powstałych podmiotów, poprzez realizację większych kontraktów i łatwiejszy dostęp do pozyskiwania finansowania na rynku. W tym zakresie podjęto już pewne kroki inkorporując dwie spółki zależne, w których Mostostal posiadał 100% udziałów, do spółki dominującej Mostostal Zabrze Holding. Oba podmioty prowadzą działalność pomocniczą dla innych spółek z Grupy (MZ ZTS sp. z o.o. – usługi transportowe, SMS sp. z o.o. – usługi produkcyjno-montażowe), z racji tego dalsze utrzymywanie osobnej struktury administracyjnej w tych podmiotach byłoby ekonomicznie nieuzasadnione.

2) Rozwój organiczny w ramach poszczególnych struktur organizacyjnych

Celem tego działania będzie realizacja inwestycji odtworzeniowych, zwiększających potencjał wykonawczy spółek oraz dofinansowanie ich m.in. ze środków pochodzących z upłynnienia zbędnego majątku Grupy. W rezultacie Mostostal zamierza skupić się na prowadzeniu równoległej działalności w trzech obszarach (działalność montażowo – produkcyjna, budownictwo przemysłowe i ogólne oraz drogownictwo). Dzięki planowanym działaniom w oparciu o kryterium przestrzenne planowane jest połączenie spółki montażowo - produkcyjnej Mostostal Kędzierzyn z ocynkownią Mostostal-MET oraz samodzielne działanie 3 podmiotów (MZ ZMP Katowice, MZ ZMP Czechowice, MZ ZMP Częstochowa). Zarząd zamierza również podjąć działania mające na celu dalszy organiczny rozwój segmentu drogownictwa poprzez zawarcie układu z wierzycielami spółki PRInż. Obecnie oczekiwane jest zatwierdzenie listy wierzytelności, które mają być objęte postępowaniem układowym.

3) Pozyskanie finansowania poprzez debiut na GPW

Kolejnym działaniem Zarządu w ramach przyjętej strategii będzie publiczne plasowanie akcji trzech spółek z Grupy: GPPB, PRInż oraz Mostostal Kędzierzyn. W tym celu w 1 kw. br Zarząd przekształcił formę prawną Mostostalu Kędzierzyn (d. MZ ZMP Kędzierzyn) ze spółki z o.o. na spółkę akcyjną. Termin debiutu uzależniony będzie od koniunktury na rynku kapitałowym i wstępnie zapowiadany jest na 2010 r. Jednocześnie Spółka zamierza utrzymać kontrolę nad tymi podmiotami, a pozyskane środki przeznaczyć na wzrost mocy wytwórczych i zwiększenie kapitału obrotowego w tych podmiotach.

Charakterystyka rynku

Spółki z Grupy Mostostal Zabrze zamierzają koncentrować swoją działalność na pozyskiwaniu i realizacji kontraktów zarówno w kraju i za granicą w następujących sektorach:

1) Energetyka;

W tym obszarze gospodarki planowane są gigantyczne nakłady odtworzeniowe sięgające 60 mld EUR oraz kolejne 20 mld EUR, które mają być przeznaczone na budowę ok. 12 tyś. MW mocy wytwórczych. W rzeczywistości jednak środki przeznaczone na energetykę będą uzależnione m.in. od pozyskania finansowania na ich realizację. Pozyskanie zewnętrznych źródeł finansowania będzie tym bardziej kluczowe, gdyż trudno sobie wyobrazić udział kapitałowy Skarbu Państwa (nota bene właściciela większości spółek tego strategicznego dla gospodarki sektora). Z kolei część inwestycji pomimo współfinansowania ze środków unijnych (m.in. związanych z ochroną środowiska i bezpieczeństwem energetycznym), będzie wymagało zaangażowania kapitałowego samych spółek energetycznych. Wkład własny tych podmiotów będzie zależeć od rentowności ich działalności operacyjnej m.in. cen energii elektrycznej, a te wraz ze spadkiem aktywności gospodarczej w średnim terminie (zmniejszenie popytu na energię) nie powinny rosnąć. Posiadane przez Grupę kompetencje pozwalają na udział w projektach z zakresu rekonstrukcji i budowy nowych mocy wytwórczych, poprawy efektywności wytwarzania energii, budowy instalacji odsiarczania i odazotowywania spalin oraz wykorzystania alternatywnych źródeł energii (OZE). Mostostal zamierza średniorocznie realizować ok. 300 mln zł przychodów z tego źródła.

2) Chemia i petrochemia;

W tym obszarze Grupa współpracuje ze spółkami należącymi do tzw. „Wielkiej Chemii” (m.in. zakłady nawozowe, producenci tworzyw sztucznych) oraz spółkami paliwowymi (PKN Orlen, Lotos). Jednakże udział tej grupy odbiorców w strukturze sprzedaży Mostostalu będzie w tym roku niższy niż w poprzednich latach, co jest spowodowane m.in. zmniejszeniem nakładów w ramach programów inwestycyjnych w spółka paliwowych (szczyt wydatków przypadają na lata 2007 – 2008). Nakłady w tym obszarze według Ministerstwa Gospodarki mogą wynieść do 2012 r. 6 mld zł, a w ciągu 10 lat najbliższych lat wydatki te szacuje na 24 mld zł. Dotyczą one modernizacji i budowy nowych instalacji Wielkiej Syntezy Chemicznej, linii produkcyjnych nawozów sztucznych, inwestycji modernizacyjno-rozwojowych w zakresie chemii organicznej, budowy magazynów i zbiorników paliw ciekłych czy instalacji gazyfikowania węgla kamiennego. Zdaniem Zarządu sprzedaż z tego źródła powinna średniorocznie oscylować w granicy 200 mln zł.

3) Obiekty handlowe i użyteczności publicznej;

W tym obszarze Mostostal szczególnie liczy na projekty inwestycyjne w ramach Euro 2012 (łącznie wydatki w Polsce szacowane są na ok. 20 mld EUR), w tym dotyczące budowy stadionów (ten cel pochłonie ok. 4 mld zł), infrastruktury drogowej oraz zaplecza turystycznego. Dotychczasowe realizacje Holdingu w tym obszarze: dostawa i montaż konstrukcji zadaszenia wraz z montażem pokrycia membranowego stadionu we Frankfurcie, Kapsztadzie (Mundial 2010 r.), gdzie wykonywana jest również fasada stadionu, są dowodem na duże doświadczenie Grupy w tym obszarze i szansą na realizację polskich obiektów (obecnie trwają rozmowy z dwoma generalnymi wykonawcami stadionów w Gdańsku i we Wrocławiu). Pozyskanie chociażby jednego takiego zlecenia oznaczałoby dla Grupy ok. 150 - 200 mln zł dodatkowych przychodów, gdyż koszt prac związanych z prefabrykacją i montażem konstrukcji stalowej zadaszenia stadionu (łącznie z elementami pokrycia) stanowi w zależności od poziomu skomplikowania konstrukcji i wielkości obiektu ok. 20 - 25% całkowitego kosztu budowy obiektu.

