

**Materiały budowlane**

Polska

<b>Cena wezwania</b>	<b>14,50 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>14,40 PLN</b>
Kapitalizacja	123,5 mln PLN
Free float	41,8 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,11 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Lindab AB	51,80%
BZ WBK Inwestycje	9,41%
ING TFI	9,22%
Pozostali	29,57%

**Strategia dotycząca sektora**

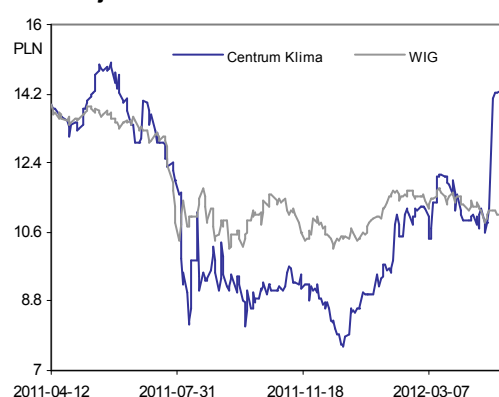
Lokalny rynek inwestycji wielko kubaturowych mimo spodziewanego osłabienia koniunktury podnosi się z dna. Na samym rynku warszawskim według naszych szacunków w zakresie biur do końca 2012 roku podaż biur zwiększy się o 8,4%, z czego wielkość oddawanej powierzchni w 2H'12 zwiększy się ponad dwukrotnie względem 2H'11.

**Profil spółki**

Centrum Klima zajmuje się produkcją kształtek i rur wykorzystywanych w systemach wentylacji oraz dystrybucją szerokiej gamy asortymentu wykorzystywanego głównie w branży wentylacyjnej. W 2010 roku około 25% przychodów wygenerowanych zostało z produkcji, 75% zaś z dystrybucji. Około 75% przychodów z dystrybucji to sprzedaż własnych projektów, podzlecanych do wykonania w krajach europejskich i Dalekiego Wschodu, pozostałe 25% zaś to dystrybucja asortymentu renomowanych światowych producentów.

**Ważne daty**

19.06 - koniec zapisów na sprzedaż akcji CK  
26.06 - planowana data rozliczenia transakcji  
22.08 - sprawozdanie finansowe za H1 2012  
06.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2012

**Kurs akcji Centrum Klima na tle WIG****Jakub Szkopek**

(48 22) 697 47 40

jakub.szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Centrum Klima Sprzedaj

CKL PW; CKLM.WA

(Obniżona)

## Sprzedaj w wezwaniu

Po zawarciu umowy odkupu 51,8% udziałów akcjonariuszy kontrolujących (Marka Perendyka oraz Wojciecha Jakrzewskiego) Lindab AB ogłosił wezwanie do sprzedaży akcji Centrum Klima przez pozostałych właścicieli. Wzywający chce nabyć 48,2% akcji znajdujących się w obrocie po 14,50 PLN za akcję (co odpowiada wartości, za jaką odkupywane są udziały od akcjonariuszy kontrolujących). Cena w wezwaniu jest o 29% wyższa względem ceny zamknięcia z dnia 27.04.2012 oraz o 39% wyższa od średniej ważonej wolumenami za ostatnie 6 miesięcy. Przy cenie w wezwaniu Spółka notowana jest na wskaźnikach 13,3 P/E'12 i 8,1 EV/EBITDA'12 z 0,5% dyskontem na wskaźniku cena/zysk do spółek porównywalnych i 11,9% premią na EV/EBITDA. Dodatkowo, wartość wezwania po uwzględnieniu 0,95 PLN dywidendy wypłaconej z zysku za lata 2010-2011 jest o 0,30 PLN wyższa od 6-ścio miesięcznej średniej za IH'11, kiedy akcje Centrum Klima były notowane najwyżej od SPO w X'09 roku. Biorąc pod uwagę słaby 1Q'12 uważamy, że cena w wezwaniu Lindab jest bardzo atrakcyjna, a akcjonariusze powinni pozytywnie odpowiedzieć na wezwanie. Nasza 9-cio miesięczna cena docelowa Centrum Klima pokrywa się z zaproponowaną przez Lindab ceną wezwania.

