

22 lutego 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	197,2 PLN
Cena docelowa	173,2 PLN
Kapitalizacja	2,82 mld PLN
Free float	1,44 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	11,32 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Jerzy Wiśniewski	29,63%
Pionier Pekao IM	6,65%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	6,39%
AVIVA OFE Avila BZ WBK	6,29%
Pozostali	51,04%

Strategia dotycząca sektora

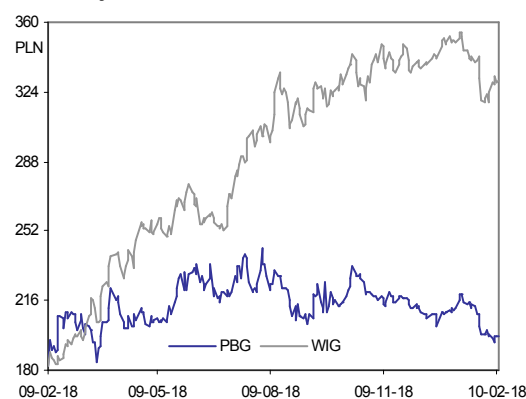
Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

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

22 marca 2010 - wyniki RS 2009
17 maja 2010 - wyniki Q1 2010
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

Redukuj

(Obniżona)

Nadchodzi czas negatywnych zaskoczeń?

W okresie największej paniki na rynkach finansowych, w Q1 2009, kurs PBG zachowywał się najlepiej spośród przedstawicieli branży budowlanej. Przyczyną tak korzystnego zachowania kursu był głównie duży portfel zleceń na tle konkurencji. Od najniższych poziomów cenowych z lutego 2009 (ok. 182 PLN) kurs PBG wzrósł o niecałe 7%. Nie czyni to jednak spółki atrakcyjną na tle branży. Uważamy, że sytuacja może się odwrócić – portfel zleceń PBG nie będzie rósł, lub nawet będzie spadał, zaś konkurenci będą pozyskiwali kolejne kontrakty. Taki stan rzeczy będzie miał naszym zdaniem miejsce w I połowie 2010 roku. W II połowie roku sytuacja powinna się poprawić, jednak nie można wykluczyć negatywnych zaskoczeń. Standardowo, w przypadku rozstrzygnięcia przetargów publicznych mogą mieć miejsce opóźnienia. Marże PBG nadal pozostają ponadprzeciętne, zaś oczekiwania co do ich utrzymania mogą być nierealne (premia na EV/S na tle branży równa blisko 100%). Konieczność bardziej aktywnej walki konkurencyjnej i starania się o te same kontrakty, co Polimex, czy Mostostal Warszawa, powoduje, że utrzymanie poziomu marż w PBG może być coraz częściej podważane. Udział wysokomarżowych kontraktów na budowę LMG i magazynu w Wierchowicach będzie mała r/r (2010: 600 mln PLN przychodów, 2011: 425 mln PLN, 2012: 225 mln PLN). Ostra zima, połączona z późnym zakontraktowaniem niektórych podwykonawców na stadionie w Warszawie, powoduje, że wyniki Hydrobudowy w 2010 i 2011 roku mogą być gorsze od naszych pierwotnych założeń. Obniżamy prognozy dla PBG i Hydrobudowy i rekomendujemy redukcję akcji PBG. Nie ma obecnie sensu przeważać akcji Hydrobudowy nad PBG – preferujemy inne spółki budowlane (Polimex, Mostostal Warszawa).

