

ENERGOMONTAŻ-POŁUDNIE EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

5,20

Istotne wsparcie

3,78

Istotny opór

5,13

Cena zamknięcia

3,91

Kapitalizacja

185,9 mln

C / Z

16,7x

Ceny akcji w złotych

Razem lepiej..?

Opracowanie:

Adam Nowakowski
Analityk, Makler

Aktualizacja oceny na:

19 października 2009

Komentarz analityczny, 19 października 2009

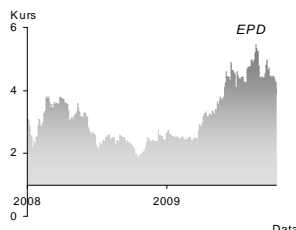
Mariaż z PBG staje się faktem! Tym samym w rozbudowanej Grupie, Energomontaż Południe zostanie umiejscowiony jako centrum związane z energetyką – rozwiązanie racjonalne i zarazem atrakcyjne, zwłaszcza że na horyzoncie coraz wyraźniej rysuje się materializacja inwestycji związanych z rozbudową mocy wytwórczych polskiego sektora energetycznego. Z drugiej strony, dzięki współpracy podmiotów Grupy, przed katowicką spółką otwiera się szansa pozyskania kontraktów z innych niż sektor energetyczny dziedzin budownictwa, co wraz z uruchomieniem sprzedaży mieszkań z projektu deweloperskiego będzie, naszym zdaniem, decydowało o dynamicznym przyroście masy wyniku netto, począwszy od 2010 roku. Obiecujące perspektywy rozwoju jakie otworzyły się przed spółką skłaniają nas do przyznania pięciogwiazdkowej oceny Energomontażowi-Południe, która jest pokłosiem wyceny jednej jego akcji na bazie modelu DCF na 5,20 zł.

Decyzję o kapitałowym zaangażowaniu się PBG w katowicką spółkę oceniamy niezmiernie pozytywnie. Swój entuzjazm opieramy przede wszystkim na możliwości stworzenia podmiotu, który dzięki zasobom kapitałowym, kompetencjom oraz i tak już bogatemu doświadczeniu będzie skutecznie ubiegać się o realizację dużych kontraktów w ramach prowadzonego przez EP core-businessu. W najbliższych miesiącach spółka w wyniku dokapitalizowania pozyska 77,9 mln zł, które przeznaczone będą zarówno na przejęcia (50 mln zł), jak i rozbudowę parku maszynowego

oraz inwestycje w kapitał obrotowy (pozostała część kwoty). Uważamy, że w aspekcie akwizycji, pula środków może zostać rozdysponowana na zakup przedsiębiorstw o nieco komplementarnych kwalifikacjach w stosunku do EP, tak aby przybliżyć powstanie wokół spółki kompleksowej grupy świadczącej usługi dla sektora energetycznego. Z kolei rozbudowa mocy produkcyjnych oraz inwestycje w kapitał obrotowy pozwolą Energomontażowi-Południe budowanie portfela zamówień wyraźnie powyżej 300 mln zł.

Obecnie, backlog na rok 2009 przekracza 310 mln zł. Należy jednak mieć na uwadze, że na poziomie skonsolidowanym RZiS wyłączeniu ulegną prace prowadzone przez spółkę zależną C.K. Modus, związane z realizacją projektu deweloperskiego Os. Książęce (ok. 35 mln zł). Stąd też, spodziewany wynik jednostkowy netto EP w 2009 roku będzie wyższy od tego wykazanego w sprawozdaniu Grupy. Z drugiej strony, szacowane przychody i zyski ze sprzedaży mieszkań (220 lokali) zasilą wyniki kolejnych lat – zakładamy, że w 2010 roku z działalności deweloperskiej wygenerowanych zostanie ponad 17 mln zł przychodów.

