

13 maja 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>233,5 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>194,0 PLN</b>
Kapitalizacja	3,33 mld PLN
Free float	1,37 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	11,30 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Jerzy Wiśniewski	29,63%
Pionier Pekao IM	11,26%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	8,81%
AVIVA OFE Avila BZ WBK	9,39%
Pozostali	40,91%

**Strategia dotycząca sektora**

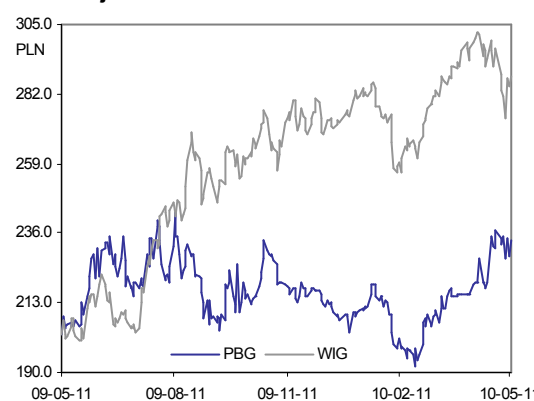
Wraz z malejącym udziałem kontraktów podpisanych w oparciu o ceny z roku 2008 w portfelu zamówień spółek, ryzyko inwestowania w spółki budowlane rośnie. Potencjał do zaskoczeń pozytywnych dostrzegamy w przypadku segmentu energetycznego. Na tle całej branży budowlanej, którą postrzegamy sceptycznie, rekomendujemy przeważanie konserwatywnie wycenianych spółek z ekspozycją na energetykę.

**Profil spółki**

PBG jest wysoce wyspecjalizowaną firmą budowlaną, realizującą obiekty ekologiczne, instalacje z segmentu gazu ziemnego i ropy naftowej, zbiorniki paliw, a także świadczącą usługi budownictwa ogólnego. Spółka produkuje także konstrukcje stalowe, a w przyszłości planuje zająć się działalnością deweloperską.

**Ważne daty**

31 sierpnia 2010 - wyniki PSr 2010  
15 listopada 2010 - wyniki Q3 2010

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# PBG

PBGG.WA; PBG.PW

## Sprzedaj

(Podtrzymana)

### PBG gra va banque

**Podtrzymujemy opinię, że PBG jest zakładnikiem wysokich oczekiwań. Uważamy, że utrzymanie marż na poziomie dwukrotnie wyższym niż w przypadku innych spółek z branży nie jest możliwe. PBG stara się zapobiec naturalnemu spadkowi wyników finansowych poprzez dynamiczny rozwój w segmencie drogowych i energetycznym. Doświadczenia i kompetencje PBG w tych segmentach są raczej ograniczone. Jednocześnie, PBG sięga po największe i najbardziej prestiżowe kontrakty na rynku. Niestety, kontrakty te cechują się dodatkowo ponadprzeciętnym ryzykiem. Zgodnie z prognozą, udział nowych segmentów (energetyka, drogi, działalność deweloperska) w przychodach PBG w 2012 roku wyniesie około 40%. Na podstawie zaktualizowanego modelu wyceny, uważamy, że obecna cena rynkowa w pełni dyskontuje perspektywy wzrostu przychodów PBG (w tym uczestnictwo w budowie 2 bloków energetycznych i ponad 1 mld PLN przychodów z segmentu drogowego w 2012 roku). Zarząd na koniec 2010 roku oczekuje portfela zleceń na poziomie 4,5-6,5 mld PLN. Nasza prognoza dyskontuje portfel zleceń na koniec 2010 roku w wysokości około 6,25 mld PLN (tzn. jest stosunkowo optymistyczna). Z uwagi na zapowiedź prezesa dotyczącą możliwości do pozyskania kontraktów drogowych na kwotę 2,5 mld PLN (w siłach własnych), podwyższamy nasze prognozy i wycenę spółki, nie zmieniając jednocześnie naszej rekomendacji inwestycyjnej. Uważamy, że znacznie lepszą ekspozycją na inwestycje sektora energetycznego jest Polimex Mostostal, Mostostal Warszawa i Rafako. Wyceny tych spółek dyskontują marże na poziomie typowym dla branży. Boom w rozstrzygnięciach przetargów drogowych w dużej mierze jest już za nami. Rekomendujemy sprzedaż walorów PBG.**

**Wyniki Q1 2010 tylko pozornie są lepsze od oczekiwań**

Nominalnie pozytywne zaskoczenie na poziomie EBIT i zysku netto jest duże. Źródłem zaskoczenia jest jednak wyłącznie poziom przychodów. Zakładaliśmy, że przychody te zostaną rozpoznane w kolejnych kwartałach. Wyższe przychody w Q1 2010 nie wpływają na prognozę przychodów w całym 2010 roku. Zwracamy również uwagę, że w stosunku do naszej prognozy, wynik brutto na sprzedaży powiększyło rozwiązanie rezerwy na kwotę 8 mln PLN (zdarzenie jednorazowe).

**Prognoza zarządu a prognoza DI BRE**

Zgadamy się, że prognoza zarządu PBG jest konserwatywna na poziomie przychodów. Zapowiadane przez prezesa PBG kontrakty o wartości 5 mld PLN (2,5 mld PLN w siłach własnych PBG) pozwolą naszym zdaniem na przekroczenie prognoz o 10%. Jednocześnie, sądzimy, że prognozy na poziomie oczekiwanych rentowności są zbyt optymistyczne. Głównym poziomem odchylenia między oczekiwaniami DI BRE a PBG jest oczekiwana rentowność w segmencie drogowym (rentowność nowych kontraktów).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	2 089,3	2 578,0	3 295,0	3 923,6	4 501,4
EBITDA	270,6	333,6	338,9	330,8	339,5
marża EBITDA	12,9%	12,9%	10,3%	8,4%	7,5%
EBIT	223,4	286,5	288,6	280,1	288,6
Zysk netto	158,0	210,6	214,9	221,2	228,3
P/E	19,8	15,8	15,5	15,1	14,6
P/CE	15,3	13,0	12,6	12,3	12,0
P/BV	3,1	2,4	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	14,8	12,1	10,8	10,7	10,0
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	1,3%	2,1%