4) Budowa dróg i mostów;

W tym obszarze Mostostal poprzez zależne PRDiM dynamicznie zwiększa portfel (szacujemy, że tegoroczna sprzedaż tego segmentu może wynieść ok. 250 mln zł). Biorąc pod uwagę obecny stan infrastruktury drogowej oraz gęstość jej sieci, Spółce w perspektywie wielu lat nie powinno brakować zleceń. Przy czym działania Grupy mają skupić się na pozyskiwaniu małych i średniej wielkości kontraktów (średnio o wartości 10 - 30 mln zł), głównie dróg lokalnych i wojewódzkich, gdzie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i wymagane gwarancje bankowe są niższe niż w zleceniach autostradowych (tych wciąż

brakuje). W tym obszarze planowane są również akwizycje, Grupa chciałaby m.in. realizować kontrakty z zakresu infrastruktury torowej.

5) Ochrona środowiska;

Nakłady na ochronę środowiska w Polsce składają się z nakładów na inwestycje oraz konserwację urządzeń. Uwzględniając wydatkami ludności (woda, ścieki, odpady) o wartości ok. 20 mld zł, łączne wydatki na ochronę środowiska w Polsce wynoszą ok. 35 mld zł rocznie (ok. 3,5% PKB). Wydatki inwestycyjne to 7-7,5 mld zł rocznie, a eksploatacyjne są na poziomie 8 mld zł rocznie. Źródłem finansowania ochrony środowiska są przede wszystkim środki własne przedsiębiorstw i gmin (odpowiednio: 35 i 15 proc.). Ponadto 20 proc. stanowią środki unijne, kolejne 20-25 proc. - środki pochodzące m.in. z NFOŚiGW, a resztę stanowią kredyty bankowe. W związku z tym, że ten obszar działalności Grupy może liczyć na największe wsparcie finansowe ze środków pochodzących z funduszy europejskich, przychody z tego źródła powinny być w długim terminie niezagrażone.

Wyniki finansowe

Skonsolidowana sprzedaż Grupy w 1 kw. br. wyniosła 193 mln zł (wzrost o 31,6% r/r), niższą dynamikę cechował się przyrost kosztów wytworzenia (wzrost o 28% r/r), w rezultacie czego Spółka osiągnęła wyższą niż w analogicznym okresie ubiegłego roku marżę brutto ze sprzedaży, która w 1 kw. br. w sprawozdaniu skonsolidowanym wyniosła 15% (wzrost o 2,3 p.p. r/r). Analizując sprzedaż w poszczególnych segmentach, można zaobserwować znaczący przyrost sprzedaży w segmencie produkcyjno – montażowym (wzrost o ok. 45% r/r). Związany jest on m.in. z pozyskaniem kontraktów eksportowych oraz osłabianiem się złotówki do walut, w których rozliczane są te zlecenia (głównie EUR), co przyczyniło się do wzrostu pierwszej marży do poziomu 16,5% (wzrost o 3,3 p.p. r/r). Jeszcze większą dynamikę sprzedaży Holding osiągnął z tytułu realizacji kontraktów w drogownictwie. Pomimo tego, że 1 kw. jest sezonowo najsłabszym okresem dla tej działalności, spółka PRDiM (zależna od PRInz) osiągnęła w tym okresie obroty na poziomie 20 mln zł (wzrost o 65% r/r) i rentowność na poziomie 4,4%. W kolejnych kwartałach mając na uwadze tegoroczny portfel zleceń, spodziewamy się skokowego wzrostu sprzedaży w tym segmencie i jednocześnie spadku skonsolidowanej marży, która naszym zdaniem w 2009 r. na pierwszym poziomie 11,7% (spadek o 0,1 p.p. r/r).

Stabilna pozostała sprzedaż w segmencie budownictwa przemysłowego i ogólnego (obroty 25,8 mln zł, rentowność brutto ze sprzedaży 14,2%), co jest sygnałem, że w tym obszarze działań Grupy w bieżącym roku może utrzymać się niewielka dynamika przychodów.

Tabela 2. Dekompozycja segmentowa sprzedaży w 1 kw. br.

(mln zł)	1 kw. 09r.			1 kw. 08r.			zmiana r/r (%)		
	Produkcja - montaż	Drogi	Budownictwo	Produkcja - montaż	Drogi	Budownictwo	Produkcja - montaż	Drogi	Budownictwo
Przychody ze sprzedaży	142,8	20,8	25,8	99,0	12,3	25,5	44,3%	68,8%	1,1%
KWS	119,2	19,9	22,2	85,9	12,0	22,0	38,7%	65,7%	0,9%
zysk brutto ze sprzedaży	23,6	0,9	3,7	13,1	0,3	3,6	80,7%	181,7%	2,2%
marża (%)	16,5%	4,4%	14,2%	13,2%	2,7%	14,0%	-	-	-
koszty ogólnego zarządu	9,5	1,6	1,4	7,9	1,5	1,7	19,0%	7,7%	-14,5%
zysk ze sprzedaży	14,2	-0,7	2,2	5,1	-1,2	1,9	176,5%	-40,9%	17,0%
marża (%)	9,9%	-3,3%	8,6%	5,2%	-9,5%	7,4%	-	-	-
zysk netto	11,9	-0,4	2,5	8,9	0,0	1,6	33,0%	-1687,0%	54,1%
marża (%)	8,3%	-1,8%	9,5%	9,0%	0,2%	6,2%	-	-	-

Źródło: Mostostal Zabrze S.A.

Na wynik Grupy na niższych poziomach pozytywny wpływ miał efekt dźwigni operacyjnej (wzrost kosztów ogólnego zarządu o 8,3%), w rezultacie czego zysk ze sprzedaży wyniósł ok. 16 mln zł (wzrost o 44% r/r), co implikowało wzrost rentowności na tym poziomie o 3,8 p.p. r/r do 8,2%. Nieco niższa w stosunku do 2008 r. okazała się marża EBIT (spadek o 0,3 p.p. do 9,4%), na co wpływ miało saldo pozostałej działalności operacyjnej, które w 1 kw. 2008 r. wyniosło ok. 8 mln zł, a w tym roku zaledwie 2,3 mln zł. Ostatecznie Grupa wypracowała zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej w wysokości 14,2 mln zł (wzrost o 27% r/r) oraz rentowność netto na poziomie 7,4% (spadek o 0,2 p.p. r/r). Tym samym EPS za 1 kw. 2009 r. wyniósł 0,1 zł, a wskaźnik P/E (liczony dla czterech ostatnich kwartałów) ukształtował na poziomie 17 (mediana dla branży wynosi obecnie 14).