Liczymy, że skonsolidowane przychody w 2010 roku wzrosną do przeszło 383 mln zł (+30,5% r/r), a spółka jeszcze w tym roku skutecznie powalczy o rozbudowę swojego portfela zamówień (razem z PBG, EP złoży ofertę na realizację inwestycji w Elektrowni Jaworzno – 600 mln zł, PGE Bełchatów – 150 mln zł oraz Elektrociepłowni Elbląg – 180 mln zł i Zielona Góra – 80 mln zł). Uwzględniając efekty współpracy w nowoutworzonej Grupie, szacujemy średnioroczne tempo wzrostu przychodów w okresie prognozy (lata 2009-2016) na 8,6%, przy czym rozbudowa mocy wytwórczych polskiego sektora energetycznego oraz przychody ze sprzedaży mieszkań pozwolą na średnioroczny przyrost przychodów w okresie najbliższych trzech lat na poziomie blisko 26%.



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

5,20

Istotne wsparcie

3,78

Istotny opór

5,13

Cena zamknięcia

3,91

Kapitalizacja

185,9 mln

C / Z

16,7x

Ceny akcji w złotych

Zakładamy, że wraz ze wzrostem poziomu sprzedaży marże realizowane przez Spółkę ulegną poprawie, pomimo rosnącej konkurencji w obszarze podstawowej działalności. Obecnie na kontraktach przy pracach budowlano-montażowych dla energetyki można oczekiwać 5-7% rentowności netto. Zakładamy, że w latach 2009-2011 marża netto EP wzrośnie z 5,6% do 8,5%, a rentowność biznesu na poziomie zysku brutto ze sprzedaży oscylować będzie w granicach 16-18%.

Wycena

Standardowo, dla celów wyceny posłużyliśmy się dwoma metodami: DCF oraz porównawczą. Biorąc pod uwagę pierwszą z nich, w prognozowanej wielkości przepływów pieniężnych kolejnych okresów uwzględnione jest połączenie sił ze spółką PBG, a tym samym konsekwencje podwyższenia kapitału, do którego dojdzie w najbliższych miesiącach. Sporządzona na bazie zdyskontowanych przepływów wycena spółki wskazuje na wartość jednej akcji Energomontażu-Południe na poziomie 5,20 zł.

Z kolei metoda porównawcza, w oparciu o polskie oraz zagraniczne spółki o podobnej charakterystyce działalności, dała nam wycenę na poziomie 5,00 zł, na bazie prognoz mnożnika P/E na lata 2009-2011.

Ryzyko

W porównaniu z naszym ostatnim raportem nie zmieniliśmy oceny ryzyka akcji. Wciąż zatem Energomontaż-Południe plasowany jest w kategorii spółek o Wysokim ryzyku, na co w szczególności przełożyły się: względnie wysoki stopień zadłużenia implikujący niski wskaźnik jego obsługi, wysoka beta (1,15) oraz utrzymujący się wysoki poziom ryzyka niesystematycznego (3,0%) liczonego na podstawie miesięcznej stopy zwrotu z pięciu lat.

Zdaniem byków

- Polska branża energetyczna wymaga ogromnych inwestycji w nowe moce wytwórcze oraz prac modernizacyjnych. Stworzenie Grupy kapitałowej z PBG otwiera szansę realizacji bardziej kompleksowych projektów sektora energetycznego, przy wykorzystaniu siły przetargowej spółki matki oraz niszowych kompetencji katowickiej spółki;
- Wypracowana renoma jakości u zachodnich kontrahentów pozwala na sukcesywną rozbudowę zagranicznego portfela zamówień w okresie poprzedzającym inicjację projektów w polskie branże energetycznej. W roku bieżącym przychody z zagranicznych kontraktów stanowiąc będą ponad 25% łącznej wielkości sprzedaży Grupy;
- Dążenie do komplementarności oferty w zakresie usług świadczonych dla sektora energetycznego winno przekładać się na realizację większej ilości wysokomarżowych kontraktów. Dodatkowo, właśnie w kontekście poszerzenia gamy oferowanych usług, widzimy ewentualne cele akwizycyjne Energomontażu-Południe. Na ich realizację spółka przeznaczy do 50 mln zł z środków pochodzących z podwyższenia kapitału;
- Spółka rokrocznie przeznacza 1/3 wypracowywanych zysków na wypłatę dywidendy, co może przykuć uwagę szerszego grona inwestorów uwzględniając zakładaną przez nas dynamiczną poprawę wyników netto w najbliższych latach;