PBG potrzebuje dużo nowych kontraktów

Większość potencjalnych kontraktów PBG (hydrotechnika, spalarnie odpadów, energetyka) będzie rozstrzygane dopiero w II połowie 2010 roku. Wiele przetargów PGNiG oraz Gaz-System może być rozstrzygniętych dopiero w roku 2011. Obecnie portfel zleceń na rok 2011 to około 1,2 mld PLN (łącznie z najlepszą ofertą na fragment drogi S5). Oznacza to, że aby wykonać prognozę, spółka musi zdobyć na rok 2011 kontrakty na kwotę około 2,3 mld PLN. Zakładając czas wykonania prac w wysokości 2,5 roku, daje to konieczność pozyskania kontraktów za 5,75 mld PLN. Spółka składa oferty na kwotę 50 mld PLN, jednak szacujemy, że po wyłączeniu konsorcjantów, udział Grupy PBG to jedynie 23 mld PLN. Z kwoty tej przetargi na 3,3 mld PLN (udział PBG) mogą się opóźnić i być rozstrzygnięte w I połowie 2011 roku. Przy założeniu 16% skuteczności ofertowania (PBG szacuje skuteczność ofertowania na 12-18%) oraz 2,5 rocznym okresie budowy, portfel zamówień na rok 2011 na koniec roku 2010 może wynosić około 2,65 mld PLN, czyli o 5% mniej r/r. W prognozach zakładamy mimo to dodatnią, choć niską dynamikę przychodów (niższą, niż w innych firmach).

(mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	2 089,3	2 733,1	3 343,0	3 506,3	3 788,3
EBITDA	270,6	338,5	343,2	319,8	326,5
marża EBITDA	12,9%	12,4%	10,3%	9,1%	8,6%
EBIT	223,4	293,5	298,0	274,4	280,9
Zysk netto	158,0	191,5	203,1	201,2	213,3
P/E	16,8	14,7	13,9	14,0	13,2
P/CE	12,9	11,9	11,4	11,4	10,9
P/BV	2,6	2,1	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	12,9	11,1	9,6	9,4	8,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Portfel zleceń PBG i potencjalne nowe kontrakty

Obecny portfel zamówień PBG

Obecnie portfel zamówień Grupy PBG, włączając w to potencjalny kontrakt na budowę fragmentu drogi S5, ma wartość około 4,8 mld PLN (Q1 2009: 5,5 mld PLN). Wartość portfela Grupy PBG prawdopodobnie będzie malała w I połowie 2010 roku, gdyż większość rozstrzygnięć potencjalnych kontraktów koncentruje się w II połowie 2010 roku. Gdyby PBG nie udało się pozyskać żadnego dużego kontraktu (powyżej 100 mln PLN) w I połowie roku, na koniec Q2 2010 backlog PBG może spaść nawet do 3,5 mld PLN. Pozyskanie przynajmniej jednego dużego kontraktu (dworzec w Łodzi lub terminal LNG) powoduje, że backlog nie spada, ale i nie rośnie. Ostatecznie szanse na utrzymanie wielkości backlogu szacujemy na 50%, na jego wzrost na 10%, zaś na spadek na 40%. Brak wzrostu portfela zamówień w I połowie 2010 roku oznacza, że PBG może rozpocząć bardziej aktywną walkę konkurencyjną, co rodzi poważne obawy o utrzymanie obecnych, ponadprzeciętnych na tle branży, poziomów marż.

Portfel zamówień Grupy PBG na rok 2010, 2011, 2012

(mln PLN)	2010	2011	2012
Gaz i ropa	874	449	225
Woda	762	147	
Paliwa	109	133	
Budownictwo	1 028	371	375
Drogi	164	136	68
Suma	2 936	1 236	668