W stosunku do końca 2008 r. suma bilansowa zmieniła się nieznacznie i na koniec 1 kw. br. wyniosła 641,7 mln zł (wzrost o 2,5% r/r). W strukturze aktywów największą pozycję stanowią należności, głównie handlowe (31 % sumy bilansowej) oraz rzeczowy majątek trwały (28% sumy bilansowej). Grupa posiada również aktywa inwestycyjne w postaci nieruchomości, których wycena bilansowa na koniec 1 kw. br. wyniosła 69 mln zł oraz innych aktywów finansowych o wartości 13 mln zł. Istotną pozycję w aktywach stanowi również zgromadzona gotówka ok. 100 mln zł gotówki (15,8% sumy bilansowej), uwzględniając niski poziom zadłużenia Grupy gotówka netto na koniec 1 kw. br. wyniosła 78 mln zł. Wysoki stan gotówki pozwolił utrzymać wskaźniki płynności na bezpiecznym poziomie (wskaźnik płynności ogólnej w 1 kw. br. wyniósł 1,9, a

wskaźnik pokrycia gotówką zobowiązań krótkoterminowych 0,6). Biorąc jednak pod uwagę zobowiązania układowe spółki zależnej PRInż, których bilansowa wartość wynosi ok. 150 mln zł wysoki stan gotówki jest pozorny (realizacja układu z wierzycielami przy założeniu 40% redukcji długu pochłonie ok. 90 mln zł). Ponadto w Grupie polepszył się wskaźnik rotacji kapitału obrotowego - szybszy w 1 kw. br. był spływ należności, wskaźnik go opisujący liczony w dniach wyniósł 80 dni (92 dni na koniec 2008 r.), a cykl konwersji gotówki skrócił się do 37 dni (42 dni na koniec roku).

Tabela 3. Wyniki finansowe za 1 kw. 2009 r.

mln zł	1 kw. 2009	1 kw. 2008	dynamika (%) r/r	2 kw.2008 - 1 kw.2009	2 kw.2007 - 1 kw.2008	dynamika (%) r/r
Przychody netto ze sprzedaży	193,0	146,6	131,6%	883,6	673,6	131,2%
KWS	164,0	128,0	128,1%	774,7	602,6	128,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,0	18,6	156,0%	108,8	70,9	153,4%
marża brutto ze sprzedaży (%)	15,0%	12,7%	-	12,3%	10,5%	-
Zysk ze sprzedaży	15,8	6,5	244,0%	53,3	28,1	189,6%
marża ze sprzedaży (%)	8,2%	4,4%	-	6,0%	4,2%	-
EBITDA	22,5	18,0	125,2%	80,2	59,3	135,3%
marża EBITDA (%)	11,7%	12,3%	-	9,1%	8,8%	-
EBIT	18,2	14,2	128,2%	60,3	46,0	131,2%
marża EBIT (%)	9,4%	9,7%	-	6,8%	6,8%	-
Zysk brutto	19,1	14,1	135,9%	64,7	65,5	98,7%
marża brutto (%)	9,9%	9,6%	-	7,3%	9,7%	-
Zysk netto*	14,2	11,2	127,1%	47,4	55,7	85,0%
marża netto (%)	7,4%	7,6%	-	5,4%	8,3%	64,8%
* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej						
EPS (zł)	0,10	0,08		0,32	0,37	
CEPS (zł)	0,10	0,10		0,45	0,46	
P/E (x)	-	-		17,00	14,45	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Tabela 4. Wybrane składniki bilansu i rachunku cash flow.

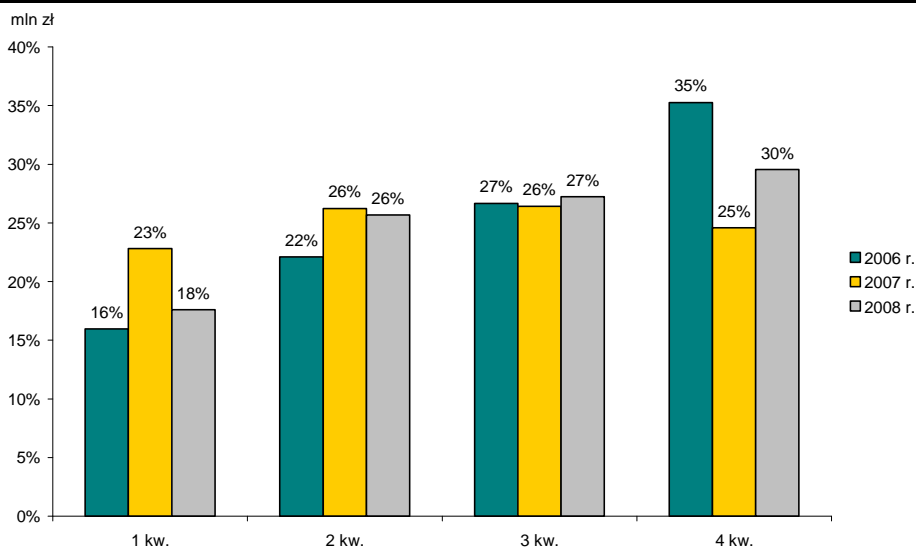
(mln zł)	1 kw. 2009r.	4 kw. 2008r.	1 kw. 2008r.	zmiana (kw./ kw.)
AKTYWA				
Rzeczowe aktywa trwałe	177,9	175,4	165,2	1,4%
Zapasy	46,3	39,3	51,0	17,8%
Należności handlowe	190,0	193,0	137,4	-1,6%
RMK (kontrakty długoterminowe)	29,7	27,9	22,4	6,5%
Środki finansowe	101,1	100,7	89,5	0,4%
PASYWA				
Kapitał własny	244,3	244,4	192,6	0,0%
Zobowiązania oprocentowane	23,1	36,8	25,8	-37,3%
Zobowiązania układowe	149,8	149,8	149,8	0,0%
Zobowiązania handlowe	148,4	145,0	143,5	2,3%
RMK (kontrakty długoterminowe)	36,5	30,9	10,5	18,1%
Suma bilansowa	641,7	626,1	555,1	2,5%
Rotacja zapasów (w dniach)	19,6	18,9	27,5	-
Rotacja należności (w dniach)	80,6	92,7	74,0	-
Rotacja zobowiązań (w dniach)	63,0	69,6	77,2	-
Cykl konwersji gotówki	37,3	41,9	24,2	-
Wskaźnik ogólnej płynności	1,9	1,9	1,8	-
Wskaźnik szybkiej płynności I	1,6	1,7	1,5	-
Wskaźnik szybkiej płynności II	0,6	0,6	0,6	-
Wskaźnik dług/kapitał własny	1,6	1,6	1,9	-
Wskaźnik dług/aktywa	0,6	0,6	0,7	-
CF operacyjny	23,2	-15,2	-36,3	-
CF inwestycyjny	-7,7	62,6	81,4	-
CF finansowy	-15,8	8,9	3,9	-
CF netto	-0,2	56,2	49,01	-

Źródło: BM BGŻ S.A.