## Wyniki Q1 2010

### Wyniki Q1 2010: czy aby na pewno pozytywne zaskoczenie?

Wyniki PBG za Q1 2010 pozornie zaskakują pozytywnie. Spółka wygenerowała przychody o 34,3% wyższe od naszych założeń i o 25,7% wyższe od konsensusu prognoz. Przy wyższych przychodach niższa od naszych oczekiwań była marża brutto ze sprzedaży (10,4%, prognoza: 11,3%). Koszty zarządu wyniosły 24,8 mln PLN (prognoza: 27,9 mln PLN). Pomimo niższej marży brutto ze sprzedaży, wyższy wolumen przychodów pozwolił na wygenerowanie wyższego EBIT (23,9 mln PLN, prognoza: 11,6 mln PLN, konsensus: 19,6 mln PLN). Wyższy EBIT przyczynił się do znacznie wyższego niż nasze założenia i prognoza wyniku netto. Mimo nominalnego zaskoczenia pozytywnego, nie oceniamy pozytywnie wyników Q1 2010. Zwracamy uwagę, że:

- lepszy rezultat Q1 2010 wynika z niedoszacowania przez nas i przez konsensus przychodów w Q1 2010 w porównaniu do oczekiwanych przychodów kolejnych kwartałów (przeszacowanie efektu zimy);
- wyższe przychody Q1 2010 nie mają wartości prognostycznej, ma ją za to portfel zleceń na pozostałe kwartały w wysokości 2,3 mld PLN oraz prognoza zarządu zakładająca 3 mld PLN przychodów w 2010 roku. Prognoza przychodów dokonana przez zarząd jest niższa od naszych założeń (3,3 mld PLN);
- marża brutto na sprzedaży była niższa niż nasze oczekiwania (10,4%, prognoza: 11,3%);
- pozytywnym aspektem były niższe niż prognozowane koszty zarządu (24,8 mln PLN, prognoza: 27,9 mln PLN);
- Hydrobudowa 9 rozwiązała na poziomie kosztów własnych sprzedaży rezerwę na kwotę 8 mln PLN. Korygując marżę brutto ze sprzedaży o wartość utworzonej rezerwy, otrzymujemy marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 8,8%, EBIT w wysokości 15,9 mln PLN i zysk netto w wysokości 11,3 mln PLN;
- bardzo słaby był wynik segmentu drogowego: 4,4 mln PLN straty netto Aprivia, marża segmentu wody: 7,5%;
- dobry okazał się wynik segmentu budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego (marża: 9,7%), pomimo księgowania w segmencie wyniku na kontraktach stadionowych;
- waga wyniku Q1 2010 w kontekście wyników całorocznych jest niska. Udział wyniku Q1 2010 to odpowiednio 15,6% prognozy rocznej na poziomie przychodów, 8% na poziomie EBIT i 8,1% na poziomie zysku netto;
- wpływ na możliwość wykonania prognozy całorocznej będą miały głównie wyniki kolejnych kwartałów.

### Wyniki PBG Q1 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody	469,0	349,3	34,3%	373,1	25,7%	349,1	34,3%
Zysk brutto	48,7	39,5	23,3%	-	-	60,3	-19,3%
%	10,4%	11,3%	-	-	-	17,3%	-
EBIT	23,9	11,6	106,4%	19,6	22,1%	34,8	-31,2%
Zysk brutto	22,8	2,6	769,8%	-	-	25,3	-9,7%
Zysk netto	17,8	2,1	735,9%	10,8	64,5%	23,2	-23,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG, PAP

### Wyniki PBG Q1 2010 korygowane o efekt odwrócenia rezerwy (8 mln PLN)

(mln PLN)	Q1 2010 korygowane	Q1 2010P	Różnica
Przychody	461,0	349,3	32,0%
Zysk brutto	40,7	39,5	3,0%
%	8,8%	11,3%	-
EBIT	15,9	11,6	37,4%
Zysk brutto	14,8	2,6	465,0%
Zysk netto	11,3	2,1	431,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG, PAP

Na zbyt niskie zakładane przez nas i konsensus przychody w Q1 2010 wpłynęło przeszacowanie efektu silnej zimy. Jednocześnie, w niewystarczającym stopniu dyskutowaliśmy, że istotnie zmieniła się struktura portfela zamówień spółki (przybyło typowych zleceń budowlanych, których możliwość realizacji w Q1 2010 w porównaniu do zleceń z segmentów specjalistycznych jest większa).

**Udział przychodów Q1 w przychodach całorocznych (2004-2010P)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P*
Udział wyniku Q1 w wyniku rocznym	7,8%	9,4%	11,4%	9,7%	14,8%	12,8%	14,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG, \* w odniesieniu do prognozy DI BRE, 15,6% w odniesieniu do prognozy zarządu; rok 2007 i 2008: łagodna zima; rok 2006 i 2010: mroźna i śnieżna zima

Pomimo wyższych o 120 mln PLN przychodów, marża brutto ze sprzedaży jest niższa od naszych założeń. Wynosi ona 10,4% (prognoza: 11,3%). Podczas konferencji poświęconej wynikom PBG wiceprezes przyznał, że na wynik pozytywnie wpłynęło odwrócenie rezerwy na jednym z kontraktów na kwotę 8,8 mln PLN (skorygowana marża brutto: 8,8%). Tradycyjnie najlepszy wynik brutto ze sprzedaży wygenerowany został w segmencie ropy i gazu (stare kontrakty z PGNiG). Zaskakuje nas tak niska marża w segmencie wody (negatywnie), jak i relatywnie wysoka marża w segmencie budownictwa przemysłowego i mieszkaniowego (relatywnie pozytywnie, zważywszy, że w tym segmencie księgowane są kontrakty stadionowe). Z drugiej strony negatywnie zaskakuje nas bardzo niska, ujemna marża w segmencie drogowym. Zgodnie z komentarzem zawartym w raporcie Aprivia w Q1 2010 wygenerowała nieco ponad 20 mln PLN przychodów, 2,9 mln PLN straty brutto na sprzedaży, 5,2 mln PLN straty EBIT i 4,4 mln PLN straty netto. Duży wpływ na wyniki spółki miała zima i deficyt kontraktów.

**Marże brutto w segmentach działalności**

Segment	Udział w przychodach	Marża brutto na sprzedaży
Gaz ziemny i ropa naftowa	20,0%	19,1%
Woda	27,0%	7,5%
Budownictwo przemysłowe i mieszkaniowe	47,0%	9,7%
Drogi	3,0%	-22,6%
Inne	3,0%	19,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

Wyższe przychody przy niższej niż oczekiwana marży i niższych niż zakładane kosztach zarządu zapewniają wyższy EBIT. Wpływ pozostałej działalności operacyjnej jest w pełni neutralny, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Znacznie lepszy wynik zaś powstał na poziomie pozostałej działalności finansowej (wynik: -1,1 mln PLN, prognoza: -9,0 mln PLN). Wpływ na wynik mają znacznie niższe koszty odsetkowe netto. Można to tłumaczyć udzielonymi przez grupę wysoko marżowymi pożyczkami. Ostatecznie, podatek zapłacony w Q1 2010 wyniósł 5,4 mln PLN, strata akcjonariuszy mniejszościowych 0,33 mln PLN, zaś wynik netto 17,8 mln PLN.