Zdaniem niedźwiedzi

- Rosnący poziom konkurencji w obszarze pozyskiwania kontraktów energetycznych wywołany zwiększonym zainteresowaniem ze strony spółek branży ogólnobudowlanej może wpływać destrukcyjnie na poziom

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

5,20

Istotne wsparcie

3,78

Istotny opór

5,13

Cena zamknięcia

3,91

Kapitalizacja

185,9 mln

C / Z

16,7x

Ceny akcji w złotych

realizowanych marż, zwłaszcza w kontekście ceny, jako głównego kryterium wyboru oferty wykonawcy w organizowanych przetargach;

- Utrzymujące się w dalszym ciągu trudności gospodarstw domowych związane z uzyskiwaniem kredytów hipotecznych wpływają destrukcyjnie na popyt na mieszkania, a tym samym mogą odsunąć w czasie zwrot z kapitałochłonnej inwestycji w Osiedle Książęce w Katowicach;
- Niewielkie doświadczenie PBG w zakresie realizacji prac dla sektora energetycznego może, pomimo zaplecza kapitałowego, okazać się zbyt małym argumentem, aby wygrać przetargi na kompleksowe prace związane z rozbudową mocy wytwórczych polskiej energetyki;
- Ewentualny brak dojścia do skutku mariażu pomiędzy spółkami mógłby zostać odebrany z rozczarowaniem przez uczestników rynku. Zmusiłby też nas do rewizji optymistycznych założeń ujętych w modelu wyceny.

pozostaje, czy wsparcie na 4,14 zł zdoła się obronić czy też zwyżka winna rozpocząć się z niższego pułapu.

Tomasz Jerzyk Analityk Techniczny DM BZ WBK

Z perspektywy AT – ważne poziomy cenowe

Kurs spółki znajduje się w średnioterminowym trendzie wzrostowym, natomiast w krótkim terminie widzimy korektę wzrostu. Papier znajduje się teraz w rejonie wsparcia wynikającego z górnego ograniczenia bazowego kanału wzrostowego na 4,14 zł. Ewentualne przełamanie tego wsparcia winno zapowiadać test 3,91 lub też w mniej optymistycznym wariantcie 3,20 zł. Najbliższy opór znajduje się na 4,44 zł, a w razie jego przebiccia będą oczekiwać na test 4,65 lub też 5,12 zł. Przebicie tego ostatniego poziomu będzie wskazywać na korekcyjny charakter spadku i co za tym idzie będzie zapowiadało atak na szczyt na 5,59 zł. W przypadku pokonania tego oporu celem winien być poziom 6,67 lub też 7,70 zł. Mam wrażenie, iż papier jedynie koryguje wzrost, po czym wzrost winien być kontynuowany. Pytaniem

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
Wstrzymana	Wysokie	5,20	4,02	5,08	4,42	210,1 mln	12,5x

Ceny akcji w złotych

Komentarz analityczny, 22 czerwca 2009

To byłby prawdziwy hit. Mimo, że wciąż brak jest oficjalnego potwierdzenia ewentualnej transakcji, mariaż Energomontażu-Południe z PBG jest jak najbardziej realny. Obie spółki bez wątpienia skorzystałyby na stworzeniu Grupy: PBG poprzez zdecydowane wejście w perspektywiczny segment energetyki, z kolei EPD, dzięki zastrzykowi kapitału, mogłoby przystępować do coraz większych kontraktów w swoim core-busiensie, a dodatkowo korzystać ze zleceń desygnowanych od nowej spółki matki. Jakkolwiek połączenie spółek wydaje się być atrakcyjnym rozwiązaniem, do czasu ogłoszenia oficjalnego komunikatu oraz podania strategii rozwoju dla Energomontażu-Południe na najbliższe lata zdecydowaliśmy się na wstrzymanie wydawania oceny gwiazdkowej dla spółki... Przedstawione poniżej założenia abstrahują od prawdopodobnego zaangażowania PBG w Energomontaż-Południe.

