

Sektor budowlany

Polska, budownictwo ogólne

Energomontaż Południe, Budimex, Hydrobudowa Polska,
Polimex-Mostostal, Trakcja-Tiltra

27 lipca 2011 r.

Nie widać światełka w tunelu

Od początku roku indeks **WIG-BUDOWNICTWO** zachowuje się gorzej niż **WIG** (spadek o 26% wobec 1%), a akcje spółek budowlanych pozostają poza kręgiem zainteresowania inwestorów. W naszej ocenie niekorzystna sytuacja rynkowa pozostaje największym wyzwaniem dla spółek budowlanych. Prognozy dot. sprzedaży i zysków tychże spółek w średnim okresie nie napawają optymizmem. Mają na to wpływ cztery czynniki: 1) zbliżające się zakończenie dużych projektów budowlanych związanych z **EURO 2012**; 2) przewidywana mniejsza absorpcja środków unijnych; 3) prawdopodobne spowolnienie inwestycji począwszy od przyszłego roku; 4) ogromna konkurencja wywołująca presję na obniżanie marż. Jeśli perspektywy sektora się nie poprawią (na co w najbliższej przyszłości się nie zanoszą), niewielkie zainteresowanie inwestorów spółkami budowlanymi notowanymi na **GPW** prawdopodobnie się utrzyma. Ponadto przewidujemy, że spółki budowlane opublikują stosunkowo słabe wyniki za II kw. 2011, co może niekorzystnie wpłynąć na wartość ich akcji. Dlatego też rekomendujemy niedoważenie całego sektora.

Perspektywy spółek budowlanych pozostają niekorzystne. Realizacja dużych kontraktów związanych z **EURO 2012** dobiega końca, co, w połączeniu z mniejszą absorpcją środków unijnych, może zaowocować znacznym spowolnieniem w sektorze począwszy od 2012 r., a w konsekwencji uderzyć to w generalnych wykonawców działających na polskim rynku. Światełkiem w tunelu może być sektor energetyczny, wobec którego istnieją szeroko zakrojone plany inwestycyjne, przy czym ich skala i horyzont czasowy pozostają wciąż znakiem zapytania. Ponadto beneficjentami planowanych inwestycji będzie tylko wąska grupa spółek budowlanych.

Zaostrzenie konkurencji w sektorze budowlanym w latach 2009-10 zbiera swoje żniwo (w tym czasie na rynek weszło wiele zagranicznych podmiotów, co rozpętało wojnę cenową wśród wykonawców). W naszej opinii II kw. 2011 będzie kolejnym kwartałem, w którym można oczekiwać kontynuowania zjawiska obniżania marż. Dlatego też, pomimo przewidywanego wzrostu sprzedaży w II kw. 2011 w ujęciu r/r, przewidujemy spadek łącznych zysków w ujęciu r/r.

W niniejszym raporcie rozpoczynamy naszą ocenę sektora budowlanego czterema rekomendacjami „Sprzedaj” (Energomontaż Południe, Polimex-Mostostal, Hydrobudowa Polska, Trakcja-Tiltra) i jedną „Trzymaj” (Budimex). Poniżej prezentujemy zestawienie 12-mies. cen docelowych wraz z rekomendacjami.

Zestawienie 12-mies. cen docelowych wraz z rekomendacjami

Spółka	12-mies. cena docelowa (PLN)	Rekomendacja
Energomontaż Południe	3,56	Sprzedaj
Budimex	91,3	Trzymaj
Polimex-Mostostal	2,74	Sprzedaj
Hydrobudowa Polska	1,59	Sprzedaj
Trakcja-Tiltra	2,52	Sprzedaj

Dział Analiz:

Adrian Kyrzcz

Energomontaż Południe

Pod skrzydłami PBG

PBG wygrało bitwę o pakiet kontrolny akcji Energomontażu Południe (EPD). Dzięki temu udanemu posunięciu PBG zostało inwestorem strategicznym w Energomontażu, co otwiera przed tą spółką nowe możliwości rozwoju (EPD ma szansę stać się głównym podwykonawcą PBG przy dużych projektach dla sektora energetycznego). Prognozujemy, że w nadchodzących latach EPD będzie generować wysokie zyski, jednak z powodu ryzyka dalszych opóźnień w przyznawaniu dużych kontraktów budowlanych na projekty w sektorze energetycznym zakładamy możliwość obniżenia naszych prognoz. Ponadto przewidujemy, że niezadowolające wyniki za II kw. i cały rok obrotowy 2011 mogą niekorzystnie wpłynąć na zainteresowanie inwestorów akcjami spółki. Istnieje również prawdopodobieństwo, że spółka będzie miała problemy z odzyskaniem środków zamrożonych w nieruchomościach, co mogłoby niekorzystnie wpłynąć na naszą cenę docelową. Biorąc pod uwagę wymienione ryzyka, wydajemy rekomendację „Sprzedaj”, ustalając 12-mies. cenę docelową na poziomie 3,56 PLN za akcję.

PBG przystępuje do najważniejszych przetargów w polskim sektorze energetycznym. W naszej ocenie każdy przetarg wygrany przez PBG może bezpośrednio przełożyć się na nowy kontrakt dla EPD. PBG ma duże szanse wygrać co najmniej jeden duży przetarg w sektorze energetycznym. Największe przetargi mogą rozstrzygnąć się w 2. połowie 2011/2012 r. Jeśli tak się stanie, to według naszych szacunków wolumen zamówień EPD będzie rósł w błyskawicznym tempie. Przewidujemy, że zysk netto w 2013 r. wyniesie 23,4 mln PLN wobec straty netto w 2010 r, natomiast zyski netto w latach 2012-15 osiągną składaną stopę wzrostu rocznego (CAGR) na poziomie 31%. Jednakże należy mieć na uwadze, że przetargi w sektorze energetycznym były przez wiele lat opóźniane i naszym zdaniem można spodziewać się dalszych opóźnień w tym zakresie (niepewność dotycząca certyfikatów CO2), co stanowi ryzyko obniżenia prognoz. Ponadto ograniczenia mocy produkcyjnych spółki mogą być głównym czynnikiem hamującym szybki wzrost zysków.