Sezonowość sprzedaży

Analizując sezonowość sprzedaży, można zaobserwować mniejszą aktywność spółek z Grupy w pierwszym kwartale roku (ok. 20% rocznych obrotów), co związane jest z niesprzyjającymi warunkami atmosferycznymi (w Mostostalu zjawisko to częściowo niwelują przychody spółek wytwarzających konstrukcje stalowe w halach produkcyjnych) oraz z cyklem realizacji inwestycji (większość robót drogowych rozpoczyna się w 2 kw.). Zarówno w drugim jak i w trzecim kwartale sprzedaż jest na podobnym poziomie i łącznie stanowi ok. 50% rocznych obrotów. Natomiast w czwartym kwartale Mostostal realizuje ok. 30% rocznej sprzedaży, co jest wynikiem przypadającego na ten okres roku fakturowania realizowanych robót oraz pozyskania zleceń od podmiotów, które operują na rocznych budżetach.

Rysunek 6. Sezonowość sprzedaży w latach 2006 – 2008.



Źródło: raporty Spółki

Prognoza na lata 2009-2012

Sporządzona przez nas prognoza na ten rok zakłada zrealizowanie skonsolidowanych obrotów Holdingu na poziomie ok. 950 mln zł (wzrost o 13% r/r). Wciąż największą sprzedaż generować będzie segment montażowo – produkcyjny, który naszym zdaniem wypracuje ok. 550 mln zł (wzrost o 7% r/r) przy rentowności brutto ze sprzedaży na poziomie 14%. Ponadto oczekujemy niewielkiego wzrostu przychodów segmentu budowlanego (dynamika 5% r/r) do poziomu ok. 120 mln zł i pierwszego poziomu marży oscylującej w granicach 13%. Natomiast największą dynamiką cechował się będzie segment drogowy, gdzie przychody wyniosą ok. 250 mln zł (wzrost 40% r/r), a rentowność sięgnie ok. 4%. Prognozując niższe poziomy rachunku wyników spodziewany się, wygenerowania ok. 85 mln zł EBITDA, rentowności EBIT na poziomie 7% oraz zrealizowania zysku netto dla akcjonariuszy Mostostalu na poziomie ok. 54 mln zł (wzrost o 18% r/r), co implikuje rentowność netto w wysokości 5,6% (wzrost o 0,3 p.p. r/r).

Natomiast w kolejnym roku, ze względu na możliwość zrealizowania się scenariusza braku dynamiki produkcji budowlano – montażowej oraz niepozyskania kontraktów stadionowych, przyjęliśmy spadek przychodów Grupy o 3% r/r do poziomu ok. 0,9 mld zł. Zakładamy przy tym spadek marży netto do ok. 5% i zysku netto na poziomie ok. 46 mln zł. Spadek obrotów związany z zakładaną przez nas obniżoną aktywnością inwestycyjną przedsiębiorstw w 2010 r. oraz marż, ze względu na rosnącą konkurencję, odczują segmenty budownictwa oraz drogownictwa (spadek w 2010 r. odpowiednio o 10 i 8% r/r). Ponadto zakładamy, że nominalna sprzedaż segmentu montażowo – produkcyjnego pozostanie na podobnym poziomie.

Po tym okresie spodziewamy się stabilnego wzrostu przychodów oraz marż, nie uwzględniamy natomiast akwizycji i debiutu spółek zależnych, co skokowo wpłynęłoby na poprawę wyników Spółki.

Tabela 5. Sprzedaż według segmentów.

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Skonsolidowana sprzedaż	682,60	833,83	942,59	914,37	1002,06	1080,56
zmiana (%) r/r	-	22,2%	13,0%	-3,0%	9,6%	7,8%
Działalność montażowo - produkcyjna						
sprzedaż segmentu	561,91	524,12	559,76	559,76	621,34	677,26
zmiana (%) r/r	-	-6,7%	6,8%	0,0%	11,0%	9,0%
zysk brutto ze sprzedaży	b.d.	b.d.	78,37	76,13	89,47	97,52
marża brutto (%)	b.d.	b.d.	14,0%	13,6%	14,4%	14,4%
Budownictwo						
Sprzedaż segmentu	77,84	110,40	115,92	104,33	115,80	127,38
zmiana (%) r/r	-	41,8%	5,0%	-10,0%	11,0%	10,0%
zysk brutto ze sprzedaży	b.d.	b.d.	15,07	13,67	16,10	17,83
marża brutto (%)	b.d.	b.d.	13,0%	13,1%	13,9%	14,0%
Drogownictwo						
Sprzedaż segmentu		164,67	230,53	212,09	224,82	233,81
zmiana (%) r/r		-	40,0%	-8,0%	6,0%	4,0%
zysk brutto ze sprzedaży		b.d.	9,91	8,48	10,34	11,69
marża brutto (%)		b.d.	4,3%	4,0%	4,6%	5,0%

Źródło: BM BGZ S.A., raporty Spółki

Wycena

Wycenę Mostostalu Zabrze dokonaliśmy za pomocą metody fundamentalnej opartej na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej.

Wartość spółki na podstawie modelu DCF szacujemy na **680,3 mln zł**, czyli **4,56 zł** za jedną akcję. Natomiast zestawiając Spółkę z podmiotami najbardziej zbliżonym do niej profilem, otrzymaliśmy wyceną na poziomie **577,9 mln zł**, czyli **3,88 zł** na jedną akcję. Nadając obu metodom jednakowe wagi, wartość Holdingu szacujemy na **629,1 mln zł**, czyli **4,2 zł** na jedną akcję.

Tabela 6. Podsumowanie wyceny

	Wycena (mln zł)	Wycena na 1 akcję (zł)	Waga
Wycena DCF	680,3	4,56	50%
Wycena porównawcza	577,9	3,88	50%
Średnia z wycen	629,1	4,22	

Źródło: BM BGZ S.A.

Wycena DCF

Szacując wartość Spółki w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wycenę Mostostalu Zabrze na poziomie **680,3 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **4,56 zł**.