**Wyniki Q1 2010 Hydrobudowy Polska**

Poniżej prezentujemy wyniki Hydrobudowy za Q1 2010. Źródła lepszych niż nasze oczekiwania wyników są podobne, jak w przypadku PBG (wyższe przychody, przy zbliżonych do naszych założeń marżach, rozwiązanie rezerwy na 8 mln PLN).

**Wyniki Hydrobudowy Polska vs. prognoza i konsensus PAP**

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody	322,7	242,2	33,2%	300,0	7,6%	209,4	54,1%
Zysk brutto	24,9	18,2	37,3%	-	-	25,1	-0,6%
%	7,7%	7,5%	-	-	-	12,0%	-
EBIT	11,6	5,5	109,3%	8,4	38,2%	14,9	-22,1%
Zysk brutto	11,4	2,2	419,5%	-	-	3,7	212,6%
Zysk netto	8,9	1,8	399,2%	6,0	48,4%	7,1	24,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Hydrobudowa Polska, PAP

**Hydrobudowa Polska: marże brutto w segmentach działalności**

Segment	Udział w przychodach	Marża brutto ze sprzedaży
Woda	34,9%	5,2%
Budownictwo przemysłowe i mieszkaniowe	62,3%	9,3%
Drogi	1,0%	1,9%
Inne	1,8%	6,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Hydrobudowa Polska

## Prognozy wyników PBG w latach 2010-2014

### Prognoza wyników na rok 2010

#### Prognoza wyników rocznych RS 2010

Zarząd PBG, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, opublikował prognozę wyników rocznych w 2010 roku, zakładającą poprawę wyników spółki r/r. Jednocześnie, na konferencji poświęconej wynikom Q1 2010, zarząd przyznał, że prognoza jest konserwatywna, gdyż nie w pełni uwzględnia złożone najkorzystniejsze oferty w przetargach drogowych na kwotę 5 mld PLN (2,5 mld PLN w siłach własnych Grupy PBG). Zgadza się z opinią zarządu, że prognoza jest konserwatywna na poziomie przychodów, dlatego też zakładamy przychody o około 10% wyższe, niż prognozują spółka. Jednocześnie uważamy, że prognoza zarządu może być nadmiernie optymistyczna na poziomie oczekiwanych marż w segmencie drogowym. Scenariusz niższych marż w segmencie drogowym niż prawdopodobnie zakłada zarząd spółki uwzględniamy w prognozach.

#### Prognoza wyników w 2010 roku

(mln PLN)	PBG	DI BRE	RS 2009
Przychody	3000,0	3295,0	2578,0
EBIT	300,0	288,6	286,5
Zysk netto	220,0	214,9	210,6

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

#### Kontrakty drogowe za 5 mld PLN (2,5 mld PLN w siłach własnych)

Prezes PBG, wskazując na możliwość przekroczenia prognoz i rewizji szacunków w Q3/Q4 2010, wskazuje na możliwe podpisanie kontraktów drogowych za 5 mld PLN (2,5 mld PLN w siłach własnych). We wszystkich kontraktach PBG występować będzie w konsorcjum, z udziałem własnym na poziomie 50%. Trzy z wymienionych kontraktów są jawne, przy czym w jednym przypadku nastąpił już wybór oferty spółki. Sądzymy, że kontrakt, gdzie nastąpił wybór oferty spółki, jest uwzględniony w prognozie z bardzo dużym prawdopodobieństwem podpisania. W pozostałych dwóch przypadkach konsorcjum z udziałem PBG złożyło najniższą ofertę, jednak GDDKiA jeszcze nie dokonała jej wyboru. W takim przypadku prawdopodobieństwo, z jakim spółka uwzględniła kontrakt w prognozie, może być zbliżone do 50%. Łącznie trzy kontrakty drogowe mają wartość 2,6 mld PLN (1,3 mld PLN w siłach własnych). Pozostałe kontrakty nie są jawne, można się jednak domyślać, że chodzi o zlecenia, w przypadku których najniższa cenowo oferta może być odrzucona (na korzyść PBG) lub wykonawca będzie chciał dopuścić PBG do udziału w budowie.

#### Kontrakty drogowe za 5 mld PLN (2,5 mld PLN w siłach własnych)

Nazwa	Wartość (mln PLN)	Udział PBG (mln PLN)	Status
Odcinek drogi S5 z obwodnicą Bojanowa i Rawicza	948,2	474,1	Wybór oferty
Odcinek A1 Brzeziny - Kowal	707,0	353,5	Najniższa cena
Odcinek A1 Czerniewice - Brzeziny	934,0	467,0	Najniższa cena
Pozostałe niejawne kontrakty	2410,8	1205,4	-
Suma	5000,0	2500,0	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

#### Oczekiwane marże na nowych kontraktach drogowych

Oczekujemy, że marże na nowych kontraktach drogowych będą na poziomie rynkowym (7-7,5% brutto na sprzedaży). Marża 7-7,5% brutto po kosztach zarządu w wysokości 3,9% przychodów daje marżę EBIT na poziomie około 3,1-3,6%. Nie zauważamy dużych przewag konkurencyjnych, którymi dysponować mogłaby Grupa PBG. W przypadku kontraktów na budowę autostrady A1, pewnym, choć ograniczonym atutem może być niewielka odległość od Włocławka (siedziba oddziału Hydrobudowy Polska). Może to wpływać na pewne, choć ograniczone, ułatwienia w kontraktowaniu podwykonawców prac ziemnych. Hydrobudowa Polska jest typową spółką realizującą generalne wykonawstwo. Odległość budów S5 i A1 od siedziby PBG i Aprivii to około 100 km. Odległość od kamieniołomów PBG jest znaczna, w efekcie, korzystanie z ich usług raczej nie będzie uzasadnione (kamieniołomy znajdują się na Dolnym Śląsku). Pewnym, choć raczej niewielkim atutem, jest lokalizacja Dromost w pobliżu budowy S5, zaś Betpol w pobliżu budowy A1 (podwykonawcze spółki drogowe grupy Aprivia).

