

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	7,33 PLN
Cena docelowa	9,20 PLN
Kapitalizacja	118,8 mln PLN
Free float	26,3 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,18 mln PLN

Struktura akcjonariatu po emisji

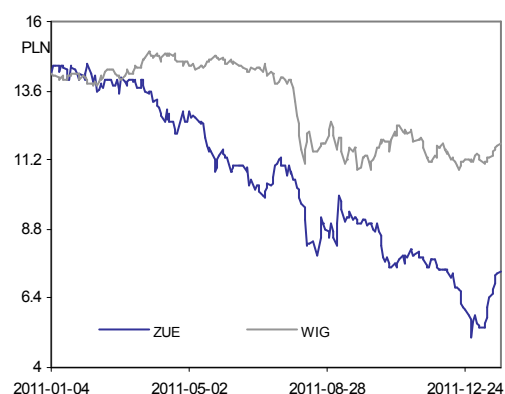
Wiesław Nowak	72,73%
PKO BP Bankowy PTE	5,12%
Nowi akcjonariusze	22,15%

Strategia dotycząca sektora

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

Profil spółki

Grupa ZUE jest krajowym liderem inwestycji tramwajowych, z udziałem rynkowym sięgającym 30%. ZUE zrealizowała największe i najtrudniejsze inwestycje w kraju. Na przełomie 2009/2010 roku Grupa ZUE przejęła PRK Kraków, intensyfikując w ten sposób wejście na rynek inwestycji kolejowych. Spółka zajmuje się również utrzymaniem infrastruktury miejskiej (sieć trakcyjna, oświetlenie).

Kurs akcji ZUE na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

ZUE

ZUE PW; ZUEP.WA

Kupuj

(Podtrzymana)

Mała spółka, a tak dużo zamówień

Na przełomie 2011 i 2012 roku kurs ZUE doświadczył dużych spadków. W sytuacji fundamentalnej spółki wiele się jednak nie zmieniło: 1) ZUE banki nie wypowiedziały kredytów, tak jak Poldimowi z Grupy Trakcja Tiltr. Banki wręcz chcą zwiększać zaangażowanie w kredytowanie ZUE. 2) ZUE nie doświadcza problemów z rentownością kontraktów, które negatywnie mogłyby wpływać na rentowność. 3) Miasta płacą ZUE w terminie. Kraków, który w całym kraju ma najtrudniejszą sytuację, również przestał notować opóźnienia. 4) ZUE nie ma problemów z portfelem zleceń. Na rok 2012 ZUE ma zamówienia warte 450 mln PLN, na lata kolejne: 350 mln PLN. Spółka pozostaje liderem nadal niszowego rynku miejskich inwestycji tramwajowych. Pozycja ZUE jest naszym zdaniem na tyle silna, że spółka może dyktować wielu podwykonawcom ceny - co oznacza, że marże spółki są bezpieczniejsze, niż w przypadku firm ogólnobudowlanych. W 2012 roku nie liczylibyśmy na wiele kontraktów miejskich, są jednak nadal w kraju samorządy relatywnie niezadłużone, rozważające inwestycje tramwajowe (np. samorządy śląskie). Na rynku kolejowym widzimy szansę na zlecenia warte 2-3 mld PLN. Więcej zleceń pojawi się w 2013 roku, wraz z nową Perspektywą Unijną 2014-2020. ZUE ma wystarczający portfel zamówień, aby przetrwać do tego okresu bez większej erozji przychodów, czy wyniku netto. Zalecamy kupno walorów ZUE, z ceną docelową na poziomie 9,2 PLN.

Rynek miejski nadal ma charakter niszowy

Pomimo wzrostu konkurencji w budownictwie i w przetargach, rynek miejski nie utracił naszym zdaniem niszowego charakteru. Prace miejskie toczą się w otoczeniu ruchu miejskiego, wymagają też dużego know-how, w zakresie właściwej kalkulacji ofert. Udział ZUE w rynku miejskim jest na tyle duży, że spółka może mieć wpływ na ceny podwykonawców działających w tym obszarze budownictwa - co jest dobrą wiadomością dla marż.