Źródło: szacunki DI BRE Banku S.A., PBG

Potencjalne kontrakty: energetyka

Potencjalne przetargi do rozstrzygnięcia w 2010 roku, w których uczestniczy lub zamierza uczestniczyć PBG, szacujemy na kwotę około 20 mld PLN. Z kwoty tej udział PBG nie przekroczy 7 mld PLN. W kwocie tej dominujący, bo sięgający 55% udział ma potencjalny kontrakt na budowę bloku w Opolu. O kontrakt na budowę 2 bloków energetycznych o wartości 11 mld PLN starają się cztery konsorcja, z których dwa (Alstom, Hitachi) zostały wykluczone z przyczyn formalnych. Konsorcja te złożyły odwołania do KIO i w terminie 1-2 miesięcy można spodziewać się decyzji o ewentualnym przywróceniu ich w procedurze przetargowej. Uważamy, że jest zdecydowanie wczesnie, aby dyskutować, że walka rozegra się między konsorcjum firm polskich (Rafako, Polimex, Mostostal Warszawa) a konsorcjum firm włoskich i PBG, w którym udział PBG może sięgać około 33% (3,6 mld PLN). Ostatecznie zakładamy, że walka rozegra się między trzema konsorcjami (prawdopodobieństwo wygranej konsorcjum PBG = 33%), wartość oczekiwana = 1,2 mld PLN. Pomimo, że bardzo pozytywnie oceniamy konsorcjantów PBG (mają olbrzymie doświadczenie w budowie elektrowni w różnych krajach), nie jesteśmy pewni, czy ich polityka cenowa może mieć na celu zdobycie przyszłości w Polsce (niska cena, rosną szanse zdobycia kontraktu), czy jedynie próbę zdobycia bardzo rentownego kontraktu (wysoka cena, maleją szanse zdobycia kontraktu). PBG w ramach prac dla energetyki ma wykonywać typowe prace budowlane (budynki, fundamenty, instalacje wodne, konstrukcje stalowe). Ostatecznie, PBG ma naszym zdaniem takie same predyspozycje do wykonywania prac budowlanych jak Budimex, czy Mostostal Warszawa, nie wspominając o firmach takich jak: Skanska, Strabag, Eiffage, Erbud,.... Rozstrzygnięcie przetargu w Opolu może mieć miejsce w Q3/Q4 2010, przy czym nie można wykluczyć opóźnień. Nie przewidujemy rozstrzygnięcia przetargu na budowę bloku w Koźmierzach w 2010 roku.

Potencjalne kontrakty: spalarnie odpadów

W segmencie ekologicznym zauważamy potencjalne kontrakty na budowę spalarni śmieci na kwotę około 1,7 mld PLN, z czego udział PBG może wynieść około 1 mld PLN (m.in. spalarnia w Poznaniu za 640 mln PLN, czy spalarnia w Bydgoszczy za 400 mln PLN). Generalnie, jest w kraju 12 projektów budowy dużych spalarni śmieci, z czego 3-4 może ruszyć w 2010 roku (m.in. Poznań, Bydgoszcz, Toruń). Miasta dysponują średnio około 55% środków na sfinansowanie inwestycji. Aby zdobyć kolejne 35% środków, miasta występują o dotację do Ministerstwa Środowiska, jednak czas na złożenie wniosku upływa już 30 czerwca 2010. Nie wykonanie terminu wiąże się z brakiem możliwości skorzystania z Programu Infrastruktura i Środowisko na lata 2007-2013 i stawia budowę spalarni w przyszłości pod znakiem zapytania (pomimo uregulowań UE wymagających stopniowego wzrostu odsetku utylizowanych odpadów w aglomeracjach powyżej 350 tys. mieszkańców). Nawet po uzyskaniu dotacji od Ministerstwa, miasta ciągle będą wymagały finansowania (na zasadzie koncesji) około 20% kosztów budowy. Rodzi to nadzieje na mniejszą konkurencję (ograniczenie liczby firm starających się o przetargi do spółek posiadających środki pieniężne). Niestety, rynek spalarni

śmieciami na zachodzie kompletnie się załamał, sytuacja ulec poprawie może dopiero za około 2 lata. W efekcie, o polskie przetargi, w konsorcjum z polskimi firmami budowlanymi, może starać się bardzo wiele zagranicznych firm inżynierskich. Spodziewamy się dużej konkurencji. Przetargi będą rozstrzygane w II połowie 2010 roku.