W modelu przyjęliśmy szereg opisanych poniżej założeń:

- Poziom prognozowanych przychodów uwzględnia zarówno obecny portfel zamówień (wart 1,1 mld zł) jak również zakładany przez nas przyszły rozwój poszczególnych segmentów operacyjnych Holdingu (Rys. 7);
- Pozyskiwanie kontraktów ze średnio ważoną marżą na pierwszym poziomie w wysokości 11,5 – 13% oraz przejściowy spadek obrotów i rentowności w 2010 r.;
- Ograniczenie kosztów zarządu dzięki prowadzonej restrukturyzacji kapitałowej (m.in. inkorporacja spółek zależnych, sprzedaż zbędnych aktywów) z poziomu 6,5% przychodów w 2008 r. do 5,5% w 2012 r.
- Zwiększanie udziałów w spółkach zależnych powodujące spadek udziału w zysku akcjonariuszy mniejszościowych do 6% zysku netto;
- W obrębie kapitału obrotowego w związku z naszą ostrożną oceną koniunktury budowlanej w 2010 r. zakładamy wydłużenie się cyklu konwersji gotówki do 55 dni, a w kolejnych latach ustabilizowanie się cykli operacyjnego i konwersji gotówki odpowiednio na poziomie 92 i 50 dni;
- Nakłady inwestycyjne bez uwzględnienia akwizycji dotyczące modernizacji majątku oraz zwiększenia zdolności wytwórczych w spółkach zależnych planowane do poniesienia w latach 2009 -2011 wyniosą ok. 60 mln zł;
- Średnio ważona stopa amortyzacji dotychczasowego majątku Spółki w kolejnych latach prognozy wyniesie 7,9%, ze względu na ok. 70% udział aktywów trwałych z grupy grunty i budynki, a nowo nabytego majątku 10%;

- W obrębie zobowiązań układowych przyjęliśmy wariant dojścia do porozumienia z wierzycielami, 40% redukcję wierzytelności oraz rozłożenie spłaty pozostałej kwoty w okresie 5 lat;
- Spółka począwszy od 2012 r. przeznaczy 50% zysku netto na wypłatę dywidendy;
- Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych – 6,35% (notowania z dnia 18.06.2009);
- Współczynnik beta przyjęliśmy na poziomie 1 (sądzimy, że ryzyko związane ze spółką nie powinno różnić się od rynkowego), a premię za ryzyko na poziomie 5,5%;
- Nominalną stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2018 r. przyjęliśmy na poziomie celu inflacyjnego – 2,5%;

Tabela 7. Model wyceny DCF

(mln zł)	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	>2018E
Przychody	942,6	914,4	1 002,1	1 080,6	1 146,1	1 191,6	1 224,7	1 256,5	1 289,2	1 322,8	
zmiana r/r	12,6%	-3,0%	9,6%	7,8%	6,1%	4,0%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	
EBITDA	83,8	75,2	93,0	104,4	113,1	119,7	124,9	130,1	135,7	139,1	
EBIT	67,3	57,0	73,4	83,3	90,9	96,1	99,7	103,2	106,8	110,6	
Efektywna stopa podatkowa (%)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	54,5	46,2	59,5	67,4	73,6	77,8	80,8	83,6	86,5	89,6	
Amortyzacja	16,4	18,2	19,6	21,1	22,2	23,6	25,2	26,8	28,9	28,5	
CAPEX	25,4	19,9	15,2	16,5	17,2	18,4	19,6	20,9	26,4	28,2	
Inwestycje w kapitał obrotowy	12,3	-2,1	6,2	10,7	6,7	4,6	3,4	3,2	3,3	3,4	
FCFF skorygowany o udziały mniejszości	32,0	44,7	55,3	58,9	69,0	75,3	79,7	82,9	82,2	83,0	85,0
dynamika FCF (%)	-	39,7%	23,9%	6,4%	17,2%	9,1%	5,8%	4,0%	-0,8%	0,9%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	
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	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Koszt dźwigu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt dźwigu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
kapitał własny (%)	96,7%	97,7%	97,8%	98,0%	98,1%	98,2%	98,2%	98,2%	98,2%	98,2%	
dźwig (%)	3,3%	2,3%	2,2%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
WACC (%)	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	
DFCF	30,1	37,6	41,7	39,8	41,7	40,7	38,5	35,9	31,8	28,7	
Suma DFCF	366,7										
Wartość rezydualna (TV)	918,8										
Zdyskontowana TV	318,4										
Wartość firmy	685,0										
Gotówka netto	85,1										
Zobowiązania układowe	89,9										
Wartość kapitału własnego	680,3										
Liczba akcji (mln szt.)	149,1										
Wartość 1 akcji 22/06/09 (zł)	4,56										

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Sporządzony przez nas model wrażliwy jest na szereg przyjętych założeń. W rezultacie biorąc pod uwagę poszczególne wartości zmiennych wycena odchyła się in plus lub in minus.

Tabela 8. 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%	4,99	5,13	5,30	5,48	5,69	5,93	6,21
-1,0%	4,71	4,84	4,98	5,14	5,32	5,52	5,75
-0,5%	4,47	4,58	4,70	4,83	4,99	5,16	5,35
Zmiana WACC (p.p.)							
0,0%	4,24	4,34	4,44	4,56	4,69	4,84	5,00
0,5%	4,04	4,12	4,22	4,32	4,43	4,56	4,70
1,0%	3,85	3,93	4,01	4,10	4,20	4,31	4,43
1,5%	3,68	3,75	3,82	3,90	3,98	4,08	4,18

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wzrost/spadek średnio ważonego kosztu kapitału o 1 p.p., ceteris paribus, implikuje spadek/wzrost wyceny 1 akcji Spółki odpowiednio do wartości 4,1 zł oraz 5,14 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 4,84 zł oraz 4,34 zł.

Tabela 9. Analiza wrażliwości zmiany współczynnika beta 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%
-0,3	5,06	5,21	5,38	5,57	5,79	6,05	6,34
-0,2	4,75	4,88	5,03	5,19	5,37	5,58	5,82
-0,1	4,48	4,60	4,72	4,86	5,01	5,18	5,38
Zmiana β (jedn.)							
0,0	4,24	4,34	4,44	4,56	4,69	4,84	5,00
0,1	4,02	4,11	4,20	4,30	4,41	4,54	4,68
0,2	3,83	3,90	3,98	4,07	4,16	4,27	4,39
0,3	3,65	3,71	3,78	3,86	3,94	4,03	4,13

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wzrost/spadek współczynnika beta o 10%, ceteris paribus, implikuje spadek/wzrost wyceny 1 akcji Spółki odpowiednio do wartości 4,30 zł oraz 4,86 zł.