Po blisko sześciu miesiącach bieżącego roku Energomontaż-Południe może pochwalić się niemal w całości zapełnionym portfelem zleceń na 2009 rok. Skuteczne działania w zakresie pozyskiwania nowych kontraktów z sektora energetycznego winny przełożyć się, w naszej ocenie, na najwyższą w historii spółki kwotę zysku netto w 2009 roku (16,8 mln zł). W okresie najbliższych kwartałów w dalszym ciągu o wysokości prezentowanych wyników decydować będą realizacje umów podpisanych z zagranicznymi kontrahentami sektora energetycznego (ok. 30 mln euro w 2009 roku), tym niemniej na horyzoncie coraz klarowniej rysują się szanse pozyskania kontraktów w zakresie modernizacji/rozbudowy polskich mocy wytwórczych w energetyce.

W okresie blisko czterech miesięcy, jakie upłynęły od naszej ostatniej oceny spółki (komentarz

poniżej), EPD zdołało rozbudować tegoroczny backlog niemalże do granic swoich zdolności produkcyjnych. Zakładamy, że przychody w roku 2009 wyniosą przeszło 326 mln zł (+36,2% r/r) i będą kreowane głównie przez segment budownictwa oraz produkcji (łącznie ponad 93% sumy przychodów). Zwracamy uwagę, że 40% przychodów 2009 roku wygenerowanych będzie za pośrednictwem kontraktów na rzecz zagranicznego sektora energetycznego. W przypadku pozyskania dodatkowych zleceń na ten rok, spółka nie wyklucza korzystania z usług podwykonawców. Takie rozwiązanie nie rodziłoby w naszej ocenie uszczerbku na realizowanych marżach.

Jakkolwiek w warunkach zaostrzonej polityki kredytowej banków dostrzegamy ryzyko domknięcia finansowania inwestycji na rzecz polskiego sektora energetycznego, a przez to z pewną dozą sceptycyzmu patrzymy na intensyfikację (oczekujemy raczej opóźnienia) przetargów dotyczących rozbudowy/modernizacji polskich bloków energetycznych, to spodziewamy się realnej poprawy sytuacji w tym zakresie od 2010 roku. W ostatnim czasie pojawiły się już znamiona zapowiadające realizację takich przedsięwzięć (m.in. decyzja PGE o budowie 2 bloków energetycznych w Opolu). Dodatkowo liczymy, że w perspektywie najbliższych kwartałów banki zdecydują się na obniżenie restrykcji przy rozpatrywaniu możliwości finansowania kapitałochłonnych inwestycji.

Poza segmentem budownictwa, duży wkład na prezentowany wynik sprzedaży będzie miał segment produkcji, który, według naszych założeń, wykaże w 2009 roku blisko 159% dynamikę wzrostu r/r.

Odnosząc się do naszej poprzedniej publikacji Oceny spółki, dokonaliśmy rewizji w górę rentowności prowadzonego biznesu (marża brutto na sprzedaży na poziomie 12,6-14% w okresie prognozy). Znajdujemy ku temu kilka przesłanek, o

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
Wstrzymana	Wysokie	5,20	4,02	5,08	4,42	210,1 mln	12,5x

Ceny akcji w złotych

których sygnalizowaliśmy już we wcześniejszych opracowaniach – dodatni wkład przychodów z zagranicy przy względnie niezmiennych kosztach stałych, większa od założeń kontrybucja pozytywnie wpływającego na marże segmentu produkcji. Na niższym poziomie RZiS, o ile na wyniki I kw.'09 znaczny wpływ miały koszty związane z rozliczeniem kontraktów terminowych oraz brak synchronizacji w czasie pomiędzy pierwszymi przychodami z najmu a kosztami eksploatacji budynku Legnicka Park Popowice we Wrocławiu, o tyle w dalszej części roku zakładamy poprawę marży netto, która ostatecznie wyniesie 5,1% w skali roku, a w następnych latach oscylować będzie w przedziale 6,4-7,9%.