Potencjalne kontrakty: hydrotechnika

Dostrzegamy szansę na zdobycie dwóch kontraktów o łącznej wartości 1,1 mld PLN, w całości wykonywanych w siłach własnych (Zbiornik Racibórz, Węzeł Wrocławski). O ile Zbiornik Racibórz (650 mln PLN) może być rozstrzygnięty na przełomie Q2 i Q3 2010, o tyle Węzeł Wrocławski (400 mln PLN) może być opóźniony. Jeszcze kilka miesięcy temu inwestycja nie miała spiętego finansowania, decyzji o uwarunkowaniach środowiskowych, ani pozwolenia na budowę. Hydrotechnika jest naturalną domeną działalności PBG i Hydrobudowy, nie wykluczamy jednak, że mogą się starać inne firmy, w konsorcjach z zagranicznymi firmami oferującymi referencje. Mimo to, pozostajemy stosunkowo optymistyczni i oczekujemy jedynie 4 konkurentów w przetargach.

Potencjalne kontrakty: terminal LNG

PBG w konsorcjum stara się o pozyskanie kontraktu na budowę terminalu LNG. Wartość kontraktu to 2,8 mld PLN. Jest to jedno ze zleceń, które ma szansę na wcześniejsze rozstrzygnięcie (maj 2010) i które może przeciwdziałać tendencji do spadku wartości portfela zleceń PBG. Ostatecznie, naszym zdaniem o ewentualnym zwycięstwie PBG, czy Polimexu, zdecyduje polityka pozostałych konsorcjantów. Można szacować, że udział PBG, czy Polimexu w wartości przetargu wyniesie jedynie około 33% (925 mln PLN). Szanse na zdobycie kontraktu szacujemy na 33% (3 konkurentów), co daje wartość oczekiwaną = 310 mln PLN (pomimo bardzo dużej wartości jednostkowej kontraktu – 2,8 mld PLN).

Potencjalne kontrakty: gaz i ropa naftowa

Dostrzegamy szansę na zdobycie wybranych zleceń z segmentu ropy naftowej i gazu o wartości około 3,4 mld PLN (3,1 mld PLN w siłach własnych PBG). Są to inwestycje tak PGNiG, jak i OPG Gaz-System. Uważamy, że znaczna część z tych zleceń może rozstrzygnąć się dopiero w I połowie 2011 roku. Zlecenia na budowę infrastruktury rurociągowej terminala są obecnie w fazie projektowania, która potrwa jeszcze około pół roku.

Potencjalne kontrakty: drogi

PBG stara się o kontrakty drogowe o wartości kilkunastu mld PLN, przy czym problemem pozostaje duża konkurencja panująca w segmencie, jak i ograniczony udział PBG w wartości przetargów. Ostatecznie szacujemy, że w udziale własnym PBG przetargi, o które stara się spółka nie przekraczają kwoty 6 mld PLN. Dostrzegamy dwa ryzyka – po pierwsze, rozstrzygnięcia przetargów na budowę odcinków dróg ekspresowych mogą się opóźnić na korzyść pozostałych do ogłoszenia przetargów na budowę autostrad. Pozostałe przetargi autostradowe koncentrują się w południowo-wschodniej części Polski, czyli poza naturalnym obszarem działalności PBG w segmencie. Drugim ryzykiem jest brak doświadczeń PBG w realizacji dużych zleceń drogowych. Uważamy, że wiele dużych kontraktów drogowych pozyskanych w 2009 roku po niskich cenach przez spółki bez większego doświadczenia w działalności w Polsce może nie pozwolić na wygenerowanie dodatniego wyniku finansowego.

Potencjalne kontrakty: budownictwo ogólne

PBG może sięgnąć też po typowe zlecenia kubaturowe, z elementami specjalistycznymi. Jednym z większych przetargów, którego rozstrzygnięcie planuje się w I połowie 2010 roku, jest przetarg na budowę nowego dworca w Łodzi (1,5-1,8 mld PLN). Obiekt jest skomplikowany, jego wykonanie wymaga dużych kompetencji, jak i potencjału. Ostatecznie szacujemy, że o wykonanie inwestycji będzie starało się około 7 firm. Na początku marca ma zostać ogłoszona krótka lista firm dopuszczonych do składania ofert cenowych. Uważamy, że PBG, prawdopodobnie w konsorcjum, ma szansę, aby się zakwalifikować. Nie można wykluczyć także, że spółka zależna PBG, PRG Metro, mogłaby wykonać część prac dla Astaldi, które buduje II linię metra w W-wie.