Według naszych szacunków 120 mln PLN (1,7 PLN na akcję) jest zamrożonych w nieruchomościach firmy. Uwzględniamy te aktywa w naszej wycenie wartości godziwej EPD, ale warto zaznaczyć, że spółka ma problemy ze spieniężeniem tych aktywów, co stanowi ryzyko obniżenia ceny docelowej akcji tej spółki. Wystarczy spojrzeć na niski wolumen sprzedaży mieszkań w ostatnich kwartałach związany z projektem mieszkaniowym realizowanym w Katowicach.

Naszym zdaniem ani wyniki spółki za II kw. 2011, ani za cały rok obrotowy 2011 nie zadowolą inwestorów, co może przełożyć się na spadek zainteresowania jej akcjami. Warto zaznaczyć, że akcje EPD są notowane przy wskaźniku P/E za 2011 wynoszącym >20, co jest wartością zdecydowanie wyższą niż średnia dla sektora.

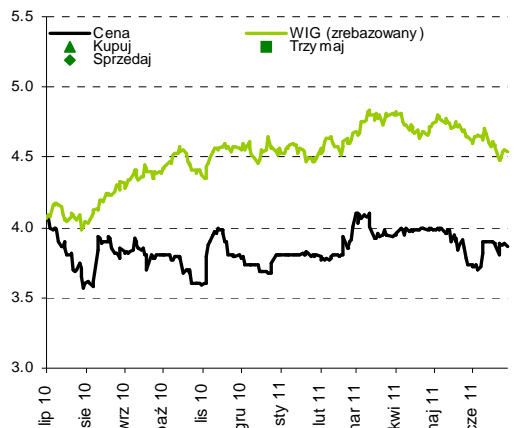
Energomontaż Południe: Podsumowanie finansowe

W mln PLN, chyba że zaznaczono inaczej

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	274,2	338,1	364,9	401,9	456,3
EBITDA	2,5	-7,2	34,6	43,7	47,7
EBIT	-4,2	-17,2	24,6	33,2	36,7
Zysk netto	-13,4	-4,9	12,2	20,4	23,4
Zysk na akcję (EPS)	-0,28	0,7	0,17	0,29	0,33
Cena/zysk (P/E)					
(x)	ujemny	ujemny	2,0	13,2	11,5
EV/EBITDA (x)	127,8	ujemny	10,3	7,5	7,1

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Sprzedaj
Cena (PLN, 26 lipca 2011)	3,79
Cena docelowa (PLN, 12-mies.)	3,56
Kapitalizacja rynkowa (mln PLN)	269
Akcje w wolnym obrocie (%)	35,2
Liczba akcji (w mln)	71,0
EURPLN	4,00
USDPLN	2,76



Wykres pokazuje zmianę w stosunku do indeksu WIG. Dnia 26.07.2011 indeks WIG zamknął się na poziomie 47,186.

Główni akcjonariusze

PBG SA	64,84%
Pioneer Pekao Investment Management	5,06%
Inni	30,10%

Opis spółki

Energomontaż Południe to wykonawca z sektora energetycznego (modernizacja i budowa urządzeń i instalacji dla elektrowni i elektrociepłowni) z ponad 50-letnim doświadczeniem na rynku. To także producent konstrukcji stalowych (za pośrednictwem swojego działu w Będzinie oraz w 100% kontrolowanej spółki zależnej Amontex), które umożliwiają firmie świadczenie kompleksowych usług. Udział eksportu w sprzedaży wynosi 37%, a kluczowym rynkiem zagranicznym dla spółki są Niemcy.

Czynniki wpływające na wzrost ceny akcji

1. Udział w przetargach energetycznych.
2. Wzrost wolumenu sprzedaży mieszkań (ok. 200 ukończonych, mieszkań o wartości > 60 mln PLN).
3. Sprzedaż budynku biurowego we Wrocławiu o szacowanej wartości rynkowej rzędu 40-50 mln PLN.
4. Sprzedaż innych nieruchomości.
5. Prawdopodobne przejęcie podmiotu specjalizującego się w budowaniu spalarni odpadów.

Czynniki ryzyka

1. Prognozowane słabe wyniki za II kw. 2011.
2. Niezadowolające zyski w roku obrotowym 2011.
3. Opóźnienia w rozpoczęciu programu inwestycyjnego w polskim sektorze energetycznym.
4. Powolna sprzedaż nieruchomości.
5. Słabe wyniki Amontex-u w tym roku.
6. Ograniczenia mocy przerobowej.
7. Duża zależność od jednego inwestora (Alstom).
8. Zarządzanie dużymi kontraktami.

Dział Analiz:

Adrian Kyrccz

Budimex

Zyski na drodze ku spadkom

W naszej ocenie słabnący popyt na budowę dróg w Polsce w nadchodzących latach (ograniczenie wydatków na ich budowę przez głównego inwestora – GDDKiA) może ograniczyć wolumen zamówień spółki i obniżyć zyski (kontrakty z GDDKiA stanowiły 53% przychodów spółki w 2010 r.). Prognozowany spadek zysków netto r/r wyniesie w 2011 r. 6%, natomiast w latach 2012 i 2013 odpowiednio 26 i 22%. Mimo to ustalając cenę docelową akcji spółki przewyższającą jej cenę rynkową, wydajemy rekomendację „Trzymaj”.