**Wyniki 1Q'12**

W 1Q'12 przychody ze sprzedaży były 2,5% niższe od naszych oczekiwań, a EBITDA i zysk netto o odpowiednio 3,3% i 27,6% niższe. Wyniki okazały się rozczarowujące, w efekcie dynamicznie rosnących kosztów sprzedaży i zarządu (o odpowiednio 37% i 13% r/r) oraz ujemnych przepływów gotówki z działalności operacyjnej. Wśród pozytywnych stron znajdujemy wysoką marżę brutto, mimo istotnego spadku kursu złotówki w 4Q'11 (importer).

**Wezwanie Lindab**

Lindab po potencjalnie udanym wezwaniu na akcje Centrum Klima planuje przeprowadzić przymusowy wykup akcji mniejszościowych akcjonariuszy i zwiększyć swój udział do 100%. Docelowo doprowadzi to do wycofania Spółki z obrotu giełdowego.

**Udana inwestycja w SPO'09**

Zakładając, że inwestor wzięł udział w ofercie SPO Centrum Klima w X'09 (po 10,50 PLN/akcję), przy cenie wezwania 14,50 PLN za akcję oraz wypłaconych w ciągu dwóch lat dywidendach (0,95 PLN/akcję) stopa zwrotu z inwestycji wynosi 47,1% w 2,7 roku. Wynik ten daje 17,6% średniorocznej stopy zwrotu. Wysoki profit, jaki uzyskują akcjonariusze, którzy brali udział w ofercie SPO może naszym zdaniem zachęcać ich do pozytywnej odpowiedzi na wezwanie Lindab AB.

(mln PLN)	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	84,5	93,2	102,8	105,9	109,0
EBITDA	10,3	13,5	15,4	15,9	16,4
marża EBITDA	12,2%	14,5%	15,0%	15,0%	15,1%
EBIT	7,9	10,4	11,9	12,4	12,8
Zysk netto	6,6	8,1	9,3	9,9	10,3
P/E	18,6	15,2	13,3	12,5	12,0
P/CE	13,7	11,0	9,6	9,2	8,9
P/BV	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	12,4	9,1	8,1	7,7	7,4
DYield	3,1%	3,1%	3,4%	4,5%	5,6%

Cena akcji do kalkulacji wskaźników - 14,50 PLN

## Wyniki 1Q'12

W 1Q'12 przychody ze sprzedaży Centrum Klima wyniosły 23,1 mln PLN i były o 2,5% niższe od naszych oczekiwań i 8% r/r wyższe. Obroty segmentu związanego z dystrybucją towarów i materiałów były o 3,0% niższe niż szacowaliśmy, a sprzedaż produktów o 1,8% niższa. Marża brutto ze sprzedaży mimo negatywnego wpływu kursów walutowych w 4Q'11 wyniosła 25,9% i była wyższa wobec naszej prognozy na poziomie 24,5%. Spółce ponadto udało się w zdecydowanej większości przenieść negatywny wpływ kursów z 4Q'11 na ceny produktów. Marża brutto ze sprzedaży była jednocześnie o 0,1p.p. wyższa niż miało to miejsce w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Znacznie większe od naszych oczekiwań okazały się koszty sprzedaży (+23,8% vs. Prognoza DI BRE) oraz koszty zarządu (+8,9% vs. Prognoza DI BRE). Według komentarza do wyników zarządu – wzrost pierwszej z wartości to efekt wzrostu kosztów transportu morskiego, który wzrósł na przestrzeni roku o około 100% oraz wzrost wolumenu sprzedaży eksportowej. Nie bez znaczenia były również rosnące ceny paliw. W przypadku kosztów zarządu Spółka w 1Q'12 przeprowadziła certyfikację fabryki oraz certyfikację szczelności wybranych grup produktowych, co wygenerowało dodatkowe jednorazowe koszty. W sumie na poziomie operacyjnym wynik w 1Q'12 wyniósł 2,0 mln PLN i był o 6,2% niższy od naszych prognoz.