## Prognoza wyników na lata 2010-2014

### Drogi, energetyka i działalność deweloperska ujęta w prognozach

W najnowszych prognozach zdecydowaliśmy się na wyodrębnienie segmentu energetycznego, drogowego i działalności deweloperskiej, a także połączenie (zgodnie z najnowszą prezentacją w raporcie PBG) segmentu paliw oraz gazu ziemnego i ropy naftowej. Prognozy opieramy na istniejącym portfelu zleceń Grupy PBG (poniżej), a także potencjalnych, możliwych do pozyskania zleceniach. Poniżej prezentujemy prognozy, a następnie portfel zleceń PBG w segmentach i założenia, na których bazuje prognoza.

### Prognoza wyników Grupy PBG w latach 2010-2014

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Grupa PBG</b>					
Przychody	3 295,0	3 923,6	4 501,4	4 765,9	5 023,5
Zysk brutto	397,2	428,9	460,1	487,5	515,2
Marża %	12,1%	10,9%	10,2%	10,2%	10,3%
<b>Gaz ziemny, ropa naftowa i paliwa</b>					
Przychody	815,0	1 025,0	1 096,8	1 173,5	1 255,7
Zysk brutto	191,5	194,8	164,5	176,0	188,4
Marża %	23,5%	19,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>Woda</b>					
Przychody	815,0	815,0	855,8	907,1	970,6
Zysk brutto	69,3	66,0	69,3	73,5	78,6
Marża %	8,5%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>Energetyka</b>					
Przychody	0,0	300,1	565,0	632,8	683,4
Zysk brutto	0,0	24,3	45,8	51,3	55,4
Marża %	-	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>Budownictwo ogólne</b>					
Przychody	1030,0	680,6	728,3	779,2	833,8
Zysk brutto	83,8	55,1	59,0	63,1	67,5
Marża %	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>Budownictwo drogowe</b>					
Przychody	605,0	1088,9	1121,5	1132,7	1132,7
Zysk brutto	45,4	78,9	84,1	85,0	85,0
Marża %	7,5%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%
<b>Działalność deweloperska</b>					
Przychody	25,0	0,0	119,7	125,7	131,9
Zysk brutto	4,7	0,0	27,3	28,3	29,7
Marża %	18,8%	-	22,8%	22,5%	22,5%
<b>Wynajem nieruchomości</b>					
Przychody	5,0	14,0	14,4	14,9	15,3
Zysk brutto	2,5	9,8	10,1	10,4	10,7
Marża %	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

### Portfel zamówień PBG na lata 2010-2012 (mln PLN)

Segment	2010 Q2-Q4	Wynik Q1 2010	Backlog '10 + Q1 '10	2011	2012
Gaz i ropa, paliwa	724	91	815	621	286
Woda	687	128	815	424	14
Budownictwo	809	221	1030	340	
Drogi	80	13	93	15	
		16	16		
Suma	2300	469	2769	1400	300

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

## Uzasadnienie prognoz w segmentach

### Stabilny wzrost w gazie ziemnym, ropie naftowej i paliwach

Przewidujemy, że w kolejnych latach PBG może liczyć na stabilny wzrost przychodów w segmencie gazu ziemnego, ropy naftowej i paliw. Liczba kontraktów dostępnych na rynku jest zadowalająca, zaś konkurencja pozostaje umiarkowana. Spośród potencjalnych kontraktów wymienić można nie tylko terminal LNG, ale towarzyszącą mu infrastrukturę, a także wybrane planowane inwestycje PGNiG. W prognozach uwzględniamy możliwość zdobycia kontraktu na budowę terminalu LNG z prawdopodobieństwem 33%. Gdyby PBG zdobyło kontrakt, mogłoby liczyć na przychody w wysokości około 300 mln PLN w latach 2011-2013. Wpływ zlecenia na wyniki 2010 roku jest marginalny. W prognozach uwzględniamy spadek marż, wynikający z zakończenia pozyskanych w wyjątkowo dobrym okresie (rok 2008) kontraktów z PGNiG.

### Stagnacja w segmencie wody

Przewidujemy stagnację w przychodach segmentu wody, nie wykluczamy nawet spadku przychodów w segmencie w 2011 roku. Niskie oczekiwania wynikają z ograniczonego portfela zamówień, ograniczonej liczby dostępnych na rynku dużych kontraktów oraz wzrostu konkurencji. Uważamy, że jednym z czynników pokazujących redukcję zaangażowania PBG w segmencie, jest planowana sprzedaż Infra. W oczekiwaniach uwzględniamy również kontrakty hydrotechniczne. Ich wolumen nie jest jednak na tyle duży, aby móc zapewnić dynamikę przychodów w segmencie (bierzemy pod uwagę konkurencję, liczymy wartość oczekiwaną). Kolejnym czynnikiem spadku przychodów w segmencie jest skierowanie mocy wykonawczych spółki do innych segmentów (energetyka, drogi). Marże zakładane w segmencie nie odbiegają istotnie od oczekiwanych marż na działalności budowlanej.

### Rozwój segmentu energetycznego

W prognozach uwzględniamy rozwój segmentu energetycznego na zasadzie współpracy z zagranicznym partnerem. W prognozach uwzględniamy wzrost przychodów w segmencie z 0 PLN w 2010 roku do 565 mln PLN w 2012 roku. Prognoza dyskontuje w 2012 roku udział w budowie bloków o mocy 1500 MW (koszt: 1,25 mln EUR/MW, EUR/PLN = 4, 4 lata budowy, 30% udziału w konsorcjum). Oczekiwany wzrost przychodów w segmencie w ciągu 2 lat (2010 – 2012) to 565 mln PLN (prognozy dla Rafako zakładają w tym samym okresie wzrost przychodów o 638,6 mln PLN). Nieznacznie wyższe prognozy dla Rafako wynikają z większego portfela zleceń spółki i nieporównanie większego doświadczenia Rafako. Zwracamy również uwagę na poziom marż: marża na poziomie 8,1% brutto na sprzedaży (4,2% EBIT) nie odbiega istotnie od założeń dotyczących Rafako (marża EBIT = 4,1-4,3%). Zwracamy uwagę, że prognoza dotycząca Rafako jest bardziej zachowawcza, gdyż Rafako posiada więcej atutów niż PBG. Rafako może zaprojektować i wytworzyć duży kocioł, czym zyskuje kluczowy udział w formowaniu konsorcjum na budowę bloku. Spółka posiada też bardzo duże doświadczenie w pracach dla modernizacyjnych energetyki. Prasowe spekulacje przewidują współpracę PBG z Alstomem, co oznacza współpracę z najsilniejszą spółką na rynku polskim i jedną z wiodących firm na świecie. Pozycja PBG w takim konsorcjum jest relatywnie słaba. W dodatku, PBG ogranicza się do wykonania prac budowlanych, w ramach których konkurencja może być spora, a możliwość zastąpienia PBG tańszym partnerem znacząca.