Wyniki Budimex-u za 2010 r. osiągnęły rekordowy poziom dzięki zwiększonym nakładom GDDKiA na budowę dróg w Polsce (GDDKiA jest głównym inwestorem w tym sektorze). Zysk netto spółki wyniósł 267,4 mln PLN, co stanowi wzrost o 54% r/r. To podniosło w minionym roku cenę akcji spółki na tle innych wykonawców notowanych na GPW. Należy jednak pamiętać, że nakłady GDDKiA na budowę dróg prawdopodobnie osiągną poziom szczytowy w 2011 r., by następnie spadać w latach 2012-2013. Konkretniej mówiąc, szacuje się że wartość nowych projektów ogłoszonych przez GDDKiA w tym roku wyniesie łącznie zaledwie 10 mld PLN (wobec 29 mld PLN w 2010 r.). To będzie zimny prysznic dla przedsiębiorstw, których działalność skupia się głównie na budowie dróg, takich jak Budimex. Prognozujemy spadek zysków netto spółki w latach 2012-2013 o odpowiednio 26 i 22% r/r.

W zeszłym roku Budimex zanotował wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wys. 1,2 mld PLN (46,7 PLN na akcję), zwiększając swoje środki finansowe netto do 1,8 mld PLN na koniec 2010 r. (71,7 PLN na akcję). Wzrost ten był wynikiem głównie sprzedaży mieszkań oraz znaczącego wzrostu zobowiązań z tytułu dostaw i usług. Prognozujemy, że przepływy pieniężne w latach 2012-2013 osiągną wartość ujemną, a środki finansowe netto ulegną zmniejszeniu z uwagi na zaangażowanie spółki w wymagające dużych nakładów projekty mieszkaniowe (realizację nowych projektów spółka niedawno rozpoczęła). Ponadto szacujemy, że zobowiązania z tytułu dostaw i usług obniżą się do poziomu średniej dla sektora. Mimo prognozowanych ujemnych przepływów uważamy, że inwestorzy mogą liczyć w przyszłym roku na wysoką dywidendę. Szacujemy stopę wypłaty dywidendy >9%.

Akcje spółki notowane są z dyskontem względem innych spółek z tego sektora, przy czym to dyskonto przekłada się na wysoką premię, jeśli weźmiemy pod uwagę zyski w 2013 r. Warto zaznaczyć, że spółka jest w trakcie negocjacji przejęcia PNI – spółki zajmującej się budową, modernizacją i remontami infrastruktury kolejowej. Jeśli transakcja ta dojdzie do skutku, zapewne podwyższymy nasze prognozy dotyczące zysków Budimex-u.

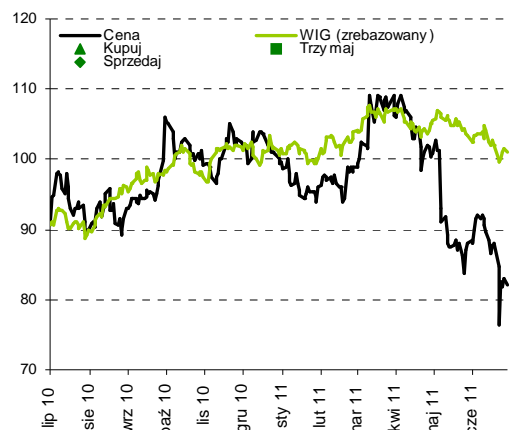
BUDIMEX: Podsumowanie finansowe

W mln PLN, chyba że zaznaczono inaczej

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	3 289,9	4 430,3	4 924,4	4 175,6	4 029,5
EBITDA	221,7	352,6	305,6	233,5	198,9
EBIT	200,5	331,4	283,3	211,0	175,9
Zysk netto	173,7	267,4	250,1	185,1	145,1
Zysk na akcję (EPS)	6,80	10,47	9,80	7,25	5,68
Cena/zysk (P/E)					
(x)	11,9	7,7	8,3	11,2	14,3
EV/EBITDA (x)	5,6	0,7	1,1	4,5	7,5

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Trzymaj
Cena (PLN, 26 lipca 2011)	81,0
Cena docelowa (PLN, 12-mies.)	91,3
Kapitalizacja rynkowa (mln PLN)	2.068
Akcje w wolnym obrocie (%)	41,0
Liczba akcji (w mln)	25,5
EURPLN	4,00
USDPLN	2,76



Wykres pokazuje zmianę w stosunku do indeksu WIG. Dnia 26.07.2011 indeks WIG zamknął się na poziomie 47,186.

Główni akcjonariusze

Valivala Holdings (Ferrovia Group)	59,1%
PZU OFE	5,7%
Inni	35,3%

Opis spółki

Budimex to generalny wykonawca, deweloper projektów mieszkaniowych i producent domów w drewnianej konstrukcji szkieletowej. Spółka zajmuje czołową pozycję wśród polskich wykonawców specjalizujących się w kompleksowych pracach ogólnobudowlanych, ze szczególnym uwzględnieniem budowy dróg. Do najważniejszych spółek zależnych należą Budimex Nieruchomości (100% własności), odpowiedzialna za projekty mieszkaniowe, oraz Budimex DanWood – producent domów w drewnianej konstrukcji szkieletowej.