Małe spółki na GPW są bardziej atrakcyjne, niż duże

ZUE to mała spółka z dużym portfelem zleceń i wiodącą pozycją rynkową. W przeciwieństwie do największych firm, małe spółki notowane na GPW są: a) tańsze (niewielkie zadłużenie lub gotówka netto, niska wycena EV/EBITDA), b) mniej ryzykowne (mniejsze, krótsze kontrakty, brak problematycznych roszczeń, niektóre małe spółki działają w niszach).

Przepływy pieniężne a finansowanie kontraktów

ZUE posiada dług netto, finansujący kapitał obrotowy. Związane jest to z tym, że jeden z kontraktów miejskich ma opóźnione warunki płatności (przychody z realizacji prac „wyprzedzają” fakturowanie o około 50 mln PLN). Na koniec Q3 2011 dług netto wyniósł 25,5 mln PLN. Dług netto Q3 2011 / EBITDA 2011 = 0,6. Linie kredytowe umożliwiają spółce zwiększenie zadłużenia nawet do 100 mln PLN, jeśliby zaszła taka potrzeba.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	199,9	392,4	583,0	594,7	594,7
EBITDA	18,7	32,4	36,1	36,7	36,3
marża EBITDA	9,4%	8,2%	6,2%	6,2%	6,1%
EBIT	16,8	25,6	28,2	27,2	26,6
Zysk netto	8,6	16,8	21,2	19,9	20,3
P/E	13,4	9,5	7,5	8,0	7,9
P/CE	11,0	6,8	5,5	5,4	5,3
P/BV	2,3	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,3	5,6	5,5	4,0	3,6
DYield	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wycena akcji Grupy ZUE

W oparciu o model DCF i wycenę porównawczą, wyceniamy 1 akcję Grupy ZUE na 9,2 PLN (+11,1%). Wycena modelem DCF generuje 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 9,1 PLN na akcję, wycena metodą porównawczą zaś na poziomie 9,3 PLN / akcję.

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	8,4	50%
Wycena metodą porównawczą	8,6	50%
Średnia	8,5	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%	
Cena docelowa	9,2	

Wycena metodą porównawczą

Dobór grupy porównawczej

Jako grupę porównawczą do ZUE prezentujemy duże i średnie spółki budowlane notowane na GPW. Najbliższą spółką porównywalną z prezentowanej grupy jest Trakcja Polska, której jednak nie uwzględniamy w wycenie porównawczej, z uwagi na niepewność dotyczącą losu Poldimu i jego wpływu na wycenę Grupy. W porównaniu do pozostałych spółek budowlanych, ZUE jest wyceniane z 13,3% dyskonta.

Wycena porównawcza akcji Grupy ZUE

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,1	8,3	11,0	2,2	4,1	6,9
Erbud	<0	8,6	8,4	<0	5,2	4,6
Elektrobudowa	11,9	10,3	8,7	6,7	6,3	5,3
Mostostal Warszawa	<0	9,3	6,8	<0	3,3	2,5
PBG	5,1	10,9	7,0	10,7	9,4	6,9
Polimex Mostostal	8,3	8,9	8,3	5,9	5,7	5,3
Rafako	7,6	8,2	7,0	6,1	5,0	3,7
Unibep	9,2	7,6	7,5	5,7	6,8	4,1
Mediana	8,2	8,7	7,9	6,0	5,4	4,9
ZUE	7,5	8,0	7,9	5,5	4,0	3,6
Premia (dyskonto)	-8,0%	-8,5%	-0,4%	-9,3%	-26,0%	-27,5%
Waga wskaźnika	20,0%	20,0%	10,0%	20,0%	20,0%	10,0%

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

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- W wycenie nie uwzględniamy wartości nieruchomości do restrukturyzacji (przyczyna: brak postępu w sprzedaży, brak uwzględnienia wyceny aktywów nieoperacyjnych w wycenie innych spółek).
- Wydatki kapitałowe wyższe niż amortyzacja.
- Wydłużenie cykliów płatności.
- Docelowy spadek realizowanej marży do poziomu 3,5% marży EBIT (0,5% premii nad spółkami ogólnobudowlanymi).
- Wyceniamy pakiet mniejszościowy 15% akcji PRK Kraków po cenie implikowanej ceną nabycia pakietu 85% akcji przez ZUE.

Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	583,0	594,7	594,7	612,5	630,9	649,8	669,3	689,4	710,1	731,4	
zmiana	48,6%	2,0%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
EBITDA	36,1	36,7	36,3	36,0	35,6	35,3	34,8	34,2	35,0	35,8	
marża EBITDA	6,2%	6,2%	6,1%	5,9%	5,7%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,9%	
Amortyzacja	7,9	9,6	9,7	9,8	10,0	10,1	10,3	10,3	10,4	10,4	
EBIT	28,2	27,2	26,6	26,1	25,7	25,1	24,5	23,9	24,6	25,4	
marża EBIT	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	
Opodatkowanie EBIT	5,4	5,2	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7	4,5	4,7	4,8	
NOPLAT	22,8	22,0	21,5	21,2	20,8	20,4	19,9	19,4	19,9	20,5	
CAPEX	-14,3	-10,5	-10,7	-10,8	-11,0	-11,1	-11,3	-10,8	-10,9	-10,4	
Kapitał obrotowy	-30,8	30,4	0,2	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,7	-2,7	
Pozostałe	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-15,1	51,5	20,7	18,2	17,7	17,2	16,7	16,6	16,8	17,8	18,3
WACC	10,0%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	
współczynnik dyskonta	100,0%	90,3%	81,6%	73,7%	66,6%	60,2%	54,3%	49,1%	44,3%	40,1%	
PV FCF	-15,1	46,5	16,9	13,4	11,8	10,4	9,1	8,2	7,4	7,1	
WACC	10,0%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	241,2										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	96,7										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	115,7										
Zdyskontowana wartość FCF	212,4										
Dług netto	13,0										
Udziały mniejszości	-13,8										
Wartość firmy	185,6										
Liczba akcji (mln)	22,0										
Wartość firmy na akcję (PLN)	8,4										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%										
Cena docelowa	9,1										
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej	5,1										
P/E('11) dla ceny docelowej	8,8										
Udział TV w EV	52%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	9,1	9,5	9,9	10,4	10,9
WACC -0,5pp	8,8	9,1	9,5	9,9	10,4
WACC	8,5	8,8	9,1	9,5	9,9
WACC +0,5pp	8,3	8,5	8,8	9,1	9,5
WACC +1,0pp	8,0	8,3	8,5	8,8	9,1