Wycena porównawcza

Sporządzona przez nas wycena porównawcza bazuje na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, dla wyznaczenia których, grupę porównawczą stanowiły krajowe spółki publiczne z segmentu budowlanego o znacznej ekspozycji na energetykę (EPN, EPD), budownictwo przemysłowe (PMX, MWA, EPN), prefabrykacja i montaż konstrukcji stalowych (PMX, EPN, EPD) czy drogownictwo (MWA). Pierwsze dwie Spółki: Polimex–Mostostal oraz Mostostal Warszawa, są podmiotami, które osiągają obroty znacznie większe od Holdingu z Zabrze, jednak w ich strukturach są spółki, które są jej konkurentami w wykonawstwie konstrukcji stalowych, budownictwie przemysłowym i w drogownictwie. Natomiast Energomontaż Północ oraz Energomontaż Południe, ze względu na realizowane projektu energetyczne i duży udział w strukturze sprzedaży prefabrykowanych konstrukcji stalowych, są bezpośrednimi konkurentami Spółki w segmentach operacyjnych, które dla wyników Mostostalu Zabrze mają największe znaczenie.

Zarówno wymienionym mnożnikom, jak i kolejnym okresom porównawczym nadaliśmy równe wagi. Dodatkowo skorygowaliśmy wskaźniki za 2008 rok wyłączając z wyników za 2008 r. zdarzenia mające charakter niepowtarzalny (m.in. sprzedaż nieruchomości gruntowej).

Według takiego podejścia, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E wycena akcji Mostostalu Zabrze kształtuje się w przedziale 3,9 – 4,3 zł, biorąc pod uwagę wskaźnik EV/EBIT (w celu wyznaczenia długu netto założyliśmy 40% redukcję zobowiązań układowych Mostostalu) wycena kształtuje się w przedziale 3,2 – 4,1 zł, natomiast analizując wskaźnik EV/EBITDA wycena akcji Mostostalu kształtuje się w przedziale 3,1 – 4,5 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie **577,9 mln zł**, czyli **3,88 zł** na akcję. Na jej poziom istotnie wpłynęła prognoza wyników dla spółek porównawczych w 2010 r., która bazowała na analizie obecnych portfeli zleceń (spółki porównawcze mają obecnie zakontraktowane ok. 40 – 60% przyszłorocznych przychodów) oraz ocenie perspektyw rozwoju segmentów operacyjnych spółek w okresie słabszej koniunktury na rynku budowlanym w 2010 r.

Tabela 10. Wycena porównawcza

Spółka (ticker)	MC (mln zł)*	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
POLIMEX MOSTOSTAL (PMX)	1 708,8	14,2	12,0	11,9	9,8	8,6	8,2	7,5	6,6	6,4
MOSTOSTAL WARSZAWA (MWA)	1 190,0	14,7	12,1	11,8	7,5	6,2	5,8	6,3	5,4	5,1
ENERGOMONTAŻ PÓŁNOC (EPN)	293,1	12,9	12,3	13,3	12,5	8,3	8,9	10,6	6,9	6,4
ENERGOMONTAŻ POŁUDNIE (EPD)	238,6	15,6	14,9	12,6	19,4	17,0	15,4	15,7	13,4	12,1
mediana		14,4	12,2	12,2	11,2	8,5	8,6	9,1	6,7	6,4
MOSTOSTAL ZABRZE (MSZ)	730,7	16,5	13,6	16,0	13,2	11,0	13,0	9,8	8,9	9,9
premia/dyskonto		14,1%	11,6%	31,0%	18,0%	30,1%	52,3%	8,0%	31,6%	55,4%
EV					629,6	571,1	487,7	687,8	564,7	477,9
Kapitalizacja (MC)		640,4	654,8	557,9	617,4	558,8	475,5	675,6	552,4	465,7
Implikowana cena 1 akcji (zł)		4,3	4,4	3,7	4,1	3,7	3,2	4,5	3,7	3,1
Wagi dla wskaźników			33%			33%			33%	
Wycena (mln zł)		577,6								
Wycena 1 akcji (zł)		3,88								

* kursy zamknięcia z dnia 19/06/2009

Źródło: BM BGZ S.A., Reuters

Prognoza wyników i wskaźników

Poniżej przedstawiamy prognozę wyników finansowych spółki Mostostal Zabrze, na których oparta została wycena Spółki.

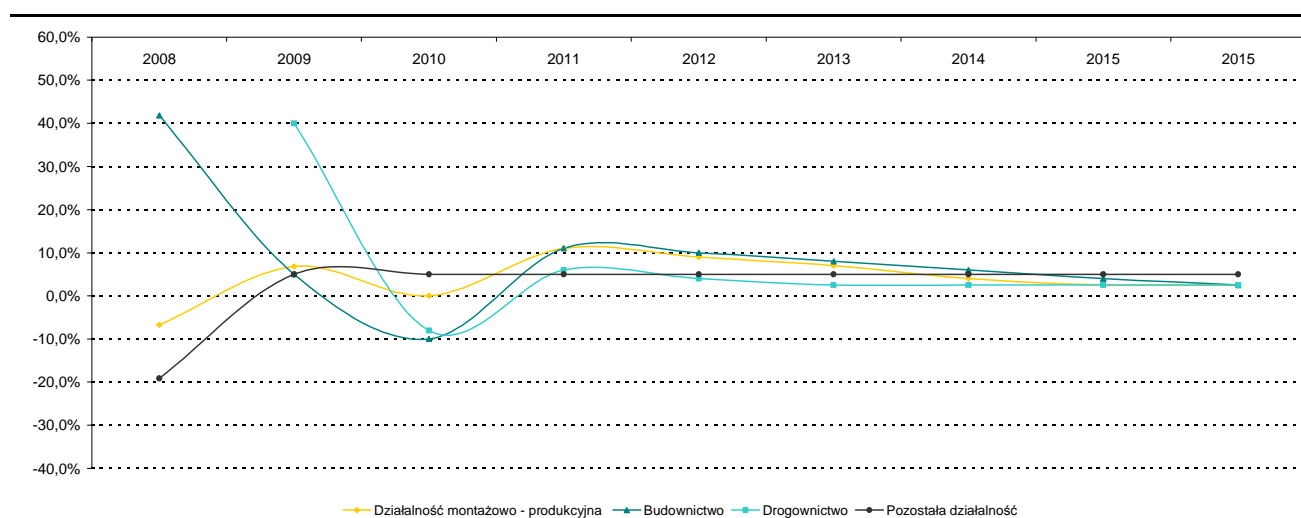
Tabela 11. Prognoza rachunku zysków i strat