Czynniki wpływające na wzrost ceny akcji

1. Prawdopodobieństwo wypłaty wysokiej dywidendy w 2012 r.
2. Pozyskanie dużych kontraktów na budowę infrastruktury kolejowej.
3. Pozyskanie dużych kontraktów na budowę dróg.
4. Pozyskanie dużych kontraktów na budowę infrastruktury energetycznej.
5. Pozyskanie kontraktów ogólnobudowlanych.
6. Rosnący wolumen przedsprzedaży mieszkań.
7. Spadki cen materiałów budowlanych.

Czynniki ryzyka

1. Duża zależność od jednego inwestora – GDDKiA.
2. Niższy zysk r/r w roku obrotowym 2011.
3. Spadek zysków w latach obr. 2012 i 2013 z uwagi na niższe przychody z segmentu budowy dróg.
4. Spadające marże w segmencie budowy dróg.

Dział Analiz:

Adrian Kyrz

Hydrobudowa Polska

(Nie)chciana...?

Pomimo zażegnania groźby nałożenia wysokich kar związanych z budową Stadionu Narodowego w Warszawie (konsorcjum podpisało aneks zmieniający datę zakończenia budowy obiektu), nadal przewidujemy dodatkowe koszty związane z tym projektem w II i III kw. 2011 wynikające z opóźnień i wad konstrukcyjnych. Dlatego też nasza prognoza zysku netto spółki za rok obrotowy 2011 zakłada 47,8 mln PLN, czyli nieco poniżej celu założonego przez zarząd spółki. W dłuższej perspektywie nie można wykluczyć, że spółka będzie miała problemy z pozyskaniem nowych kontraktów (bardzo duża zależność od projektów związanych z przygotowaniem do EURO 2012, które dobiegają końca), a struktura jej sprzedaży może ulec niekorzystnym zmianom (rosnący udział sprzedaży z niskimi marżami dla sektora drogowego). Prognozujemy stabilny zysk netto w latach 2012-2013, co wydaje się założeniem optymistycznym, a w związku z ustaleniem naszej 12 mies. ceny docelowej na poziomie 1,59 PLN, czyli poniżej ceny rynkowej, wydajemy rekomendację „Sprzedaj”.

Przewidujemy, że HBP opublikuje słabe wyniki za II i III kw. 2011 r. Będzie to spowodowane dodatkowymi kosztami (co najmniej 8-10 mln PLN) poniesionymi w związku z problemami w realizacji kontraktu na budowę nowego stadionu w Warszawie (opóźnienie, konieczność naprawy konstrukcji schodów). Dlatego też nasza prognoza zysku netto spółki za rok obrotowy 2011 zakłada 47,8 mln PLN (wzrost o 31% r/r), czyli nieco poniżej celu założonego przez zarząd spółki, tj. 50 mln PLN.

Hydrobudowa tworzyła swój portfel zamówień głównie w oparciu o kontrakty na budowę dróg (np. odcinki autostrad A1 i A4), które okazały się być projektami o bardzo niskich marżach (marża zysku brutto ze sprzedaży na poziomie zaledwie 2% w 2010 r.). Warto zaznaczyć, że kontrakty na budowę dróg stanowią aż 44% portfela zamówień spółki. Z tego powodu przewidujemy, że udział projektów drogowych w strukturze sprzedaży spółki na przestrzeni kolejnych dwóch lat będzie wzrastał (z 8% w 2010 r. przez 42% w 2011 r. do 52% 2012 r.). To z kolei może wywołać spadek marż spółki.

Ponadto przewidujemy ogromne problemy spółki z pozyskiwaniem nowych kontraktów w przyszłości z uwagi na fakt, że HBP jest bardzo zależna od projektów związanych z EURO 2012 i współfinansowanych ze środków UE (projekty wodne, drogowe, stadiony), które dobiegają końca (Hydrobudowa to prawdopodobnie najbardziej zależna od tego typu projektów spółka spośród tych, które oceniamy). Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, nasze prognozy stabilnego zysku netto w latach 2012-2013 mogą wydawać się optymistyczne.

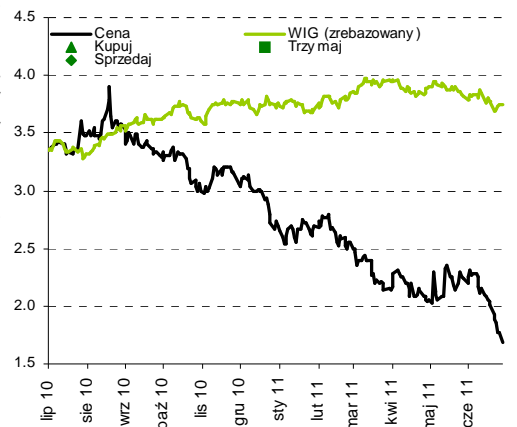
Hydrobudowa Polska: Podsumowanie finansowe

W mln PLN, chyba że zaznaczono inaczej

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	1 673,9	1 581,6	1 604,5	1 315,7	1 142,1
EBITDA	131,3	68,8	93,2	84,8	77,9
EBIT	113,5	50,2	72,7	62,2	53,8
Zysk netto	96,2	36,5	47,8	45,1	45,6
Zysk na akcję (EPS)	0,46	0,17	0,23	0,21	0,22
Cena/zysk (P/E)					
(x)	3,8	9,9	7,6	8,0	7,9
EV/EBITDA (x)	4,6	9,3	7,2	4,9	4,7

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Sprzedaj
Cena (PLN, 26 lipca 2011)	1,72
Cena docelowa (PLN, 12-mies.)	1,59
Kapitalizacja rynkowa (mln PLN)	362
Akcje w wolnym obrocie (%)	37,0
Liczba akcji (w mln)	210,6
EURPLN	4,00
USDPLN	2,76



Wykres pokazuje zmiany w stosunku do indeksu WIG. Dnia 26.07.2011 indeks WIG zamknął się na poziomie 47,186.