### Koniec budowy stadionów = spadek przychodów w segmencie budownictwa

Pierwotnie PBG i Hydrobudowa zdecydowały się na pozyskanie kontraktów na budowę stadionów w celu wypełnienia luki, wynikającej z deficytu kontraktów ekologicznych. Nie przewidujemy w przyszłości bardzo wielu dużych kontraktów z dziedziny budownictwa ogólnego, uważamy też, że zasoby Grupy będą kierowane do segmentu drogowego i energetycznego. W przyszłości zakładamy w segmencie marże na poziomie charakteryzującym najlepsze spółki z branży (np. Erbud).

### Duży wzrost w segmencie drogowym

Zgodnie z wcześniejszym opisem, zakładamy bardzo duży, skokowy wzrost przychodów z segmentu drogowego. Wzrost przychodów to wpływ opisywanych już potencjalnych kontraktów za 5 mld PLN, 2,5 mld PLN w siłach własnych. Zakładamy, że marże na realizowanych zleceniach będą na poziomie typowym dla branży (oczekiwane marże są na porównywalnym poziomie do naszych założeń w przypadku Budimexu). W prognozach nie uwzględniamy pozyskania wielu kolejnych nowych kontraktów, gdyż uważamy, że zlecenia za 2,5 mld PLN w bardzo znacząco angażują moce przerobowe Grupy PBG.

### Rozwój działalności deweloperskiej

W prognozach zakładamy rozwój działalności deweloperskiej PBG Dom, a mianowicie: rozpoczęcie w połowie 2010 roku projektów deweloperskich w Gdańsku (4 tys. PUM, przychody: 20 mln PLN) i Poznaniu (5,5 tys. PUM, przychody: 33 mln PLN). W prognozach

uwzględniamy też rozpoczętą inwestycję w Kijowie (ok, 16 tys. PUM, przychody: 66,7 mln PLN, zakładana marża brutto: 25%). Zakładamy, że przychody z wszystkich inwestycji będą w pełni rozpoznawane w 2012 roku, zaś w kolejnych latach PBG będzie utrzymywać porównywalną skalę działalności. Marże oraz poziom zapasów w długim terminie zakładamy na poziomie właściwym dla Dom Development. W prognozach osobno uwzględniamy też wynik na wynajmie obiektu Skalar Office Park (ukończenie: połowa 2010 roku)

## Prognozy wyników oczyszczone o zdarzenia jednorazowe

### Brak ujęcia wyniku Hydrobudowy 9 w wyniku akcjonariuszy mniejszościowych

W naszych prognozach na rok 2010 zakładamy jedynie 4,2 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych (2009: 11,4 mln PLN, 2008: 29,7 mln PLN). Spadek wyniku akcjonariuszy mniejszościowych wynika z:

- dużego oczekiwanego pogorszenia rezultatów Hydrobudowy Polska (poniżej prognoza)
- braku uwzględnienia wyniku Hydrobudowy 9 w wyniku akcjonariuszy mniejszościowych PBG
- struktury wyniku Grupy Hydrobudowy Polska w 2010 roku (bardzo słaby wynik jednostkowy Hydrobudowy, przyzwoity wynik Hydrobudowy 9).

PBG nabywało akcje Hydrobudowy 9 w 2007 roku. W komunikacie z 31 października 2007 PBG informuje, że nabyło łącznie 69,16% walorów Hydrobudowy za kwotę 55,35 mln PLN. Następnie, PBG osiągnęło 100% udziałów w spółce, dokapitalizowało firmę, zaś w 2008 roku wniosło spółkę do zależnej Hydrobudowa Polska za 326,4 mln PLN. Przed przejściem Hydrobudowy 9 przez PBG, spółka dokonała w 2006 roku dużego odpisu, w efekcie, wynik netto Hydrobudowy 9 za rok 2006 wyniósł -176,6 mln PLN. Polityka tworzenia bardzo dużych rezerw przez przejmowaną spółkę na rok przed konsolidacją przez PBG jest typowe dla strategii przejść PBG. Po dokonaniu odpisów w 2006 roku, kapitały własne Hydrobudowy Polska spadły poniżej zera. Na koniec 2009 roku wynosiły około 125 mln PLN. Zgodnie z MSR, konsolidacja wyniku spółek zależnych z ujemnymi kapitałami własnymi odbywa się w 100%, bez względu na udziały mniejszości.

Podsumowując, gdyby Hydrobudowa 9 nie posiadała ujemnych kapitałów własnych, wynik akcjonariuszy mniejszościowych byłby wyższy o 10 mln PLN, co jednocześnie oznacza wynik akcjonariuszy jednostki dominującej (PBG) niższy o 10 mln PLN. Przewidujemy, że jeszcze przez trzy lata kapitały własne Hydrobudowy 9 pozostaną ujemne. Zakładamy jednak, że w przyszłych latach marże generowane jednostkowe generowane przez Hydrobudowa Polska zbliżą się do marż Hydrobudowy 9.

### Prognoza wyników 2010 oczyszczona o zdarzenia jednorazowe

Poniżej dokonujemy prezentacji prognozy wyników roku 2010, oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe:

- rozwiązanie rezerwy na poziomie kosztów własnych sprzedaży w kwocie 8 mln PLN
- pomijamy pozostałe przychody operacyjne netto w wysokości 20,5 mln PLN (9 mln PLN: wycena nieruchomości Hydrobudowy 9, 5,5 mln PLN: wycena centrum biurowego Skalar)
- brak uwzględnienia wyniku akcjonariuszy mniejszościowych Hydrobudowy Polska, w części odnoszącej się do wyniku Hydrobudowa 9

### Prognoza wyników PBG w 2010 roku, oczyszczona o zdarzenia jednorazowe

(mln PLN)	2010P	2010P skorygowane
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 295,0</b>	<b>3 287,0</b>
Zysk brutto na sprzedaży	397,2	389,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	12,1%	11,8%
<b>EBIT</b>	<b>288,6</b>	<b>260,1</b>
<i>marża EBIT</i>	8,8%	7,9%
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-4,2	-11,2
<b>Zysk netto</b>	<b>214,9</b>	<b>184,8</b>
<i>zmiana</i>	2,0%	-12,3%
<i>marża</i>	6,5%	5,6%
P/E	15,6	18,1
EV/EBITDA	10,7	11,7