W kontekście utrzymywanej działki w Opolu, spółka zakłada podział gruntu na trzy części (handlową, pod budownictwo jednorodzinne oraz wielorodzinne), co ma zachęcić inwestorów do nabycia ziemi.

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

3,81

Istotne wsparcie

1,79

Istotny opór

2,84

Cena zamknięcia

2,55

Kapitalizacja

120,8 mln

C / Z

12,0x

Ceny akcji w złotych

Komentarz analityczny, 2 marca 2009

Opublikowane wyniki za IV kw.'08 zmobilizowały nas do zaktualizowania oceny Energomontażu-Południe. Zaraportowane liczby okazały się nieco gorsze od naszych szacunków ujawnionych w raporcie z 4 lutego 2009 (patrz poniżej), tym niemniej wielkość dysproporcji nakazuje na jedynie marginalną obniżkę wyceny akcji katowickiej spółki – z 3,87 zł na 3,81 zł, a tym samym daje podstawy do utrzymania pięciogwiazdkowej oceny walorów EPD.

Spółka wypracowała w całym 2008 roku przychody na poziomie 239,8 mln zł, wobec blisko 295 mln zł wynikających z naszej prognozy. Tak duża różnica wynika z odmiennego sposobu księgowania transakcji sprzedaży w ramach zawartej umowy leasingu zwrotnego dotyczącej Legnicka Park Popowice. Jednakże stosując się do zasad przyjętych przez Energomontaż-Południe, nasza projekcja przychodów (244,7 mln zł) tylko w niewielkim stopniu różni się od kwoty zaprezentowanej przez spółkę. Z kolei po stronie kosztowej, nie uwzględniliśmy kosztów związanych z aranżacją wnętrza pod wynajem biur przedmiotu leasingu zwrotnego, co znalazło swoje odzwierciedlenie na kolejnych szczeblach rachunku zysków i strat, doprowadzając ostatecznie do rozbieżności pomiędzy wypracowanym przez spółkę zyskiem netto (15,6 mln zł) vs. naszą prognozą (17,4 mln zł).

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w 2008 roku spółka skupiła się na realizacji kontraktów w ramach swej podstawowej działalności, wyraźnie zmieniając strukturę osiąganych przychodów kosztem działalności deweloperskiej. Jeszcze w 2007 roku przychody z realizacji kontraktów w ramach core-businessu stanowiły niecałe 80% łącznej kwoty sprzedaży, natomiast w minionym roku wkład podstawowej działalności w wypracowane przychody sięgnął 97%. Zbliżona struktura winna utrzymać się również w

nadchodzących dwóch latach, na co znajdujemy dwa podstawowe argumenty (o których sygnalizowaliśmy już we wcześniejszym raporcie). Po pierwsze, spowolnienie gospodarcze w prosty sposób negatywnie przekłada się na zgłaszany popyt na rynku mieszkaniowym (EPD sprzedało w 2008 roku mieszkania we Wrocławiu za kwotę 6,3 mln zł, pozostała część będzie stanowić w roku bieżącym zapasy spółki przeznaczone pod sprzedaż). Dodatkowo, prace związane z inwestycją w Osiedle Książęce w Katowicach zakończyć się mają planowo z końcem 2009 roku, tak więc pierwsze przychody z projektu zaksięgowane zostaną najwcześniej w 2010 roku. Po drugie, Energomontaż-Południe posiada już bogaty portfel zamówień, który będzie realizowany dla niemieckiego sektora energetycznego. Biorąc pod uwagę umowę podpisaną pod koniec lutego 2009, przekracza on wyraźnie 200 mln zł.