Główni akcjonariusze

PBG SA	63,05%
ING OFE	11,04%
Inni	25,91%

Opis spółki

Hydrobudowa prowadzi działalność w wielu obszarach. Spółka ma silną pozycję w segmencie budowy infrastruktury wodno-kanalizacyjnej oraz obiektów inżynierii wodnej. Ponadto spółka wyspecjalizowała się w budowie dróg i realizacji projektów, takich jak tunele czy stadiony.

Czynniki wpływające na wzrost ceny akcji

1. Wejście w nowe segmenty rynku (np. energetyka).
2. Pozyskanie kontraktów na budowę obiektów inżynierii wodnej (zbiornik w Raciborzu itp.).
3. Pozyskanie kontraktów na budowę spalarni odpadów.

Czynniki ryzyka

1. Zysk netto za rok obr. 2011 niższy od celu założonego przez zarząd.
2. Duża zależność od projektów współfinansowanych przez EU i związanych z EURO 2012 (ryzyko wystąpienia problemów w pozyskiwaniu zamówień w przyszłości).
3. Zmniejszenie sprzedaży i zysku po zakończeniu dużych projektów drogowych i stadionowych (od 2012 r.).
4. Wzrost cen materiałów budowlanych (kruszywa).
5. Spadek nakładów na budowę dróg w latach 2012-13.
6. Niewielkie doświadczenie w budowie dróg.
7. Przegranie sporu sądowego z Martifer.

Dział Analiz:

Adrian Kyrzc

Polimex-Mostostal

Marże pod silną presją

Zyski Polimeksu (PXM) w I kw. 2011 r. spadły r/r pomimo bardzo niskiej bazy porównawczej (zyski zmniejszyły się o połowę r/r w I kw. 2010 r. z powodu ostrej zimy). Spodziewamy się także, że II kw. b.r. będzie kolejnym kwartałem, który pokaże słabe wyniki z uwagi na niskie rezultaty w segmencie produkcji. Jeżeli scenariusz się sprawdzi to doprowadzi do słabych wyników w całym roku 2011 (niższy r/r zysk operacyjny, nieznacznie wyższy zysk netto w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego). Prognozujemy zysk netto w wys. 116,7 mln PLN za rok finansowy 2011 oraz marżę zysku netto na poziomie 2,6% – poniżej poziomu oczekiwanego przez zarząd (marża zysku netto bliska 3%). Wedle założonego przez nas optymistycznego scenariusza prognozujemy poprawę zysku netto spółki i przekroczenie kwoty 170 mln PLN w roku 2013, lecz jednocześnie widzimy ryzyko gorszych wyników w stosunku do naszych prognoz, bowiem nie możemy wykluczyć opóźnień w przyznaniu zamówień budowlanych w sektorze energetycznym oraz skurczenia się marży z powodu wejścia rynku budowlanego w okres bardziej konkurencyjny. Wydajemy rekomendację „Sprzedaj” wyznaczając cenę docelową na 2,74 PLN za jedną akcję.

Polimex podał słabe wyniki za I kw. 2011 r., pomimo, że wyniki kwartału porównawczego były niskie (zysk w I kw. 2010 r. zmniejszył się o połowę w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego z uwagi na ostrą zimę), wywołując negatywne nastawienie inwestorów do akcji spółki. Oczekujemy, że II kw. 2011 r. będzie kolejnym kwartałem, który pokaże słabe wyniki, które mogą wydłużyć okres negatywnego sentymentu inwestorów wobec Polimeksu. Przyczyny upatrujemy w słabych wynikach segmentu produkcji, który może nadal wypadać słabo z powodu niskiego popytu i silnej konkurencji, wywierającej presję na marże.

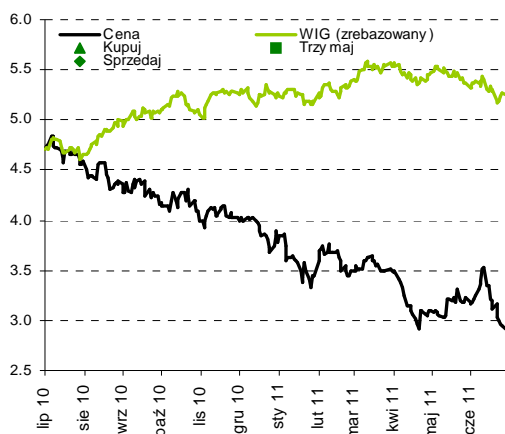
Nasza prognoza marży zysku netto na rok finansowy 2011 wynosi 2,6%, co implikuje zysk netto w kwocie 116,7 mln za rok finansowy 2011 (wzrost o 6% r/r). Wedle przyjętego optymistycznego scenariusza, zysk netto ulegnie poprawie i przekroczy kwotę 140 mln PLN w roku 2012 oraz 175 mln PLN w roku 2013, przy założeniu, że Polimex zdobędzie znaczące zamówienia z polskiego sektora energetycznego (prognozujemy, że przychody z tego segmentu wzrosną o 50% r/r w roku 2013) oraz że spółce uda się zwiększyć marże. Niemniej widzimy ryzyka znacznie gorszych wyników w stosunku do naszych prognoz. Po pierwsze, po ostatnich opóźnieniach w przyznaniu dużych zamówień w energetyce nie można wykluczyć, że spółka będzie mogła liczyć na zamówienia o wiele później niż założyliśmy. Po wtóre, rynek budowlany wchodzi w okres bardziej konkurencyjny (zmniejszająca się liczba zamówień współfinansowanych ze środków unijnych może doprowadzić do eskalacji wojny cenowej pomiędzy wykonawcami), zatem występuje pewne ryzyko spadku marż.