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

**Prognoza wyników Hydrobudowa Polska na rok 2010**

(mln PLN)	2010P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 730,0</b>
<i>zmiana</i>	3,2%
Koszt własny sprzedaży	1 612,7
Zysk brutto na sprzedaży	117,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	6,8%
Koszty sprzedaży	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-55,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-4,0
<b>EBIT</b>	<b>57,7</b>
<i>zmiana</i>	-49,9%
<i>marża EBIT</i>	3,3%
Wynik na działalności finansowej	-10,3
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>47,5</b>
Podatek dochodowy	-7,6
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>39,9</b>
<i>zmiana</i>	-59,3%
<i>marża</i>	2,3%
<b>P/E</b>	<b>19,0</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>11,7</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Strategia PBG obarczona jest bardzo dużym ryzykiem

### Strategia wysokiego ryzyka

Warto zwrócić uwagę, że zgodnie z naszymi prognozami PBG będzie coraz więcej przychodów generowało z nowych segmentów działalności. Rodzi to ryzyka związane z rozwojem spółki poza core business (potencjalne koszty wejścia).

### Ryzyka w segmencie energetycznym

W segmencie energetycznym PBG nie posiada wcześniejszych doświadczeń. Pewnym, choć ograniczonym atutem, jest posiadany pakiet 25% walerów Energomontażu Południe. Spółki z Grupy wykonywały historycznie prace technicznie zbliżone do prac związanych z budową bloków energetycznych, są to jednak zakresy, które może wykonać bardzo wiele innych firm (roboty budowlane, instalacje wodne, ogólne konstrukcje stalowe). Zgodnie z medialnymi spekulacjami, PBG stara się o współpracę z Alstomem w ramach składania ofert na budowę bloków energetycznych. Największym czynnikiem ryzyka pozostaje nierówny bilans sił obu spółek. Alstom posiada wszelkie atuty (ogromny światowy koncern; możliwość produkcji kotła, generatora i turbiny, ogromne doświadczenie w realizacjach dla energetyki na świecie i w Polsce). W efekcie, można naszym zdaniem oczekiwać, że podział marż pomiędzy członków konsorcjum nie będzie równy, zaś PBG przypadnie marża za typowe prace budowlane (3-4% EBIT). Dodatkowo zwracamy uwagę, że pozycja Alstoma jest tak silna, że koncern w każdej chwili może znaleźć sobie innego partnera, gdyby PBG oczekiwało zbyt wysokiego wynagrodzenia. Trudno na razie wypowiedzieć się na temat możliwości innej konfiguracji konsorcjum w przypadku przetargów na bloki gazowe. Wydaje nam się jednak, że w dziedzinie bloków gazowych, kompetencje PBG mogą być trochę większe (doświadczenie w budowie instalacji dla PGNiG i nie tylko), spółka będzie więc chciała znaleźć słabszego partnera.

### Segment drogowy: duże przychody = duże ryzyko

Kontrakty drogowe za 2,5 mld PLN w siłach własnych mogą zostać podpisane w połowie 2010 roku. Wybory ofert miały miejsce w połowie Q1 2010, co oznacza, że kalkulacja ofert mogła mieć miejsce jeszcze pod koniec 2009 roku. PBG może zakontraktować prace po podpisaniu kontraktów, tzn. w II połowie 2010 roku. Spory odstęp czasowy i brak doświadczeń w zakresie

generalnego wykonawstwa w segmencie drogowym generuje ryzyka niższych, niż oczekiwane przez spółkę, marż na realizacji prac. Zwracamy uwagę, że do tej pory PBG w segmencie drogowym działało jedynie w zakresie podwykonawstwa, nie mamy pewności, czy spółka poradzi sobie z bardzo dużymi kontraktami na zasadzie generalnego wykonawstwa.

### Oczekiwany wzrost udziału nowych segmentów w wynikach Grupy PBG

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody Grupy PBG	3 295,0	3 923,6	4 501,4	4 765,9	5 023,5
W tym energetyka, drogi, dz. deweloperska	635,0	1 403,0	1 820,6	1 906,0	1 963,4
Udział nowych segmentów w przychodach PBG	19,3%	35,8%	40,4%	40,0%	39,1%

Źródło: Dł BRE Banku S.A., PBG

## Wycena akcji PBG

Wycenę akcji PBG dokonaliśmy przy wykorzystaniu metody porównawczej i metody DCF. Wyznaczamy cenę docelową dla PBG w wysokości 194 PLN i rekomendujemy sprzedaż akcji spółki.

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	176,8	75%
Wycena metodą porównawczą	189,3	25%
Średnia	179,9	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>194,0</b>	

### Wycena metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla PBG są polskie spółki budowlane. Przy wykorzystaniu wskaźników P/E i EV/EBITDA na lata 2010-2012, stwierdzamy, że PBG notowane jest z blisko 19,0% premią.

#### Analiza porównawcza akcji PBG na tle branży budowlanej

	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Budimex	13,7	15,8	15,7	11,0	11,0	10,6
Erbud	12,9	13,3	11,8	9,1	8,6	7,3
Elektrobudowa	17,0	15,3	13,1	10,5	9,1	7,6
Mostostal Warszawa	12,8	14,5	13,0	7,0	7,4	6,3
Polimex Mostostal	15,0	14,5	10,3	8,8	8,1	6,3
Rafako	17,2	14,5	13,1	9,4	7,4	6,2
Trakcja Polska	16,6	16,4	12,5	8,8	8,2	5,6
Unibep	13,8	13,0	12,6	9,2	7,4	6,8
<b>Mediana</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,6</b>
<b>PBG</b>	<b>15,5</b>	<b>15,1</b>	<b>14,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>	<b>10,0</b>
Premia (dyskonto)	7,8%	4,0%	14,6%	18,3%	31,1%	52,3%
Waga wskaźnika	20,0%	20,0%	10,0%	20,0%	20,0%	10,0%

### Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 5,6% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Utrzymanie długich cykli finansowania realizacji kontraktów w segmencie wody.
- Jako dodatkowy czynnik zwiększający wycenę uwzględniamy wartość nieruchomości inwestycyjnych z wyjątkiem biurowca Skalar (uwzględniony w modelu DCF).
- Zakładamy stopniowy spadek marż zgodnie z wcześniejszym opisem.
- Dyskontujemy perspektywę wzrostu w segmencie energetycznym, dróg i deweloperskim.



## Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 295,0</b>	<b>3 923,6</b>	<b>4 501,4</b>	<b>4 765,9</b>	<b>5 023,5</b>	<b>5 281,3</b>	<b>5 554,0</b>	<b>5 794,6</b>	<b>6 005,5</b>	<b>6 205,3</b>	
<i>zmiana</i>	27,8%	19,1%	14,7%	5,9%	5,4%	5,1%	5,2%	4,3%	3,6%	3,3%	
<b>EBITDA</b>	<b>338,9</b>	<b>330,8</b>	<b>339,5</b>	<b>356,9</b>	<b>374,8</b>	<b>392,7</b>	<b>410,9</b>	<b>426,9</b>	<b>440,8</b>	<b>453,9</b>	
<i>marża EBITDA</i>	10,3%	8,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	
Amortyzacja	50,4	50,7	50,9	51,1	51,3	51,5	51,7	51,7	51,7	51,7	
<b>EBIT</b>	<b>288,6</b>	<b>280,1</b>	<b>288,6</b>	<b>305,8</b>	<b>323,5</b>	<b>341,2</b>	<b>359,2</b>	<b>375,1</b>	<b>389,1</b>	<b>402,2</b>	
<i>marża EBIT</i>	8,8%	7,1%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Opodatkowanie EBIT	54,8	53,2	54,8	58,1	61,5	64,8	68,2	71,3	73,9	76,4	
<b>NOPLAT</b>	<b>233,7</b>	<b>226,9</b>	<b>233,8</b>	<b>247,7</b>	<b>262,0</b>	<b>276,3</b>	<b>290,9</b>	<b>303,9</b>	<b>315,1</b>	<b>325,8</b>	
CAPEX	-144,9	-53,5	-53,8	-53,0	-53,2	-53,4	-53,6	-53,6	-53,6	-51,7	
Kapitał obrotowy	311,3	-30,0	-14,7	-30,3	-37,7	-35,9	-33,2	-36,3	-32,2	-30,9	
Pozostałe	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>450,0</b>	<b>194,1</b>	<b>216,3</b>	<b>215,5</b>	<b>222,4</b>	<b>238,5</b>	<b>255,8</b>	<b>265,7</b>	<b>281,0</b>	<b>294,8</b>	<b>303,7</b>
WACC	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	93,6%	84,6%	76,5%	69,2%	62,5%	56,5%	51,1%	46,2%	41,8%	37,8%	
PV FCF	421,1	164,3	165,4	149,0	139,1	134,9	130,8	122,8	117,5	111,4	
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	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	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	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)	3 995,9										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 510,1										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 656,3										
Zdyskontowana wartość FCF	3 166,4										
Dług netto	474,6										
Inne aktywa nieoperacyjne	134,5										
Udziałowcy mniejszościowi	299,1										
Wartość firmy	2 527,2										
Liczba akcji (mln)	14,3										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>176,8</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>190,7</b>										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	10,3										
P/E('09) dla ceny docelowej	12,9										
Udział TV w EV	48%										

### Analiza wrażliwości

#### Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	177,8	184,5	192,1	200,8	210,8
WACC -0,5pp	177,1	183,8	191,4	200,1	210,0
WACC	176,5	183,2	<b>190,7</b>	199,3	209,3
WACC +0,5pp	175,9	182,5	190,1	198,6	208,5
WACC +1,0pp	175,3	181,9	189,4	197,9	207,7

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>674,3</b>	<b>1 376,8</b>	<b>2 089,3</b>	<b>2 578,0</b>	<b>3 295,0</b>	<b>3 923,6</b>	<b>4 501,4</b>
<i>zmiana</i>	65,1%	104,2%	51,8%	23,4%	27,8%	19,1%	14,7%
Koszt własny sprzedaży	558,2	1 191,7	1 751,2	2 185,9	2 897,8	3 494,7	4 041,3
Zysk brutto na sprzedaży	116,1	185,0	338,1	392,1	397,2	428,9	460,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	17,2%	13,4%	16,2%	15,2%	12,1%	10,9%	10,2%
Koszty sprzedaży	-1,4	-0,4	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-0,9
Koszty ogólnego zarządu	-52,8	-79,6	-106,8	-109,8	-128,5	-153,0	-175,6
Pozostała działalność operacyjna netto	10,0	4,3	-7,8	4,1	20,5	5,0	5,0
<b>EBIT</b>	<b>72,0</b>	<b>109,4</b>	<b>223,4</b>	<b>286,5</b>	<b>288,6</b>	<b>280,1</b>	<b>288,6</b>
<i>zmiana</i>	74,1%	52,0%	104,3%	28,2%	0,7%	-2,9%	3,0%
<i>marża EBIT</i>	10,7%	7,9%	10,7%	11,1%	8,8%	7,1%	6,4%
Wynik na działalności finansowej	-2,0	34,7	-9,9	-23,9	-18,0	7,4	13,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>69,9</b>	<b>144,1</b>	<b>213,5</b>	<b>262,6</b>	<b>270,5</b>	<b>287,5</b>	<b>302,5</b>
Podatek dochodowy	-15,0	-26,7	-25,8	-40,6	-51,4	-54,6	-57,5
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-2,7	-15,4	-29,7	-11,4	-4,2	-11,7	-16,7
<b>Zysk netto</b>	<b>52,2</b>	<b>102,1</b>	<b>158,0</b>	<b>210,6</b>	<b>214,9</b>	<b>221,2</b>	<b>228,3</b>
<i>zmiana</i>	44,6%	95,6%	54,9%	33,3%	2,0%	2,9%	3,2%
<i>marża</i>	7,7%	7,4%	7,6%	8,2%	6,5%	5,6%	5,1%
Amortyzacja	16,6	28,8	47,1	47,1	50,4	50,7	50,9
<b>EBITDA</b>	<b>88,5</b>	<b>138,2</b>	<b>270,6</b>	<b>333,6</b>	<b>338,9</b>	<b>330,8</b>	<b>339,5</b>
<i>zmiana</i>	76,5%	56,1%	95,8%	23,3%	1,6%	-2,4%	2,6%
<i>marża EBITDA</i>	13,1%	10,0%	12,9%	12,9%	10,3%	8,4%	7,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,0	13,4	13,4	14,3	14,3	14,3	14,3
EPS	4,3	7,6	11,8	14,7	15,0	15,5	16,0
CEPS	5,7	9,7	15,3	18,0	18,6	19,0	19,5
ROAE	19,2%	18,3%	18,0%	17,5%	14,5%	13,4%	12,5%
ROAA	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,8%	6,4%	6,1%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 045,1</b>	<b>2 289,3</b>	<b>2 857,0</b>	<b>4 008,3</b>	<b>3 404,9</b>	<b>3 529,7</b>	<b>3 919,6</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>373,6</b>	<b>717,9</b>	<b>909,3</b>	<b>1 011,5</b>	<b>1 127,0</b>	<b>1 136,0</b>	<b>1 145,2</b>
WNIp	4,7	13,3	14,6	33,0	33,0	33,0	33,0
Wartość firmy	72,0	267,4	333,1	319,0	319,0	319,0	319,0
Rzeczowe aktywa trwałe	266,5	307,0	411,5	368,3	370,6	373,4	376,2
Inwestycje długoterminowe	0,7	62,0	53,6	166,4	279,6	285,8	292,1
Pozostałe	29,8	68,2	96,6	124,9	124,9	124,9	124,9
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>671,4</b>	<b>1 571,3</b>	<b>1 947,6</b>	<b>2 996,8</b>	<b>2 277,9</b>	<b>2 393,7</b>	<b>2 774,4</b>
Zapasy	19,4	40,1	69,3	233,7	148,2	245,6	269,0
Należności	293,6	602,6	725,1	1 135,8	1 101,3	1 311,5	1 504,6
Należności z tyt. kontraktów budowlanych	275,8	445,2	777,8	725,6	593,7	564,0	592,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokres.	7,7	14,7	21,1	24,2	24,2	24,2	24,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	51,3	410,3	289,7	660,3	193,1	31,1	167,1
Inne	23,5	58,4	64,7	217,3	217,3	217,3	217,3
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 045,1</b>	<b>2 289,3</b>	<b>2 857,0</b>	<b>4 008,3</b>	<b>3 404,9</b>	<b>3 529,7</b>	<b>3 919,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>367,2</b>	<b>748,0</b>	<b>1 010,9</b>	<b>1 395,3</b>	<b>1 567,2</b>	<b>1 744,2</b>	<b>1 904,0</b>
Kapitał mniejszości	12,1	34,6	103,7	228,2	228,2	228,2	228,2
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>212,7</b>	<b>330,0</b>	<b>364,8</b>	<b>561,8</b>	<b>168,7</b>	<b>68,7</b>	<b>68,7</b>
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	180,2	258,6	323,1	493,1	100,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	32,4	71,4	41,7	68,7	68,7	68,7	68,7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>453,1</b>	<b>1 176,7</b>	<b>1 377,7</b>	<b>1 823,1</b>	<b>1 440,8</b>	<b>1 488,7</b>	<b>1 718,7</b>
Pożyczki i kredyty	205,0	466,7	717,8	641,8	200,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	232,1	543,2	538,0	1 046,2	1 005,9	1 213,1	1 402,8
Zobowiązania z tyt. kontraktów bud.	0,9	19,6	15,4	60,5	160,3	200,9	241,2
Inne	15,1	147,2	106,4	74,6	74,6	74,6	74,6
Dług	385,2	725,2	1 040,9	1 134,9	300,0	0,0	0,0
Dług netto	333,9	314,9	751,2	474,6	106,9	-31,1	-167,1
(Dług netto / Kapitał własny)	90,9%	42,1%	74,3%	34,0%	6,8%	-1,8%	-8,8%
(Dług netto / EBITDA)	3,8	2,3	2,8	1,4	0,3	-0,1	-0,5
BVPS	30,5	55,7	75,3	97,6	109,6	122,0	133,2