Realizacja kontraktów zagranicą zdeterminowała spółkę do zawierania transakcji zabezpieczających ryzyko walutowe (EPD wykorzystuje kontrakty forward). Nie pozostało to bez wpływu na wynik IV kw.'08, w którym wycena otwartych pozycji walutowych na kontraktach wyniosła minus 7,4 mln zł, co jednak w znacznej części zostało zrekompensowane przez wzrost należności wynikających z realizacji kontraktów rozliczanych w walucie unijnej (+4,1 mln zł).

Podsumowując, pomimo różnic w sposobie księgowania transakcji sprzedaży oraz nie uwzględnienia w modelu wyceny kosztów aranżacji wnętrza przedmiotu umowy leasingu zwrotnego, zaprezentowane liczby były w zasadzie zgodne z naszymi szacunkami. Co więcej, struktura portfela przychodów spółki na najbliższe kwartały oraz obecna sytuacja na rynku budownictwa mieszkaniowego zdają się potwierdzać przyjęte założenia, co do jakości prezentowanych przez spółkę liczb w nadchodzących okresach, a tym samym daje podstawę do utrzymania pięciogwiazdkowej oceny spółki, z wyznaczoną

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

3,81

Istotne wsparcie

1,79

Istotny opór

2,84

Cena zamknięcia

2,55

Kapitalizacja

120,8 mln

C / Z

12,0x

Ceny akcji w złotych

wyceną jej akcji na podstawie modelu DCF na poziomie 3,81 zł.

Energomontaż-Południe EPD

Roczna sprzedaż (w mln)

239,9

Kapitalizacja (w mln)

185,9

Sektor

Budownictwo

Profil działalności

Energomontaż-Południe jest wiodącym polskim przedsiębiorstwem z zakresu świadczenia usług dla energetyki. Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest montaż, modernizacja i remonty urządzeń oraz instalacji energetycznych i przemysłowych. Ponadto formę uzupełnienia działalności stanowi produkcja spawanych konstrukcji stalowych oraz realizacja projektów deweloperskich.

Główni udziałowcy

Gasinowicz Renata	15,14 %
Gasinowicz Stanisław	10,06 %
Mikucki Andrzej wraz z Mikuckim Piotrem	9,07 %
Kamiński Radosław	4,91 %
Masiuk Sławomir	2,48 %
Free folat	58,34 %

Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)

	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	22,4	12,4	32,1	24,6	14,0
Zysk operacyjny	10,4	59,9	-249,4	116,4	37,9
Zysk netto	7,2	15,0	-212,8	59,7	153,9
Zysk na akcję (EPS)	0,1	10,6	-169,3	10,8	89,4

Wskaźniki rentowności

	2006	2007	2008	2009P	2010P
Marża brutto %	5,05	7,67	15,47	15,99	16,86
Marża na sprzedaż %	-2,1	3,7	8,6	9,5	5,8
Marża operacyjna %	-6,6	4,7	10,6	9,5	10,2
Marża netto %	-9,0	5,4	6,4	5,6	6,5

Wskaźniki efektywności

	2006	2007	2008	2009P	2010P*
ROE %	-29,3	13,6	13,7	13,4	11,1
ROA %	-8,6	6,4	5,0	4,6	5,3
ROIC %	-11,2	7,7	9,6	9,5	11,9
EVA	-15,7	-7,8	-10,8	-12,3	-7,2

*Uwzględnione podwyższenie kapitału spółki

Wskaźniki zadłużenia

	2006	2007	2008	2009P	2010P*
Stopa zadłużenia %	70,5	52,8	63,9	65,5	52,1
Obsługa zadłużenia	-1,8	3,8	2,2	2,0	5,1
Dług/EBITDA	-18,8	6,8	6,6	6,8	5,2

Uwzględnione podwyższenie kapitału spółki

Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

gWACC	12,6%	13,6%	14,6%	15,6%	16,6%
1%	5,9	5,5	5,1	4,7	4,5
2%	6,2	5,7	5,2	4,9	4,6
3%	6,5	5,9	5,4	5,0	4,7