Wpływ pozyskania dużych zleceń na portfel zamówień

Poniżej przedstawiamy jak wybrane duże kontrakty mogą wpływać na wypełnienie portfela zleceń na rok 2011. Generalnie, teza o spadającej wartości portfela zamówień w I połowie 2010 roku może okazać się nieprawdziwa, gdyby PBG zdobyło kontrakt na budowę dworca w Łodzi (ok. 4-7 konkurentów) bądź terminalu LNG (3 konkurentów). W przypadku zdobycia jednego ze zleceń, portfel prawdopodobnie nie uległby zmianie w skali półrocznej. Warto zwrócić uwagę, że duże zlecenia przeważnie realizowane są w konsorcjach i przez wiele lat. Poniżej przedstawiamy, jak na portfel zleceń w 2011 roku wpłynęłoby zdobycie wybranych dużych zleceń.

Wpływ pozyskania dużych zleceń na portfel zamówień (mln PLN)

Nazwa	Segment	Rozstrzygnięcie	Wartość	Udział PBG w konsorcjum	Wartość w siłach własnych	Czas budowy (lata)	Wzrost wartości backlogu '11
Budowa nowych bloków w Opolu	Energetyka	Q3/Q4 2010	11 000	33%	3630	4	454*
Dworzec w Łodzi	Budownictwo ogólne	Q2 2010	1 800	50%	900	3	300
Spalarnia odpadów w Poznaniu	Spalarnie	Q3/Q4 2010	640	50%	320	3	107
Spalarnia odpadów w Bydgoszczy	Spalarnie	Q3/Q4 2010	400	50%	200	3	67
Terminal LNG	Terminal gazu	Q2 2010	2 800	33%	924	4	231
Infrastruktura terminala LNG	Ropa i gaz	I połowa 2011	2 400	100%	2400	3	800

Zródło: Szacunki DI BRE; * budowa drugiego bloku wystartuje rok po rozpoczęciu budowy pierwszego

Działalność deweloperska – wentyl bezpieczeństwa?

Działalność deweloperska może być w przyszłości alternatywą dla PBG, w przypadku braku możliwości pełnego wykorzystania potencjału budowlanego i finansowego. Warunki finansowania wybranych potencjalnych kontraktów nie są nam jeszcze znane. W przypadku braku konieczności finansowania ze środków własnych wybranych projektów (spalarnie, energetyka, LNG), bądź braku pozyskania tych zleceń, zasoby finansowe PBG mogą być naszym zdaniem przeznaczone na działalność deweloperską. Jednocześnie, działalność deweloperska może pomagać hamować spadek marż w Grupie, jednak w obecnej chwili oszacowanie przyszłej skali tej działalności jest bardzo trudne. Wartość księgową gruntów PBG to około 60 mln PLN (niecałe 3% kapitalizacji). Obecnie w budowie pozostaje budynek biurowy w Poznaniu, którego wartość po wybudowaniu szacujemy na około 200 mln PLN. Zysk na przeszacowaniu nieruchomości w 2010 roku szacujemy na 23 mln PLN. Zysk z wyceny nieruchomości uwzględniamy w wyniku 2010 roku, jak i w prognozowanych wynikach lat przyszłych.