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-134,2</b>	<b>-117,6</b>	<b>-255,2</b>	<b>306,5</b>	<b>574,1</b>	<b>228,3</b>	<b>244,3</b>
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	210,6	214,9	221,2	228,3
Amortyzacja	16,6	28,8	47,1	47,1	50,4	50,7	50,9
Kapitał obrotowy	-57,1	-177,7	-469,2	121,0	311,3	-30,0	-14,7
Pozostałe	-145,8	-70,7	8,8	-72,2	-2,5	-13,5	-20,3
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-112,5</b>	<b>-179,0</b>	<b>-191,7</b>	<b>-352,0</b>	<b>-145,4</b>	<b>-53,5</b>	<b>-53,8</b>
CAPEX	-88,1	-131,8	-191,9	-151,0	-144,9	-53,5	-53,8
Inwestycje kapitałowe	-42,2	-41,7	19,7	14,5	-0,5	0,0	0,0
Pozostałe	17,8	-5,5	-19,6	-215,5	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>217,0</b>	<b>655,5</b>	<b>325,1</b>	<b>416,9</b>	<b>-895,9</b>	<b>-336,9</b>	<b>-54,6</b>
Emisja akcji	187,3	333,1	292,3	181,8	0,0	0,0	0,0
Dług	46,1	342,2	74,0	278,5	-834,9	-300,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-1,9	0,0	0,0	-43,0	-44,2	-68,5
Pozostałe	-16,4	-17,9	-0,4	-1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-29,7</b>	<b>358,9</b>	<b>-121,9</b>	<b>371,4</b>	<b>-467,1</b>	<b>-162,0</b>	<b>135,9</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	51,3	410,3	289,7	660,3	193,1	31,1	167,1
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,0	3,0	3,1	4,8
FCF	-76,6	-207,7	-473,6	249,2	450,0	194,1	216,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	13,1%	9,6%	9,2%	5,9%	4,4%	1,4%	1,2%

**Wskaźniki rynkowe**

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	53,8	30,7	19,8	15,8	15,5	15,1	14,6
P/CE	40,9	24,0	15,3	13,0	12,6	12,3	12,0
P/BV	7,7	4,2	3,1	2,4	2,1	1,9	1,8
P/S	4,2	2,3	1,5	1,3	1,0	0,9	0,7
FCF/EV	-2,4%	-6,0%	-11,9%	6,2%	12,3%	5,5%	6,4%
EV/EBITDA	35,6	25,2	14,8	12,1	10,8	10,7	10,0
EV/EBIT	43,8	31,9	17,9	14,1	12,7	12,6	11,8
EV/S	4,7	2,5	1,9	1,6	1,1	0,9	0,8
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	1,3%	1,3%	2,1%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>233,5</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,0	13,4	13,4	14,3	14,3	14,3	14,3
MC (mln PLN)	2809,0	3135,9	3135,9	3337,9	3337,9	3337,9	3337,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	12,1	34,6	103,7	228,2	228,2	228,2	228,2
EV (mln PLN)	3 155,0	3 485,4	3 990,8	4 040,7	3 672,9	3 535,0	3 399,0



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

#### Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analicycy:

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

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

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

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

#### 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)

#### Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@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 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 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 PBG**

Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2009-08-14	2009-10-05	2009-11-04	2009-11-12	2010-02-22	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	235,00	210,00	218,80	218,50	197,20	216,00
WIG w dniu rekomendacji	35998,12	37045,62	37391,24	39879,92	38650,00	43562,01