Polimex-Mostostal: Podsumowanie wyników w mln PLN, chyba że podano inaczej

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	4 396,8	4 160,9	4 453,0	4 823,3	5 200,0
EBITDA	343,5	300,4	265,7	288,2	326,8
EBIT	264,9	212,7	178,0	198,2	236,9
Zysk netto	156,4	109,7	116,7	141,9	175,2
EPS	0,34	0,21	0,22	0,27	0,34
P/E (x)	8,6	13,8	13,0	10,7	8,7
EV/EBITDA (x)	4,9	6,7	7,3	6,5	5,8

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Sprzedaj
Cena (PLN, 26 lipca 2011)	2,91
Cena docelowa (PLN, 12-mies.)	2,74
Kapitalizacja (mln PLN)	1,517
Free float (%)	100,0
Liczba akcji (mln)	521,2
EURPLN	4,00
USDPLN	2,76



Wykres pokazuje zmianę w stosunku do indeksu WIG. 26.07.2011 indeks WIG zamknął się na poziomie 47,186.

Główni akcjonariusze

Pioneer Pekao Investment Management	10,07%
Aviva OFE	9,95%
ING OFE	7,76%
Polimex –Mostostal (bezpośrednio i pośrednio)	2,52%
Pozostali	69,70%

Opis spółki

Polimex jest dobrze zdywersyfikowanym wykonawcą skoncentrowanym na budowie dróg, torów kolejowych, energetyce, konstrukcjach i instalacjach chemicznych a także budynkach ogólnego użytku. Polimex jest także producentem konstrukcji stalowych i dostawcą usług z zakresu cynkowania.

Czynniki wpływające na wzrost ceny akcji spółki

1. Zdobywanie dużych kontraktów w energetyce.
2. Zdobywanie dużych kontraktów w infrastrukturze drogowej/kolejowej.

Czynniki ryzyka

1. Słabe wyniki za II kw. 2011 oraz rok finansowy 2011.
2. Presja na marże w segmencie produkcji.
3. Eskalacja wojny cenowej pomiędzy wykonawcami.

Dział Analiz:

Adrian Kyrccz

Trakcja Tiltr

Na dobrej drodze?

Niedawno zakończone przejście Grupy Tiltr spowodowało wejście Trakcji w niezwykle konkurencyjny rynek infrastruktury drogowej, na którym działa ponad stu aktywnych konkurentów i na którym trwa wojna cenowa pomiędzy wykonawcami. Po sfinalizowaniu transakcji Trakcja zmienia się także ze spółki dysponującej gotówką netto w spółkę obciążoną długiem odsetkowym netto. Sentyment inwestorów wobec akcji spółki jest negatywny od czasu powiadomienia o ww. transakcji i w naszej opinii nadal pozostanie. W naszej opinii podstawowym czynnikiem ryzyka jest niezwykle skromny portfel zamówień Tiltr, który stanowi ryzyko dla naszych prognoz przychodów i zysków dla spółki na lata 2012-2013. Spodziewamy się także niezadowalających wyników finansowych za II kw. 2011 roku, które zostaną obciążone niską marżą na zamówieniu LCS Działdowo oraz rosnącymi kosztami finansowymi (lewarowany zakup spółki Tiltr). Ustalamy cenę docelową dla Trakcji-Tiltr na 2,52 PLN za jedną akcję i rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia „Sprzedaj”.

Realizując strategię dywersyfikacji działalności, Trakcja jako spółka zajmująca się budową infrastruktury kolejowej zapłaciła 777,5 mln PLN w formie gotówki i akcji (transakcja zawarta w II kw. 2011 roku) za Tiltrę, wykonawcę dróg z ekspozycją na rynki polski i litewski. Kosztowna transakcja zmieniła Trakcję ze spółki dysponującą gotówką netto w spółkę z długiem odsetkowym netto. Co prawda dzięki przejściu Trakcja dokonała dywersyfikacji swojej działalności i poszerzyła bazę klientów z jedyne go za ledwie podmiotu PLK PLK (jedynego inwestora w sektorze kolejowym) o GDDKiA i gminy (dystrybutorów zamówień drogowych), lecz jednocześnie weszła w bardzo konkurencyjny segment rynku, na którym działa ponad stu aktywnych graczy i na którym trwa wojna cenowa pomiędzy oferentami (niektóre oferty w przetargach drogowych są 50% poniżej budżetu inwestorów). Ponadto, po szczycie ustanowionym w 2011 roku segment drogowy może zacząć się kurczyć, ograniczając możliwość generowania większych przychodów i zysków (wydatki GDDKiA mogą ulec zmniejszeniu o 25% w roku 2012 i zmniejszyć się o ponad połowę w roku 2013). Do tego wszystkiego zamówienia drogowe wydają się być trudnymi, niskomargowymi projektami, które prawdopodobnie mogą wywrzeć presję na wyniki Trakcji.

I choć portfel zamówień kolejowych Trakcji został w ostatnim czasie należycie rozbudowany, to Tiltr dysponuje niezwykle skromnym portfelem zamówień drogowych. Zamówienia, które mają być zrealizowane w roku 2012, opiewają na kwotę za ledwie 114 mln PLN wobec naszych prognoz sprzedaży dla Tiltr wynoszących 1 mld PLN na lata 2012-2013. Niskie pokrycie naszych prognoz przychodów portfelem zamówień stanowi istotne ryzyko dla realizacji naszych prognoz przychodów i zysków.