Wydane rekomendacje

Data publikacji	Cena rynkowa	Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji
19-10-2009	3,91	★★★★★	Wysokie	5,20
22-06-2009	4,42	Wstrzymana	Wysokie	5,20
02-03-2009	2,55	★★★★★	Wysokie	3,81
04-02-2009	2,49	★★★★★	Wysokie	3,87

Wybrane dane finansowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P*
Sprzedaż	127,4	232,3	239,9	293,6	383,3
Koszty produktów	121,0	214,5	202,8	246,7	318,6
Marża brutto	6,4	17,8	37,1	46,9	64,6
Koszty sprzedaży	0,3	0,1	1,0	0,2	0,2
Koszty zarządu	8,8	9,2	15,5	19,0	24,8
Zysk na sprzedaży	-2,7	8,5	20,7	27,8	39,6
Poz. dział. oper.	-5,7	2,4	4,7	0,2	-0,5
Zysk operacyjny	-8,4	10,9	25,3	28,0	39,2
EBITDA	-5,0	15,1	29,8	34,5	47,1
Dział. finansowa	-0,6	5,7	-5,4	-7,1	-7,4
Zysk brutto	-9,0	16,6	19,9	20,9	31,8
Podatek	2,5	4,2	4,2	4,4	6,7
Inne obciążenia	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
Zysk netto	-11,5	12,4	15,3	16,5	25,1
EPS	-1,04	0,28	0,35	0,35	0,36

*Uwzględnione podwyższenie kapitału spółki

Mnożniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P*	2010P*
P/E	-32,1	29,5	23,9	22,3	14,6
EV/EBITDA	-86,7	28,5	14,4	12,5	9,1
EV/Sprzedaż	3,4	1,9	1,8	1,5	1,1
P/BV	9,4	4,0	3,3	3,0	1,6

*Uwzględnione podwyższenie kapitału spółki

Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	C/Z		EV/EBITDA	
	2009P	2010P	2009P	2010P
Hydrobudowa	8,6	7,7	8,0	7,4
Polmiex-Mostostal	12,6	13,7	7,7	7,9
Budimex	14,5	14,7	7,3	7,3
Rafako	18,2	12,7	4,8	4,2
Energomontaż-Północ	13,3	12,0	7,1	7,0
Alstom	11,8	13,3	6,3	6,8
Foster Wheeler	11,7	12,8	7,2	7,4
Alfa Laval AB	12,8	15,7	7,9	9,4
GRD LTD	8,9	11,1	6,7	7,8
Delachaux	14,2	12,4	9,3	8,5
Mediana	12,7	13,0	7,2	7,4
Energomontaż-Południe*	16,7	10,9	9,1	5,1
dyskonto/premia	32%	-16%	25%	-31%

*Uwzględnione podwyższenie kapitału spółki

METODOLOGIA OCENY SPÓŁKI DM BZ WBK



Jak nadajemy ocenę?

Krok 1 Wyceniamy bieżącą wartość spółki

Krok 2 Określamy poziom ryzyka spółki

Krok 3 Nakładamy premie do bieżącej wartości dla spółek o niskim ryzyku oraz dyskonto dla spółek o wysokim ryzyku (max premia 10%, max dyskonto -10%)

Krok 4 Nadajemy Ocenę DM BZ WBK

★★★★★
★★★★
★★★
★★
★

Cena rynkowa mniejsza o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
Cena rynkowa mniejsza o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
Cena rynkowa w przedziale -10 do +10% w stosunku do skorygowanej wartości bieżącej
Cena rynkowa większa o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
Cena rynkowa większa o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej

Jak sugerujemy dokonywać transakcje?

Kluczowym elementem naszego raportu jest Ocena DM BZ WBK. Uważamy, że spółki dla których wydaliśmy ocenę pięć oraz czterogwiazdkową są niedowartościowane i będą generować stopy zwrotu wyższe od wymaganych (WACC), natomiast spółki z ocenami trzygwiazdkowymi będą osiągać stopy zwrotu na poziomie WACC. Nie zawsze jednak kupno spółki bezpośrednio po wydaniu rekomendacji jest najlepszym momentem dokonania transakcji. Dlatego w naszym raporcie uwzględniliśmy również istotne poziomy cenowe wynikające z Analizy Technicznej. Poziomy w nagłówku raportu są optymalne z punktu widzenia AT, jednak nie można zagwarantować, że pułapy te zostaną osiągnięte. Więcej poziomów AT można znaleźć w komentarzu – „Ważne poziomy cenowe”.