## Realizacja prognoz DI BRE Banku dla Centrum Klima w 1Q'12

(mln PLN)	IQ2012P	zmiana	IQ2012	zmiana	IQ2011	zmiana
Przychody	23,7	-2,5%	23,1	8,0%	21,4	10,7%
EBITDA	3,0	-3,3%	2,9	0,7%	2,9	4,2%
marża	12,7%	-	12,6%	-	13,5%	-
EBIT	2,2	-6,2%	2,0	-5,5%	2,1	0,8%
Zysk brutto	2,1	-23,0%	1,6	-25,0%	2,2	-2,6%
Zysk netto	1,7	-27,6%	1,2	-26,9%	1,7	1,1%

Źródło: Centrum Klima, DI BRE Banku

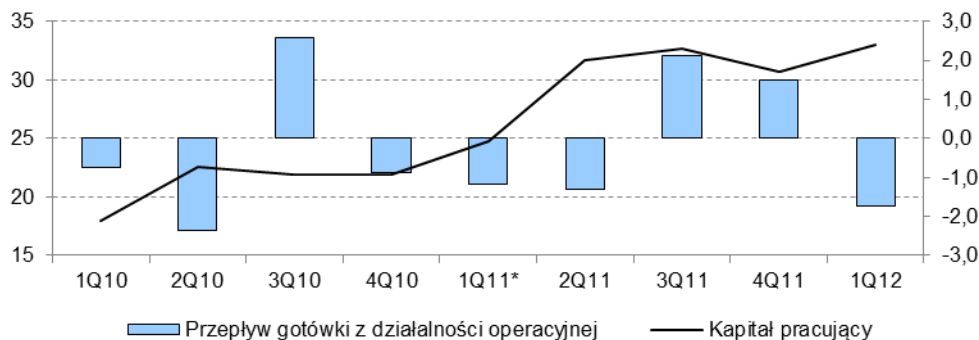
Saldo działalności finansowej w 1Q'12 wyniosło -0,4 mln PLN vs. spodziewane -0,05 mln PLN, na co wpływ miały ujemne różnice kursowe (-0,24 mln PLN). Było to efektem gwałtownego umacniania się PLN do EUR i spadku wartości regulowanych należności walutowych w ekwiwalencie złotówkowym. Zysk netto w 1Q'12 wyniósł 1,2 mln PLN i był o 27,6% niższy od naszych prognoz.

## Skrócony rachunek zysków i strat w 1Q'12

(mln PLN)	1Q'12	1Q'11	zmiana	Wykonanie prognozy na 2012 rok	Wykonanie wyniku za 2011 rok
Przychody ze sprzedaży	23,1	21,4	8,0%	22,5%	23,0%
Produkcja (wraz z usługami)	9,2	6,7	37,0%	24,6%	22,0%
Dystrybucja	13,9	14,7	-5,4%	21,3%	23,5%
EBIT	2,0	2,1	-5,5%	17,0%	20,6%
marża EBIT	8,7%	10,0%	-	-	-
EBITDA	2,9	2,9	0,7%	18,9%	21,3%
marża EBITDA	12,6%	13,5%	-	-	-
Zysk netto	1,2	1,7	-26,9%	13,3%	20,9%

Źródło: Centrum Klima, DI BRE Banku

## Poziom kapitału pracującego (lewa skala) oraz przepływ gotówki z działalności operacyjnej (prawa skala) (mln PLN)



Źródło: Centrum Klima, DI BRE Banku

\*Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 1Q'11 oczyszczony o efekt odzyskanie należności 9,5 mln PLN – zapłaty za zakład w Piasecznie

Mimo spodziewanej poprawy przepływu gotówki na działalności operacyjnej, ta w 1Q'12 wyniosła -1,7 mln PLN vs. -1,1 mln PLN w 1Q'11 (efekt wyższej ujemnej zmiany należności o 1 mln PLN oraz niższego o 0,5 mln PLN wyniku brutto). Wyniki 1Q'12 były w naszej opinii rozczarowujące na co składają się rosnące koszty sprzedaży i zarządu oraz ujemne przepływy gotówki z działalności operacyjnej. Wśród pozytywnych stron znajdujemy jedynie wysoką marżę brutto ze sprzedaży i dużą odporność na spadek kursu złotówki w 4Q'11.