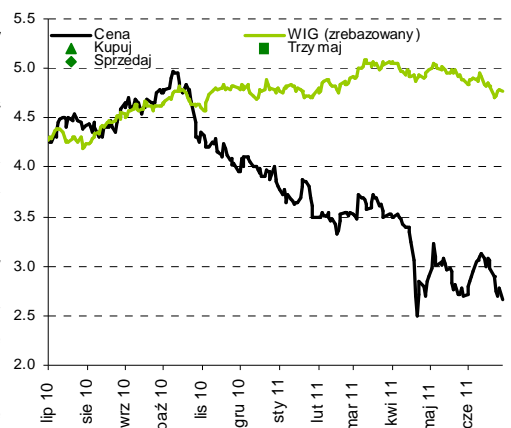
II kw. 2011 r. powinien być pierwszym kwartałem, w którym Tiltr będzie w pełni skonsolidowana, umożliwiając spółce dynamiczne zwiększenie przychodów r/r. Prognozujemy jednak jedynie niewielki wzrost zysku netto z uwagi na presję na marże wywołaną zamówieniem kolejowym LCS Działdowo realizowanym przez Trakcję (projekt niskomargowy) oraz wzrost kosztów finansowych r/r i q/q (lewarowany zakup Tiltr).

Trakcja-Tiltr; Podsumowanie wyników w mln PLN, chyba że podano inaczej

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	711,6	491,2	1 935,0	2 320,2	2 437,5
EBITDA	86,8	54,8	152,2	202,0	204,4
EBIT	76,7	44,1	109,2	152,5	156,1
Zysk netto	71,6	32,6	70,2	89,2	99,7
EPS	0,45	0,20	0,30	0,38	0,43
P/E (x)	6,0	13,1	8,8	6,9	6,2
EV/EBITDA (x)	3,2	4,6	6,7	4,8	4,3

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Sprzedaj
Cena (PLN, 26 lipca 2011)	2,67
Cena docelowa (PLN, 12-mies.)	2,52
Kapitalizacja (PLN m)	620
Free float (%)	37,5
Liczba akcji (mln)	232,1
EURPLN	4,00
USDPLN	2,76



Wykres pokazuje zmianę w stosunku do indeksu WIG. 26.07.2011 indeks WIG zamknął się na poziomie 47,186.

	w akcjach	w głosach
COMSA S.A.	34,96%	34,96%
AB INVALIDA	12,50%	-
ING	6,54%	6,54%
Angele Cernevičute		
Vaida Balciniene		
Jonas Pilkauskas	8,46%	-
Pozostali	37,54%	58,50%

Opis spółki

Trakcja-Tiltr jest wykonawcą specjalizującym się budowie torów kolejowych i dróg. Obecny kształt spółki wynika z połączenia z Titrą, grupą kapitałową specjalizującą się w budowie dróg na rynku polskim i litewskim. Nieznaczna część działalności spółki jest działalnością deweloperską w segmencie mieszkaniowym. Trakcja-Tiltr jest również w posiadaniu 40.7% pakietu akcji Eco-Wind, podmiocie specjalizującym się w opracowywaniu projektów farm wiatrowych.

Czynniki wpływające na wzrost ceny akcji (spółki)

1. Zdobycie dużych kontraktów kolejowych/drogowych.
2. Zwiększenie wolumenów (mieszkań w projekcie mieszkaniowym dzielnicy Bemowo)
3. Sprzedaż projektów farm wiatrowych

Czynniki ryzyka

1. Słaby portfel zamówień Tiltr na rok 2012.
2. Kurczący się rynek infrastruktury drogowej.
3. Wojna cenowa w segmencie drogowym.
4. Kurcząca się liczba nowych przetargów w segmencie kolejowym do roku 2014.

Dział Analiz:

Adrian Kyrcc

Dom Maklerski BZ WBK SA

Pl. Wolności 15
60-967 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
www.dmbzwbk.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Tomasz Leśniewski, Kierownik	tel. +48 61 856 43 67	tomasz.lesniewski@bzwbk.pl
Grzegorz Skrzyczyński, Zastępca Kierownika	tel. +48 22 526 21 23	grzegorz.skrzyczynski@bzwbk.pl
Artur Kołsut, Makler	tel. +48 22 526 21 25	artur.kolsut@bzwbk.pl
Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@bzwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzwbk.pl
Sławomir Koźlarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzwbk.pl
Artur Pisarzowski, Makler	tel. +48 61 856 46 87	artur.pisarzowski@bzwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzwbk.pl
Paweł Łabęcki, Makler	tel. +48 61 856 50 38	pawel.labecki@bzwbk.pl
Marcin Skupień, Makler	tel. +48 61 856 44 72	marcin.skupien@bzwbk.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@bzwbk.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@bzwbk.pl
Jan Nowakowski, Makler	tel. +48 22 526 21 24	jan.nowakowski@bzwbk.pl

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. (DM BZ WBK S.A.), podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz.1384 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów DM BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług DM BZ WBK S.A. lub innych podmiotów z Grupy kapitałowej, do której należy DM BZ WBK S.A.