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009 *	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	198,9	250,6	199,9	392,4	583,0	594,7	594,7
<i>zmiana</i>	138,8%	26,0%	-20,2%	9,0%	48,6%	2,0%	0,0%
Koszt własny sprzedaży	163,0	199,5	174,4	352,4	538,3	549,0	549,6
Zysk brutto na sprzedaży	35,9	51,1	25,5	40,0	44,7	45,6	45,0
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	18,0%	20,4%	12,8%	10,2%	7,7%	7,7%	7,6%
Koszty ogólnego zarządu	-5,1	-6,0	-8,9	-14,8	-17,1	-17,4	-17,4
Pozostała działalność operacyjna netto	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	-1,1	-1,1
EBIT	30,8	45,2	16,8	25,6	28,2	27,2	26,6
<i>zmiana</i>	266,0%	46,8%	-62,9%	52,7%	10,1%	-3,6%	-2,2%
<i>marża EBIT</i>	15,5%	18,1%	8,4%	6,5%	4,8%	4,6%	4,5%
Wynik na działalności finansowej	1,5	-29,1	-5,9	-4,5	-1,2	-1,7	-0,7
Zysk brutto	32,4	16,1	10,9	21,1	27,0	25,4	25,9
Podatek dochodowy	-6,3	-3,3	-2,2	-4,0	-5,2	-4,8	-4,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	0,7	0,7
Zysk netto	26,1	12,8	8,6	16,8	21,2	19,9	20,3
<i>zmiana</i>	287,1%	-50,9%	-32,5%	94,6%	26,2%	-6,0%	1,8%
<i>marża</i>	13,1%	5,1%	4,3%	4,3%	3,6%	3,4%	3,4%
Amortyzacja	0,9	1,3	1,9	6,7	7,9	9,6	9,7
EBITDA	31,8	46,5	18,7	32,4	36,1	36,7	36,3
<i>zmiana</i>	198,6%	46,5%	-59,8%	73,0%	11,4%	1,9%	-1,3%
<i>marża EBITDA</i>	16,0%	18,6%	9,4%	8,2%	6,2%	6,2%	6,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	16,0	16,0	16,0	22,0	22,0	22,0	22,0
EPS	1,6	0,8	0,5	0,8	1,0	0,9	0,9
CEPS	1,7	0,9	0,7	1,1	1,3	1,3	1,4
ROAE	95,1%	30,9%	18,3%	27,9%	12,8%	10,7%	9,9%
ROAA	23,3%	10,4%	5,6%	5,8%	5,0%	4,5%	4,3%

* dane ZUE

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009 *	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	102,9	143,6	162,2	419,0	435,6	458,7	479,1
Majątek trwały	27,6	43,8	111,4	134,5	154,9	155,9	156,8
Rzeczowe aktywa trwałe, wartości niematerialne i prawne	17,4	17,9	21,2	57,9	69,6	70,5	71,5
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	31,2	31,2	31,2	31,2
Wartości niematerialne i prawne	1,3	2,2	2,4	17,9	17,3	17,3	17,3
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	78,3	0,0	0,7	0,7	0,7
Nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	6,1	4,7	4,7	4,7
Kaucje z tytułu umów o budowę	5,9	15,5	3,4	3,0	3,1	3,1	3,1
Pozostałe	3,1	8,3	6,1	18,5	28,4	28,4	28,4
Majątek obrotowy	75,3	99,8	50,8	284,5	280,7	302,8	322,3
Zapasy	2,9	4,5	1,8	5,5	8,1	8,3	8,3
Należności	54,7	47,2	17,9	219,8	255,6	228,1	228,1
Kaucje z tytułu umów o budowę	2,4	3,9	0,8	1,1	0,3	0,3	0,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,7	43,3	22,2	53,7	13,4	62,8	82,3
Inne	1,5	0,9	8,1	4,4	3,3	3,3	3,3
(mln PLN)	2007	2008	2009 *	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	102,9	143,6	162,2	419,0	435,6	458,7	479,1
Kapitał własny	40,0	42,8	51,5	155,1	176,4	195,6	215,2
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	8,5	9,1	9,8	10,4
Zobowiązania długoterminowe	8,7	33,7	78,1	44,8	62,1	62,1	62,1
Pożyczki i kredyty, leasing	2,9	1,7	70,3	10,3	12,2	12,2	12,2
Kaucje z tytułu umów o budowę	2,4	8,0	2,1	2,1	3,3	3,3	3,3
Zobowiązania z tytułu świadczeń prac.	0,1	0,1	0,1	2,9	2,6	2,6	2,6
Rezerwy i inne	3,4	24,0	5,6	29,5	44,0	44,0	44,0
Zobowiązania krótkoterminowe	54,1	67,1	32,6	210,5	188,1	191,2	191,3
Pożyczki i kredyty, leasing	1,5	1,7	9,2	56,4	29,5	29,5	29,5
Zobowiązania handlowe i pozostałe	52,1	53,7	19,2	149,4	154,8	157,9	158,1
Pozostałe zobowiązania finansowe	0,0	9,5	3,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Kaucje z tytułu umów o budowę	0,2	1,9	0,3	1,8	2,0	2,0	2,0
Inne	0,4	0,2	0,6	2,6	1,8	1,8	1,8
Dług	4,4	3,5	79,5	66,7	41,7	41,7	41,7
Dług netto	-9,4	-39,8	57,3	13,0	28,3	-21,1	-40,6
(Dług netto / Kapitał własny)	-23,4%	-93,0%	111,3%	8,4%	16,0%	-10,8%	-18,9%
(Dług netto / EBITDA)	-0,3	-0,9	3,1	0,4	0,8	-0,6	-1,1
BVPS	2,5	2,7	3,2	7,1	8,0	8,9	9,8