### **Wezwanie Lindab na Centrum Klima**

W dniu 27 kwietnia 2012 roku dominujący akcjonariusze Centrum Klima (posiadający 51,8% akcji Spółki) - Marek Perendyk i Wojciech Jakrzewski ustalili z Lindab AB warunki transakcji sprzedaży posiadanych przez siebie akcji po 14,50 PLN za sztukę. Umowa dotycząca zbycia udziałów na została zawarta w dniu 30 kwietnia 2012 roku. W kolejnym dniu roboczym po zrealizowaniu transakcji z akcjonariuszami posiadającymi większościowy pakiet - Lindab wezwał pozostałych akcjonariuszy do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji znajdujących się w obrocie po 14,50 PLN za akcję. Cena ta odpowiada wartości, za jaką akcje zbywać będą akcjonariusze większościowi tj. Marek Perendyk i Wojciech Jakrzewski.

Lindab w wezwaniu zamierza nabyć 4 106 317 akcji odpowiadających za 48,2% walorów znajdujących się w obrocie. Liczba akcji po której osiągnięciu podmiot nabywający zamierza zakupić akcje i odpowiadającej jej liczby głosów nie została określona. 6-ście miesięczna średnia arytmetyczna cen ważonych wolumenami wynosi 10,44 (28% niżej niż wynosi cena w wezwaniu) oraz o 29,3% wyższa względem ceny zamknięcia z dnia 27 kwietnia.

Data rozpoczęcia przyjmowania zapisów została określona na 21 maja 2012 roku, a zakończenia na 19 czerwca 2012 roku. Planowana data rozliczenia transakcji została określona na 26 czerwca 2012 roku. Wzywający zamierza również przeprowadzić przymusowy wykup akcji mniejszościowych akcjonariuszy jeśli część z nich nie zdecyduje się odpowiedzieć pozytywnie w wezwaniu.

Lindab to międzynarodowa Grupa, która opracowuje, wytwarza i sprzedaje produkty i rozwiązania systemowe dla budownictwa ze stali i cienkich blach stalowych. Obszar działania spółki dzieli się na profile (produkty stalowe dla budownictwa), artykuły wentylacyjne (systemy wentylacji kanałowej) i elementy hal stalowych (gotowe prefabrykowane hale stalowe). Sprzedaż Grupy Lindab w 2011 roku wyniosła 6,9 mld koron szwedzkich (3,2 mld PLN) przy zatrudnieniu 4300 pracowników w 31 krajach. W 2011 roku Grupa 46% przychodów generowała w krajach skandynawskich, Europa Środkowa i Wschodnia (z uwzględnieniem Rosji, Ukrainy i innych republik) – 23%, Europa Zachodnia – 28%, reszta świata – 3%. Grupa Lindab jest notowana na giełdzie w Sztokholmie.

Biorąc pod uwagę, że wyniki za 1Q'12 są gorsze od naszych prognoz na każdym poziomie wyników oraz niższe w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego rezultaty na poziomie EBIT i zysku netto, nasze całoroczne prognozy wskazujące na 10-15% r/r poprawę mogą się okazać stosunkowo ambitne. Obecnie, po 1Q'12 całoroczna prognoza rezultatów wykonana jest w 22,5% na poziomie przychodów (23% po 1Q'11), w 18,9% EBITDA (21,3% po 1Q'11) i 13,3% zysku netto (20,9% po 1Q'11). Biorąc jednak pod uwagę, że pierwszy kwartał z reguły jest najłagodniejszy w roku, liczymy że całoroczna prognoza wyników jest osiągalna.

### **Udane i szybkie zyski z SPO**

W SPO Centrum Klima, jakie odbyło się w październiku 2009 roku inwestorzy składali zapisy na akcje po 10,50 PLN. Do planowego terminu zamknięcia transakcji 26 czerwca 2012 roku po cenie wezwania 14,50 PLN za akcję oraz wypłaconych w ciągu dwóch lat dywidend na poziomie 0,95 PLN/akcję potencjalny inwestor biorący udział w ofercie SPO zarobił 47,1% w 2,7 roku. Wynik ten daje 17,6% średniorocznej stopy zwrotu. Co więcej cena w wezwaniu powiększona o dywidendy wypłacone akcjonariuszom za 2010 i 2011 rok jest obecnie o 0,30 PLN wyższa niż półroczna średnia za pierwszą połowę 2011 roku – okresu kiedy akcje Centrum Klima były notowane najwyżej od momentu przeprowadzenia SPO (w 2009 roku). Wysoka stopa zwrotu, jaką uzyskują akcjonariusze w ofercie SPO może naszym zdaniem zachęcać ich do pozytywnej odpowiedzi na wezwanie Lindab AB.