Autorem dokumentu jest DM BZ WBK S.A. DM BZ WBK S.A. nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Podmioty powiązane z DM BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach ze spółką/spółkami: **Budimex S.A., Energomontaż Południe S.A., Hydrobudowa Polska S.A., Polimex-Mostostal S.A., Trakcja-Tiltra S.A.** („Emitent”), świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczalnym prawem Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. O ile stosowne prawo w zakresie właściwej jurysdykcji nie przewiduje inaczej, jedynie autoryzowane spółki powiązane z DM BZ WBK S.A. będą uprawnione do realizowania zleceń na Instrumenty finansowe od klientów w obrębie tych jurysdykcji. Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub usług świadczonych przez osobę spoza Wielkiej Brytanii lub innych zagadnień nie leżących w zakresie Financial Services Authority. Szczegółowe informacje dostępne są na życzenie.

DM BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz na kwartał.

DM BZ WBK S.A. mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne używane przez przygotowujących je analityków. DM BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednak DM BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie przygotowanym przez DM BZ WBK S.A. lub wysłanym przez DM BZ WBK S.A. do dowolnej osoby w związku z oferowanymi instrumentami finansowymi i każda taka osoba będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i będzie odpowiedzialna za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi tematem niniejszego lub dowolnego innego dokumentu. Niniejsze oświadczenie będzie częścią oraz warunkiem każdej umowy zawartej przez DM BZ WBK S.A. lub jego spółki powiązane z każdą taką osobą odnośnie dowolnej transakcji instrumentami finansowymi. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

DM BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe wskutek złożenia zlecenia na podstawie niniejszego dokumentu.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY LUB ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH, ANI NIE MA NA CELU NAKŁANIANIA DO NABYCIA LUB ZBYCIA JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. NINIEJSZY DOKUMENT JEST PRZEDSTAWIONY PAŃSTWU WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY OSOBOM TRZECIM.

W SZCZEGÓLNOŚCI ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI JEGO KOPIA NIE MOGĄ ZOSTAĆ BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO PRZEKAZANE LUB WYDANE W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONII.

ROZPOWSZECHNIANE BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W TYCH PAŃSTWACH LUB WŚRÓD OBYWATELI TYCH PAŃSTW LUB OSÓB W NICH PRZEBYWAJĄCYCH MOŻE STANOWIĆ NARUSZENIE PRAWA DOTYCZĄCEGO INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH OBOWIĄZUJĄCEGO W TYCH KRAJACH.

ROZPOWSZECHNIANIE LUB UDOSTĘPNIANIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOSTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWSZECHNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNIEM ROZPOWSZECHNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z ARTYKUŁEM 19(5), 38, 47 I 49 USTAWY Z 2000 ROKU O RYNKACH I USŁUGACH FINANSOWYCH I ROZPORZĄDZENIEM Z 2001. NINIEJSZY DOKUMENT ANI JEGO KOPIE NIE MOGĄ BYĆ UDOSTĘPNIANE NA TERENIE JURYSDYKCJI POZA TERYTORIUM WIELKIEJ BRYTANII, W KTÓRYCH JEGO UDOSTĘPNIANIE MOŻE BYĆ ZAKAZANE PRAWEM. OSOBY, KTÓRE OTRZYMUJĄ NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY SIĘ ZAZNAJOMIĆ I PRZESTRZEGAĆ WSZELKICH TAKICH OGRANICZEŃ.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.

INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DM BZ WBK S.A.

DM BZ WBK S.A. INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIAŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DM BZ WBK S.A. ZWRACA UWAGĘ, IŻ NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M. IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE, POLITYCZNE I PODATKOWE.

DECYZJA O ZAKUPIE WSZELKICH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DM BZ WBK S.A. korzystał z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz
- 2) porównawczej.

Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

- EBIT - zysk operacyjny
- EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
- P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
- EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
- PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
- EPS - zysk na akcję
- CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF - wolne przepływy pieniężne
BV – wartość księgową
ROE – zwrot na kapitale własnym

Definicje rekomendacji:

Kupuj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu dwunastu miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu dwunastu miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu dwunastu miesięcy.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. wydał: 10 rekomendacji Kupuj, 3 rekomendacji Trzymaj oraz 5 rekomendacji Sprzedaj.

Emitent nie posiada akcji DM BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz DM BZ WBK S.A.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, mogą istnieć osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK S.A. nie był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK S.A. nie był także członkiem konsorcjum dystrybucyjnego dla instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

DM BZ WBK S.A. nie nabywał lub nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DM BZ WBK S.A. pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych następujących Emitentów: Hydrobudowa Polska S.A., Energomontaż Południe S.A., na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych następujących Emitentów: Hydrobudowa Polska S.A., Energomontaż Południe S.A., na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz następujących Emitentów: Hydrobudowa Polska S.A., Energomontaż Południe S.A. (usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta).

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Bank Zachodni WBK S.A., który jest powiązany z DM BZ WBK S.A., otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Hydrobudowa Polska S.A. w związku ze współpracą w ramach grupy kapitałowej.

DM BZ WBK S.A. nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązany z DM BZ WBK S.A. nie jest powiązany pośrednio ani bezpośrednio z Emitentem.

DM BZ WBK S.A. nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta mogą łączyć inne stosunki umowne z DM BZ WBK S.A. DM BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitentów lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez pozostałych Emitentów (za wyjątkiem pełnienia roli animatora rynku i animatora emitenta). Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, łącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji DM BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. DM BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których DM BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - które świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez DM BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii DM BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. DM BZ WBK S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

DM BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i niniejszy dokument został sporządzony w ramach prowadzonej przez Dom Maklerski działalności.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. z siedzibą w Poznaniu, pl. Wolności 15, 60 - 967 Poznań, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym Poznań – Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 45 073 400 zł w całości wpłacony.