Coraz trudniej utrzymać wysoki poziom marż

Krótką historią wysokich marż PBG

PBG rozpoczęło działalność jako typowa spółka specjalistyczna, działająca w segmencie gazu ziemnego (głównie dla PGNiG). Wysoka specjalizacja oraz wykorzystanie nowoczesnych technologii pozwalało spółce na generowanie bardzo dobrych wyników finansowych. Kolejnym krokiem dla PBG było objęcie udziałów w Hydrobudowie Włocławek, Hydrobudowie Śląsk oraz Hydrobudowie 9. Przejęcia miały miejsce po oczyszczeniu rynku z podmiotów wcześniej działających w segmencie (upadłość Maxera, zamknięcie oddziału zajmującego się budownictwem ekologicznym w Budimexie), a także po oczyszczeniu bilansu przejmowanych spółek z wszystkiego, co mogłoby w przyszłości negatywnie wpływać na wyniki Grupy PBG. Pozwoliło to na utrzymanie marż na tak wysokim, jak do tej pory, poziomie. Kolejnym krokiem było pozyskanie z PGNiG na szczycie cen w budownictwie dwóch dużych kontraktów (LNG, Wierchowice). Kontrakty te gwarantują obecnie ponadprzeciętną marżę. Mimo to, przychody z nich generowane będą spadać, konkurencja stała się zdecydowanie bardziej aktywna, a rynek nie oferuje już równie rentownych zleceń. W czasie obaw o sytuację gospodarczą, spółki budowlane zaczęły identyfikować znacznie więcej zleceń, niż identyfikowały do tej pory. W efekcie, konkurencja istotnie wzrosła, także w przeważającej większości segmentów uważanych do tej pory za specjalistyczne.

Kontrakty z PGNiG się kończą

Szacujemy, że przychody z wysoce rentownych kontraktów na budowę kopalni LNG i magazynu gazu w Wierchowicach będą spadać r/r. W 2010 roku szacujemy je na 600 mln PLN, w 2011 roku na 425 mln PLN, w 2012 roku zaś już na jedynie na 225 mln PLN. Nie zauważamy nowych kontraktów, które mogłyby zaoferować Grupie porównywalną rentowność. Kolejne przetargi z PGNiG mogą naszym zdaniem się opóźnić i pojawić na rynku dopiero w 2011 roku.

Oczekiwane marże PBG

Wycena PBG zakłada utrzymanie bardzo wysokich marż w przyszłości, co naszym zdaniem jest bardzo znaczącym czynnikiem ryzyka. Ryzyko to dotyczy głównie lat 2011+ i nie jest jeszcze dyskontowane w cenie rynkowej. Mimo to, uważamy, że oczekiwane trudności w budowie portfela zleceń powodują, że ryzyko to powinno być coraz poważniej brane pod uwagę. W naszych prognozach zakładamy, że marża EBIT PBG spadnie z 10,7% w 2009 roku do 8,9% w 2010 roku, 7,6% w 2011 roku i 7,2% w 2012 roku (dane oczyszczone z wyników najmu powierzchni biurowej w Poznaniu, naturalnie generującego marżę EBIT na poziomie około 65%). Oczekiwany poziom marży EBIT = 7,2% i tak jest znacznie wyższy, niż zakładamy w przypadku innych firm budowlanych. Typowe spółki budowlane zgodnie z naszymi prognozami mogą generować marże EBIT rzędu 3-4%, spółki specjalistyczne zaś 4-5%. Poziomy marż mogą ulegać rozszerzeniu, w przypadku nagłych zmian cen na rynku (rok 2008, 2009), jak i w przypadku boomu inwestycyjnego (przykład: wyniki Mostostalu Płock, Trakcji Polskiej w latach 2007-2009). Aby w pełni zobrazować, jak odległe są oczekiwane poziomy marż PBG i innych spółek, prezentujemy poniżej wskaźniki EV/S. Zgodnie z naszą analizą, premia sięga 100%, zaś kontrakty, o jakie stara się PBG (energetyka, drogi), jak i zakres prac (typowe roboty budowlane) nie są różne od prac, jakie wykonać może Polimex, Budimex, czy Mostostal Warszawa. Elektrobudowa nie jest do końca dobrą spółką porównywalną (działalność produkcyjna - rozdzielnice, duży udział podwykonawstwa w przychodach).