## Wycena

W oparciu o model DCF i wycenę porównawczą, wyceniamy 1 akcję Centrum Klima na 14,4 PLN. Wycena modelem DCF daje wartość jednej akcji na poziomie 13,5 PLN, wycena metodą porównawczą zaś na poziomie 13,2 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	13,2
Wycena DCF (PLN)	50%	13,5
		cena wynikowa 13,4
		<b>cena docelowa za 9 m-cy 14,4</b>

W wycenie przyjmujemy 50% wagę dla analizy porównawczej i 50% dla wyceny DCF.

### Wycena porównawcza akcji Centrum Klima

Spółka	P/E 2012P	P/E 2013P	P/E 2014P	EV/ EBITDA 2012P	EV/ EBITDA 2013P	EV/ EBITDA 2014P
CERAMIKA NOWA GALA SA	12,0	8,8	-	5,6	4,9	-
GRUPA KETY SA	9,7	9,3	8,8	6,1	5,8	5,6
LINDAB INTERNATIONAL AB	14,7	10,4	8,5	9,7	7,3	6,4
ROVESE SA	10,1	9,0	6,8	5,8	5,1	4,1
STALPRODUKT SA	15,3	15,1	11,2	8,5	7,8	6,3
SYSTEMAIR AB	15,8	13,3	11,0	10,4	9,2	7,9
Maksimum	15,8	15,1	11,2	10,4	9,2	7,9
Minimum	9,7	8,8	6,8	5,6	4,9	4,1
<b>Mediana</b>	<b>13,3</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>
Centrum Klima	13,3	12,5	12,0	8,1	7,7	7,4
Premia (dyskonto)	-0,5%	26,4%	36,1%	11,9%	18,8%	18,1%
<b>Implikowana wycena</b>						
Mediana	13,3	9,9	8,8	7,3	6,5	6,3
Dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wartość firmy na jedną akcję	13,2					

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg

Jako grupę porównawczą wybraliśmy spółki zajmujące się produkcją i dystrybucją materiałów budowlanych. Zwracamy uwagę, że spośród wymienionych spółek, nie ma krajowych przedstawicieli branży wentylacyjnej. Jedyną zbliżoną profilem działalności do Centrum Klima spółką jest Instal Kraków, której spółka zależna Frapol zajmuje się produkcją asortymentu wykorzystywanego w systemach wentylacyjnych. Inne porównywalne podmioty krajowe są niepubliczne. Najbardziej zbliżonym podmiotem zagranicznym jest Lindab, który aż 49% przychodów generuje w zakresie produkcji asortymentu wykorzystywanego w systemach klimatyzacji. W grupie porównawczej znalazł się też szwedzki koncern produkcyjny z branży wentylacyjnej, SystemAir. Cersanit i Ceramika Nowa Gala łączy z Centrum Klima w zasadzie jedynie charakter klienta (inwestycje budowlane i remonty). Stalprodukt i Centrum Klima łączy połączenie działalności handlowej (kluczowym klientem jest branża budowlana) i produkcyjnej. W przypadku Grupy Kęty, głównym odbiorcą produktów oferowanych przez Spółkę jest branża budowlana (75% produkcji). Zwracamy uwagę, że jeszcze jedną charakterystyką pozornie odległych biznesowo spółek takich jak Cersanit, Ceramika Nowa Gala, Grupa Kęty czy Stalprodukt, jest przynajmniej częściowa wrażliwość na spowolnienie w zakresie realizacji prac wykończeniowych.