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Przychody netto	682,6	837,2	942,6	914,4	1 002,1	1 080,6	1 146,1
zmiana r/r	-	22,6%	12,6%	-3,0%	9,6%	7,8%	6,1%
KWS	612,9	738,8	832,7	809,2	878,5	945,5	1 002,1
Zysk brutto na sprzedaży	69,7	98,4	109,9	105,2	123,5	135,0	144,0
marża brutto na sprzedaży	10,2%	11,8%	11,7%	11,5%	12,3%	12,5%	12,6%
Koszty sprzedaży	0,0	0,2	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1
zmiana r/r	-	-	371,3%	-3,0%	9,6%	7,8%	6,1%
Koszty ogólnego zarządu	40,0	54,2	58,0	55,3	58,0	60,3	62,1
zmiana r/r	-	35,4%	6,9%	-4,5%	4,8%	3,9%	3,0%
EBITDA	53,8	75,7	83,8	75,2	93,0	104,4	113,1
EBIT	41,3	56,3	67,3	57,0	73,4	83,3	90,9
marża operacyjna	6,1%	6,7%	7,1%	6,2%	7,3%	7,7%	7,9%
Saldo na działalności finansowej	6,1	3,3	4,4	3,4	4,4	6,0	6,5
Zysk brutto	62,2	59,6	71,7	60,4	77,9	89,3	97,5
marża brutto	9,1%	7,1%	7,6%	6,6%	7,8%	8,3%	8,5%
Podatek dochodowy	4,4	11,5	13,6	11,5	14,8	17,0	18,5
Efektywna stopa podatkowa	-	19,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk netto, przypisany:							
akcjonariuszom jednostki dominującej	54,2	44,3	53,8	45,6	59,2	67,9	74,1
marża netto	7,9%	5,3%	5,7%	5,0%	5,9%	6,3%	6,5%
akcjonariuszom mniejszościowym	3,6	3,8	4,3	3,3	3,9	4,5	4,9

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Rysunek 7. Dynamika sprzedaży w ujęciu segmentowym (r/r).



Źródło: BM BGŻ S.A.

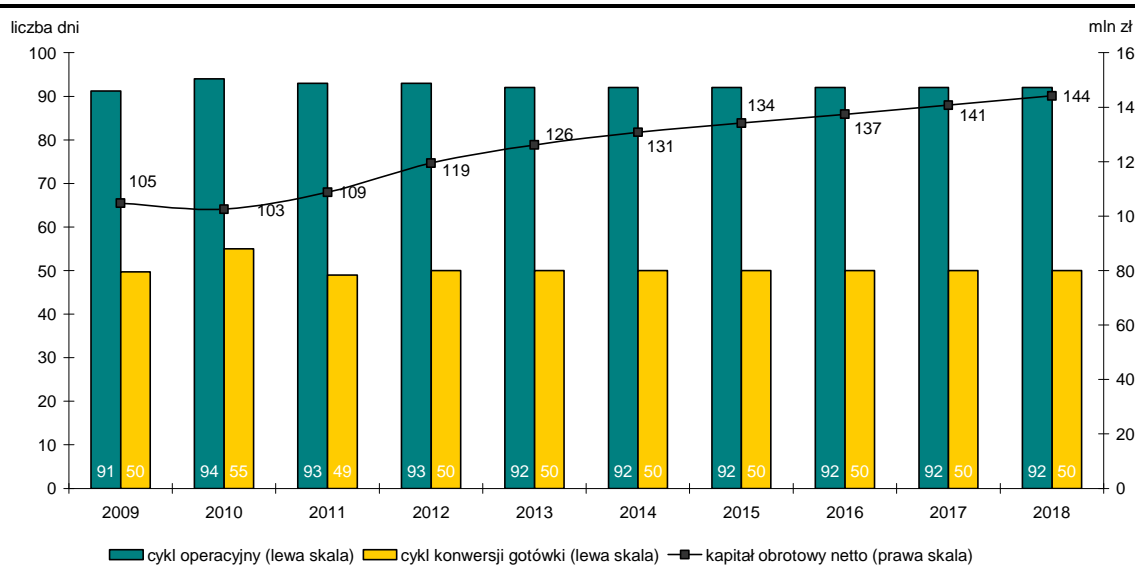
Tabela 12. Prognoza bilansu

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
AKTYWA	366,9	626,1	670,2	698,7	753,6	783,0	811,8
Aktywa trwałe	156,9	263,6	272,5	274,3	269,9	265,3	260,3
Wartości niematerialne i prawne	0,7	2,0	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
Rzeczowe aktywa trwałe	105,4	174,5	182,9	184,5	179,9	175,1	169,9
Aktywa obrotowe	210,1	362,5	397,7	424,4	483,6	517,7	551,4
Zapasy	39,8	39,3	49,6	42,6	49,4	56,2	59,7
Należności handlowe	92,0	172,0	185,9	192,9	205,9	219,1	229,2
Inwestycje krótkoterminowe	39,7	100,7	112,5	139,5	178,1	191,3	210,9
PASYWA	366,9	626,1	670,2	698,7	753,6	783,0	811,8
Kapitał własny	183,7	205,8	259,5	365,1	424,3	462,6	502,7
Kapitał zakładowy	149,1	149,1	149,1	149,1	149,1	149,1	149,1
Kapitał zapasowy	105,2	121,5	165,8	219,6	265,2	294,8	328,7
Zyski zatrzymane	54,2	44,3	53,8	45,6	59,2	67,9	74,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	167,1	401,7	392,1	315,1	310,7	301,8	290,4
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	28,5	34,1	33,1	32,2	31,3	30,3	29,4
Kredyty i pożyczki	2,8	4,7	3,7	2,8	1,8	0,9	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	138,5	367,6	359,0	282,9	279,4	271,5	261,0
Zobowiązania handlowe	71,6	102,5	107,2	110,2	120,8	127,3	131,9
Kredyty i pożyczki	5,9	24,8	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Zobowiązania układowe	0,0	149,8	149,8	71,9	53,9	36,0	18,0

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Rysunek 8. Prognoza kapitału obrotowego



Źródło: BM BGŻ S.A.