* dane ZUE

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009 *	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	17,5	42,3	17,6	-42,1	3,2	61,7	30,9
Zysk brutto przed opodatkowaniem	32,4	16,1	10,9	21,1	27,0	25,4	25,9
Amortyzacja	0,9	1,3	1,9	6,7	7,9	9,6	9,7
Wycena instrumentów pochodnych	0,0	28,1	5,9	-0,4	0,0	0,0	0,0
Kapitał obrotowy	-10,4	3,9	9,5	-83,1	-30,8	30,4	0,2
Zapłacony podatek dochodowy	-2,7	-8,0	-12,7	8,3	-2,5	-4,8	-4,9
Pozostałe	-2,7	0,9	2,1	5,2	1,7	1,1	0,0
Przepływy inwestycyjne	-2,5	-0,7	-111,5	13,2	-7,5	-10,5	-10,7
CAPEX	-4,4	-1,7	-81,2	-4,7	-9,1	-10,5	-10,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	-30,7	-2,9	-0,2	0,0	0,0
Pozostałe	1,9	1,0	0,4	20,8	1,8	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-3,8	-12,1	72,8	60,4	-36,0	-1,7	-0,7
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	86,2	0,0	0,0	0,0
Dług	-1,9	-1,8	73,5	-17,9	-33,8	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-1,7	-10,0	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,2	-0,3	-0,7	-6,3	-2,2	-1,7	-0,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	11,2	29,5	-21,1	31,5	-40,3	49,4	19,5
Środki pieniężne na koniec okresu	13,7	43,3	22,2	53,7	13,4	62,8	82,3
DPS (PLN)	0,1	0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
FCF	11,0	39,9	21,8	-60,8	-15,1	51,5	20,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,2%	0,7%	40,6%	1,2%	1,6%	1,8%	1,8%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009 *	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	4,4	9,1	13,4	9,5	7,5	8,0	7,9
P/CE	4,3	8,2	11,0	6,8	5,5	5,4	5,3
P/BV	2,9	2,7	2,3	1,0	0,9	0,8	0,7
P/S	0,6	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	10,3%	52,4%	12,6%	-33,6%	-7,7%	34,7%	16,0%
EV/EBITDA	3,4	1,6	9,3	5,6	5,5	4,0	3,6
EV/EBIT	3,5	1,7	10,3	7,1	7,0	5,5	4,9
EV/S	0,5	0,3	0,9	0,5	0,34	0,25	0,22
DYield	1,5%	8,6%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wycena 1 akcji	7,3						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	16,0	16,0	16,0	22,0	22,0	22,0	22,0
MC (mln PLN)	116,0	116,0	116,0	159,5	159,5	159,5	159,5
Nieruchomości na sprzedaż (mln PLN)							
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	8,5	9,1	9,8	10,4
EV (mln PLN)	106,6	76,2	173,3	181,0	196,9	148,2	129,3

* dane ZUE

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka–Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ZUE

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-05-20	2011-07-05	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	11,62	9,95	7,25
WIG w dniu rekomendacji	48747,55	48481,82	39518,87