## Wycena DCF

## Założenia wyceny DCF

- Wzrost po 2021 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,4% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wartość przyszłych przepływów pieniężnych dyskontujemy na początek maja 2012 roku.
- Do wyceny zakładamy dług netto z 2011 roku skorygowany o wartość wypłaconej w kwietniu 2012 dywidendy w kwocie 4,2 mln PLN.
- W związku z pogarszającą się płynnością spółek budowlanych zakładamy, że kwota należności w 2012 roku zwiększy się o 5,2 mln PLN (5% szacowanych przychodów na 2012 rok)
- W wycenie nie uwzględniamy inwestycji w budowę nowego zakładu w Wieruchowie, ani zawartej w 1Q'12 umowy leasingu zwrotnego zakładu w Wieruchowie.

## Założenia dodatkowe

Ceny metali	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+
Stal (3M) USD	561	539	525	508	470	484	499	514	529	545	547	564
Stal (3M) PLN	1 664	1 662	1 575	1 523	1 410	1 452	1 496	1 541	1 587	1 635	1 642	1 691
USD / PLN	2,96	3,08	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
zmiana	-1,7%	4,0%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen na produkcji	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+
Wykorzystanie stali ton	2,8	3,4	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
zmiana	18,2%	20,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Udział segmentów w sprzedaży	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+
Produkcja	32,9%	36,5%	36,6%	36,6%	35,9%	36,5%	36,9%	37,4%	37,9%	38,4%	38,6%	39,2%
Dystrybucja	67,1%	63,5%	63,4%	63,4%	64,1%	63,5%	63,1%	62,6%	62,1%	61,6%	61,4%	60,8%
Marża brutto ze sprzedaży (%)	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+
Produkcja	28,0%	32,0%	33,6%	34,2%	34,6%	35,0%	35,2%	35,7%	36,0%	35,9%	36,3%	35,6%
Dystrybucja	27,4%	25,5%	25,3%	25,0%	24,9%	24,8%	24,7%	24,6%	24,5%	24,4%	23,3%	23,0%

**Model DCF**

(mln PLN)	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>102,8</b>	<b>105,9</b>	<b>109,0</b>	<b>110,8</b>	<b>114,9</b>	<b>118,9</b>	<b>123,1</b>	<b>127,4</b>	<b>131,9</b>	<b>135,7</b>	<b>139,9</b>
zmiana	10,2%	3,0%	2,9%	1,7%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,9%	3,1%
<b>EBITDA</b>	<b>15,4</b>	<b>15,9</b>	<b>16,4</b>	<b>16,7</b>	<b>17,5</b>	<b>18,3</b>	<b>19,2</b>	<b>20,1</b>	<b>21,0</b>	<b>20,9</b>	<b>21,5</b>
marża EBITDA	15,0%	15,0%	15,1%	15,0%	15,3%	15,4%	15,6%	15,8%	15,9%	15,4%	15,3%
Amortyzacja	3,5	3,5	3,6	3,8	3,8	4,0	4,0	4,1	4,3	4,4	4,8
<b>EBIT</b>	<b>11,9</b>	<b>12,4</b>	<b>12,8</b>	<b>12,9</b>	<b>13,7</b>	<b>14,3</b>	<b>15,2</b>	<b>16,0</b>	<b>16,7</b>	<b>16,5</b>	<b>16,7</b>
marża EBIT	11,6%	11,7%	11,8%	11,6%	11,9%	12,1%	12,3%	12,6%	12,6%	12,1%	11,9%
Opodatkowane EBIT	2,3	2,4	2,4	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2	3,1	3,2
<b>NOPLAT</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>	<b>12,3</b>	<b>13,0</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>
CAPEX	-4,5	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8	-4,8
Kapitał obrotowy	-6,5	-0,8	-0,8	-0,4	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,0	-1,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>2,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>12,4</b>
WACC	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,70	0,63	0,57	0,52	0,47	0,42	0,38	0,35
PV FCF	2,1	6,9	6,6	6,5	5,8	5,6	5,4	5,2	5,1	4,6	4,3
<b>WACC</b>	10,32%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%
Koszt długu	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Stopa wolna od ryzyka	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Premia za ryzyko	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dług netto / EV	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>									
Wartość rezydualna (TV)	167,8	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	64,5	<b>0,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	53,9	WACC +1,0pp	10,9	11,6	12,6	13,5	14,7				
Wartość firmy (EV)	118,4	WACC +0,5pp	11,5	12,3	13,5	14,6	16,0				
Dług netto	3,7	WACC	12,1	13,1	14,5	15,8	17,5				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	12,9	14,0	15,6	17,2	19,4				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC 1,0pp	13,7	15,0	17,0	18,9	21,6				
Wartość firmy	114,7										
Liczba akcji (mln)	8,5										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>13,5</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,7%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>14,5</b>										
EV/EBITDA ('12) dla ceny docelowej	8,3										
P/E ('12) dla ceny docelowej	13,3										
Udział TV w EV	54,5%										