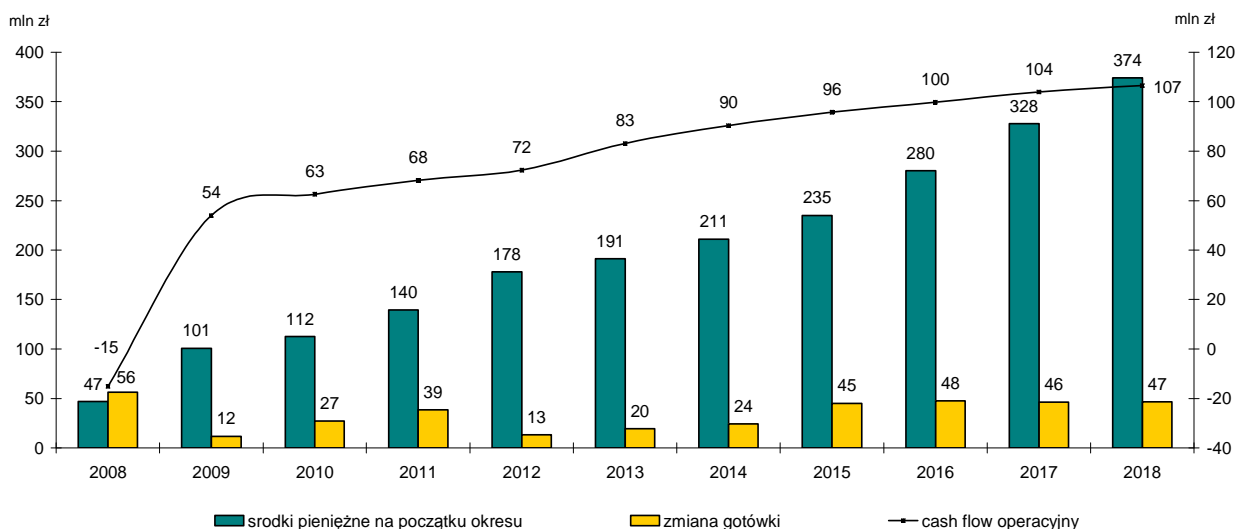
Tabela 13. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Przepływy netto z działalności operacyjnej	-4,9	-15,2	54,0	62,6	68,2	72,3	83,2
Zysk netto	54,2	44,3	53,8	45,6	59,2	67,9	74,1
Amortyzacja	12,5	19,4	16,4	18,2	19,6	21,1	22,2
Zmiana stanu zapasów	-3,0	5,1	-10,3	7,0	-6,8	-6,8	-3,4
Zmiana stanu należności	-1,3	-57,9	-13,2	-6,7	-13,9	-13,9	-10,8
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	-34,2	-28,9	11,2	1,8	14,5	10,0	7,5
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-12,6	62,6	-20,0	-15,6	-9,9	-9,7	-10,0
Nakłady inwestycyjne, w tym:	-13,8	-21,6	-25,4	-19,9	-15,2	-16,5	-17,2
wartości niematerialne i prawne	-0,3	-0,4	-1,3	-1,2	-1,5	-1,9	-1,7
rzeczowe aktywa trwałe	-13,5	-21,2	-24,1	-18,7	-13,7	-14,6	-15,5
Przepływy netto z działalności finansowej	-30,2	8,9	-22,2	-19,9	-19,8	-49,4	-53,6
Wpływy netto z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaciągnięcia kredytów oraz innych zobowiązań fin.	5,2	23,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Splata kredytów oraz innych zobowiązań fin.	-33,8	-10,5	-20,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Splata zobowiązań układowych	0,0	0,0	0,0	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-29,6	-33,9
Odsetki	-3,3	-4,6	-1,4	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	-47,8	56,2	11,7	27,1	38,5	13,3	19,5
Środki pieniężne na początek okresu	94,5	46,7	100,7	112,5	139,5	178,1	191,3
Środki pieniężne na koniec okresu	46,7	100,7	112,5	139,5	178,1	191,3	210,9

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Rysunek 9. Przyrost gotówki w poszczególnych latach prognozy



Źródło: BM BGŻ S.A.

Tabela 14. Wskaźniki i dynamiki

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
zmiana przychód netto ze sprzedaży (r/r)	40,5%	22,6%	12,6%	-3,0%	9,6%	7,8%	6,1%
Zmiana EBITDA (r/r)	47,9%	40,7%	10,7%	-10,3%	23,7%	12,3%	8,4%
Zmiana EBIT (r/r)	66,2%	36,3%	19,6%	-15,4%	28,8%	13,4%	9,2%
Zmiana zysku netto (r/r)	-21,6%	-18,2%	21,3%	-15,2%	29,8%	14,6%	9,2%
Marża brutto na sprzedaży	10,2%	11,8%	11,7%	11,5%	12,3%	12,5%	12,6%
Marża EBIT	4,3%	5,3%	6,3%	5,3%	6,4%	6,8%	7,0%
Marża EBITDA	7,9%	9,0%	8,9%	8,2%	9,3%	9,7%	9,9%
Marża zysku netto	7,9%	5,3%	5,7%	5,0%	5,9%	6,3%	6,5%
Rentowność operacyjna aktywów	11,3%	9,0%	10,0%	8,2%	9,7%	10,6%	11,2%
Rentowność majątku (ROA)	14,8%	7,1%	8,0%	6,5%	7,9%	8,7%	9,1%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	29,5%	21,5%	20,7%	12,5%	14,0%	14,7%	14,7%
Wskaźnik zadłużenia ogółem	45,5%	64,2%	58,5%	45,1%	41,2%	38,5%	35,8%
Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym	50,1%	32,9%	38,7%	52,2%	56,3%	59,1%	61,9%
Pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym	1,2	0,8	1,0	1,3	1,6	1,7	1,9
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	1,4	0,9	1,1	1,4	1,7	1,9	2,0
Wskaźnik ogólnej płynności	1,5	1,0	1,1	1,5	1,7	1,9	2,1
Wskaźnik szybkiej płynności I	1,2	0,9	1,0	1,3	1,6	1,7	1,9
Wskaźnik szybkiej płynności II	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Wskaźnik zdolności do generowania środków pieniężnych działalności operacyjnej	-58,4%	-14,6%	91,0%	93,6%	92,8%	91,4%	92,0%
Zysk netto do przepływów operacyjnych	-1267,4%	-392,9%	99,6%	72,9%	86,8%	93,8%	89,1%
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	-0,7%	-1,7%	0,0%	6,8%	6,8%	6,7%	7,3%
Wskaźnik obrotowości aktywów trwałych	6,5	4,8	5,2	5,0	5,6	6,2	6,7
Wskaźnik obrotowości aktywów	1,9	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 15. Wskaźniki rynkowe dla ceny docelowej

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
EPS	0,36	0,30	0,36	0,31	0,40	0,46	0,50
DPS	-	-	-	-	-	0,20	0,23
BVPS	1,23	1,38	1,74	2,45	2,85	3,10	3,37
P/E	11,6	14,2	11,7	13,8	10,6	9,3	8,5
P/CE	9,4	9,9	11,7	9,9	8,0	7,1	6,5
P/BV	3,4	3,1	2,4	1,7	1,5	1,4	1,3
P/S	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	11,2	9,6	9,3	9,3	7,3	5,5	4,6
EV/EBIT	14,6	12,9	11,6	12,3	9,3	6,9	5,8
EV/S	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5
Cena docelowa (zł)	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22
Liczba akcji (mln)	149,1	149,1	149,1	149,1	149,1	149,1	149,1
MC (mln zł)	628,9	628,9	628,9	628,9	628,9	628,9	628,9
EV (mln zł)	605,0	729,0	778,8	700,9	682,9	570,5	524,5

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. 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 jakąkolwiek 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 wyniesie co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać 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 odniesienie 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.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**