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A., podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.05.183.1538 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.05.184.1539 z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.05.183.1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług maklerskich.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. Jego autorem jest Dom Maklerski BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednio dla danego inwestora. Niniejszy dokument nie będzie stanowił podstawy do uznania jego adresatów klientami Domu Maklerskiego BZ WBK S.A., ze względu na fakt jego otrzymania. 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. Zaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje związane z finansowaniem spółki: ENERGO MONTAŻ-POŁUDNIE S.A. („Emitent”) świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (instrumenty finansowe”). Dom Maklerski 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 Domu Maklerskiego 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.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, pomimo to, Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie przyjmuje odpowiedzialności za straty spowodowane jego wykorzystaniem i nie gwarantuje jego dokładności lub kompletności. Nie należy opierać się na niniejszym dokumencie jako takim i nie należy go wykorzystywać zamiast niezależnego osądu.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku. Niniejsza rekomendacja obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej wydania, nie dłużej jednak niż do czasu wydania następnej rekomendacji.

Dom Maklerski 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 przyjęte przez przygotowujących je analityków. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów dokumentu niniejszego.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie przygotowanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub wysłanym przez Dom Maklerski 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 Dom Maklerski 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.

Dom Maklerski 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. NINIEJSZY DOKUMENT ANI ŻADEN Z JEGO ZAPISÓW NIE BĘDZIE STANOWIŁ PODSTAWY DO ZAWARCIA UMOWY LUB POWSTANIA ZOBOWIĄZANIA. 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, JAPONI

ROZPOWŚZECZNIANIE 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.

ROZPOWŚZECZNIANIE LUB UDOŚTĘPNIENIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOŚTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWŚZECZNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNIEM ROZPOWŚZECZNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z (A) 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 UDOŚTĘPNIANE NA TERENIE JURYSDYKCJI POZA TERYTORIUM WIELKIEJ BRYTANII, W KTÓRYCH JEGO UDOŚTĘPNIANIE 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 EMITENTAMI. INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DOMU MAKLERSKIEGO BZ WBK S.A.

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

DOM MAKLERSKI 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 Dom Maklerski 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, 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/C/E - 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 księgowa
 ROE - zwrot na kapitale własnym

Emitent nie posiada akcji Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

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

Żądna 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 żądna 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, nie istnieją 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 Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie był stroną umowy mającej za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, mającej związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

Dom Maklerski 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. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. Usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Bank Zachodni WBK S.A., który jest powiązany z Domem Maklerskim BZ WBK S.A., nie otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta oraz nie zawarł umowy z Emitentem w sprawie świadczenia takich usług.

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

Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązanym z Domem Maklerskim BZ WBK S.A., nie jest pośrednio powiązany z Emitentem.

Dom Maklerski 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 nie łączą żadne inne stosunki umowne z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta (za wyjątkiem pełnienia roli animatora emitenta). Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji Dom Maklerski 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. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umowy brokerskich z klientami, w wykonaniu których Dom Maklerski BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której 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 Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Dom Maklerski 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.

Dom Maklerski 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 ZGODNĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODNĘ 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 000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 45 063 200 zł w całości wpłacony.

* Dom Maklerski BZ WBK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu, Pl. Wolności 15, 60-697 Poznań, wpisany do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy Poznań - Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 000006408, o kapitale zakładowym w wysokości 44 973 500 zł w pełni wpłaconym, NIP 778-13-59-968, będącym spółką zależną Banku Zachodniego WBK S.A., działającym pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.* Niniejszy dokument stanowi publikację handlową.