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>71,7</b>	<b>84,5</b>	<b>93,2</b>	<b>102,8</b>	<b>105,9</b>	<b>109,0</b>	<b>110,8</b>	<b>114,9</b>
zmiana	-5,5%	17,9%	10,3%	10,2%	3,0%	2,9%	1,7%	3,7%
Produkcja	17,4	21,0	30,7	37,5	38,8	39,9	39,8	41,9
Dystrybucja	54,3	63,5	62,5	65,2	67,1	69,0	71,0	73,0
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>52,7</b>	<b>64,5</b>	<b>67,5</b>	<b>74,1</b>	<b>75,9</b>	<b>78,0</b>	<b>79,4</b>	<b>82,1</b>
Koszty zarządu	8,3	10,3	11,0	11,5	11,7	12,0	12,1	12,4
Koszty sprzedaży	2,4	3,4	4,1	5,4	5,8	6,1	6,4	6,7
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,1	1,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>10,4</b>	<b>11,9</b>	<b>12,4</b>	<b>12,8</b>	<b>12,9</b>	<b>13,7</b>
zmiana	-20,8%	-1,6%	31,4%	14,9%	4,1%	3,4%	0,3%	6,3%
marża EBIT	11,2%	9,3%	11,1%	11,6%	11,7%	11,8%	11,6%	11,9%
Wynik na działalności finansowej	-0,0	0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>	<b>10,1</b>	<b>11,5</b>	<b>12,2</b>	<b>12,7</b>	<b>12,8</b>	<b>13,6</b>
Podatek dochodowy	1,4	1,7	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>8,1</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>11,0</b>
zmiana	-9,1%	-4,1%	21,8%	14,9%	6,5%	3,8%	0,6%	6,4%
marża	9,7%	7,9%	8,7%	9,1%	9,4%	9,5%	9,4%	9,6%
Amortyzacja	1,4	2,4	3,2	3,5	3,5	3,6	3,8	3,8
<b>EBITDA</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>	<b>13,5</b>	<b>15,4</b>	<b>15,9</b>	<b>16,4</b>	<b>16,7</b>	<b>17,5</b>
zmiana	-15,8%	9,3%	31,8%	13,8%	2,9%	3,5%	1,5%	5,2%
marża EBITDA	13,1%	12,2%	14,5%	15,0%	15,0%	15,1%	15,0%	15,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
EPS	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3
CEPS	1,0	1,1	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7
ROAE	10,7%	9,7%	11,2%	12,0%	12,1%	12,1%	11,9%	12,3%
ROAA	8,6%	7,4%	8,7%	9,2%	9,4%	9,4%	9,3%	9,6%

**Bilans**

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>AKTYWA</b>	<b>80,4</b>	<b>90,3</b>	<b>92,6</b>	<b>101,1</b>	<b>105,7</b>	<b>109,4</b>	<b>111,6</b>	<b>114,3</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>23,8</b>	<b>41,8</b>	<b>44,5</b>	<b>45,7</b>	<b>46,8</b>	<b>47,8</b>	<b>48,6</b>	<b>49,3</b>
Wartość niematerialne i prawne	0,5	1,0	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
Rzeczowe aktywa trwałe	23,3	40,4	43,2	44,3	45,5	46,5	47,4	48,2
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe RM	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>56,6</b>	<b>48,5</b>	<b>48,1</b>	<b>55,4</b>	<b>58,9</b>	<b>61,6</b>	<b>63,1</b>	<b>65,0</b>
Zapasy	13,2	18,1	23,2	25,5	25,9	26,3	26,3	26,9
Należności krótkoterminowe	12,5	28,4	18,2	23,4	24,2	24,9	25,3	26,2
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	20,1	0,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Środki pieniężne	10,7	1,9	2,8	2,4	4,8	6,4	7,4	7,7
Krótkoterminowe RM	0,1	0,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
<b>(mln PLN)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>80,4</b>	<b>90,3</b>	<b>92,6</b>	<b>101,1</b>	<b>105,7</b>	<b>109,4</b>	<b>111,6</b>	<b>114,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>64,5</b>	<b>68,3</b>	<b>72,3</b>	<b>77,5</b>	<b>81,8</b>	<b>85,2</b>	<b>87,3</b>	<b>89,6</b>
Kapitał akcyjny	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Kapitał zapasowy	51,9	56,3	56,3	56,3	56,3	56,3	56,3	56,3
Zysk z lat ubiegłych	4,9	10,6	14,9	20,0	24,3	27,7	29,8	32,0
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
Dług	0,8	2,2	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>12,0</b>	<b>17,6</b>	<b>12,9</b>	<b>13,9</b>	<b>14,2</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>	<b>14,8</b>
Zobowiązania handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	3,7	5,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Rezerwy na zobowiązania	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe	0,8	1,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9
Dług	4,5	7,3	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Dług netto	-5,5	4,2	-0,5	1,9	-0,6	-2,2	-3,2	-3,5
(Dług netto / Kapitał własny)	-8,6%	6,2%	-0,7%	2,4%	-0,7%	-2,6%	-3,6%	-3,9%
(Dług netto / EBITDA)	-0,6	0,4	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
<b>BVPS</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>



**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>5,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>6,5</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>	<b>13,9</b>	<b>13,8</b>
Zysk netto	6,9	6,6	8,1	9,3	9,9	10,3	10,4	11,0
Amortyzacja	1,4	2,4	3,2	3,5	3,5	3,6	3,8	3,8
Kapitał obrotowy	-2,6	-8,2	-9,4	-6,5	-0,8	-0,8	-0,4	-1,1
Pozostałe	0,1	-2,2	-0,7	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-23,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>11,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,6</b>
CAPEX	-3,4	-24,4	11,2	-4,5	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6
Inwestycje kapitałowe	-20,1	20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>27,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-11,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,9</b>
Dług	0,2	1,0	-3,9	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji papierów wartościowych	29,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od długu	-0,6	-1,5	-2,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dywidendy	-1,7	-3,8	-3,8	-4,2	-5,6	-6,9	-8,2	-8,8
Buy-back	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,9	0,5	-1,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>10,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	10,7	1,9	2,8	2,4	4,8	6,4	7,4	7,7
DPS (PLN)	0,2	0,4	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	1,0
FCF	2,2	-24,0	13,3	2,2	8,2	8,6	9,3	9,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-4,8%	-28,9%	12,0%	-4,4%	-4,3%	-4,2%	-4,1%	-4,0%

**Wskaźniki rynkowe**

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	17,8	18,6	15,2	13,3	12,5	12,0	11,9	11,2
P/CE	14,9	13,7	11,0	9,6	9,2	8,9	8,7	8,3
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4
P/S	1,7	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
FCF/EV	1,9%	-18,8%	10,9%	1,7%	6,6%	7,1%	7,7%	7,7%
EV/EBITDA	12,2	12,4	9,1	8,1	7,7	7,4	7,2	6,8
EV/EBIT	14,2	16,2	11,9	10,5	9,9	9,5	9,3	8,8
EV/S	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
Dywidend	1,34%	3,10%	3,10%	3,43%	4,52%	5,62%	6,67%	7,13%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
MC (mln PLN)	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	118,0	127,8	123,0	125,4	122,9	121,3	120,4	120,0



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

**Departament Analiz:**

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

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media, Telekomunikacja

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@dibre.com.pl](mailto:matthias.falkiewicz@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

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

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgowa

**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 księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

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

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, 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 Centrum Klima**

Rekomendacja	Kupuj	Zawieszona
data wydania	2011-11-15	2012-05-07
kurs z dnia rekomendacji	9,65	14,25
WIG w dniu rekomendacji	40235,00	39888,00