Premia na wskaźniku EV/S sięga 100%

	EV/S 2010P	EV/S 2011P	EV/S 2012P
Budimex	0,52	0,42	0,41
Erbud	0,48	0,37	0,31
Elektrobudowa	1,01	0,88	0,77
Mostostal Warszawa	0,42	0,37	0,32
Polimex Mostostal	0,51	0,45	0,39
Rafako	0,42	0,35	0,28
Trakcja Polska	0,57	0,41	0,34
Unibep	0,40	0,26	0,22
Mediana	0,50	0,39	0,33
PBG	0,99	0,86	0,75
Premia (dyskonto)	98,9%	119,9%	125,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Hydrobudowy mogą być gorsze

Zima powoduje opóźnienie prac na stadionie w Warszawie i Gdańsku

Silna zima na początku 2010 roku niekorzystnie odbiła się na postępie prac na budowie stadionów. Generalnie, warunki uniemożliwiające prace to silne mrozy (poniżej 20 stopni w nocy) oraz opady śniegu. W pierwszych dwóch tygodniach stycznia i pierwszych dwóch tygodniach lutego mieliśmy do czynienia z opadami śniegu, w dwóch kolejnych tygodniach stycznia zaś z bardzo silnymi mrozami. Uważamy, że zima tak generuje większe ryzyko opóźnień w budowie stadionu w Warszawie i Gdańsku, jak i wpływa na wzrost kosztów (droższe betonowanie przy użyciu podgrzewania i mieszanek betonowych, koszty odśnieżania, koszty przestoju sprzętu, itp.).

Instalacje elektryczne – późno zakontraktowani podwykonawcy

Uważamy, że konsorcjum wykonawcze relatywnie późno zakontraktowało podwykonawców instalacji na stadionie w Warszawie. Zgodnie z opiniami przedstawicieli branży, usługa powinna być zakontraktowana na przełomie lata i jesieni 2009, nie zaś w Q1 2010. Obecnie wykonawcy, czyli Elektrobudowa, Qumak Sekom i Agat będą musieli pracować w zasadzie bez przerwy na kilka zmian, aby dotrzymać terminów. Prawdopodobnie cena za usługi jest też wyższa, niż zakładał generalny wykonawca.

Ryzyka techniczne i terminowe – powód obniżki prognoz

Czynniki pogodowe i techniczne powodują, że rośnie naszym zdaniem ryzyko gorszych wyników na kontraktach stadionowych. W efekcie, dokonaliśmy obniżenia prognoz wyników Hydrobudowy, co automatycznie wpływa na korektę prognoz wyników PBG. Oficjalne prognozy na rok 2010 PBG i Hydrobudowa powinny przedstawić po wynikach RS 2009 (22 marca).

Hydrobudowa Polska: prognoza wyników

(mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 225,5	1 597,8	1 730,0	1 822,5	1 971,6
EBITDA	76,2	118,7	84,3	88,6	115,7
<i>marża EBITDA</i>	6,2%	7,4%	4,9%	4,9%	5,9%
EBIT	60,9	105,9	71,3	75,4	102,3
Zysk netto	64,5	94,7	46,5	53,3	76,4
P/E	9,6	8,2	16,6	14,5	10,1
P/CE	7,8	7,2	13,0	11,6	8,6
P/BV	2,7	2,4	2,1	1,8	1,5
EV/EBITDA	12,2	9,2	9,8	8,8	6,3
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników finansowych w segmentach
Prognoza wyników finansowych Grupy PBG w segmentach

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P
Gaz ziemny i ropa naftowa				
Przychody	940,0	977,6	1 050,9	1 135,0
Zysk brutto ze sprzedaży	206,8	193,6	168,1	181,6
Udział w przychodach grupy	28,1%	27,9%	27,7%	27,6%
Udział w zysku brutto grupy	51,5%	47,4%	39,5%	39,4%
Woda				
Przychody	860,0	894,4	961,5	1 043,2
Zysk brutto ze sprzedaży	73,1	78,5	89,2	96,8
Udział w przychodach grupy	25,7%	25,5%	25,4%	25,4%
Udział w zysku brutto grupy	18,2%	19,2%	21,0%	21,0%
Paliwa				
Przychody	140,0	145,6	156,5	170,6
Zysk brutto ze sprzedaży	13,3	13,1	14,1	15,4
Udział w przychodach grupy	4,2%	4,2%	4,1%	4,2%
Udział w zysku brutto grupy	3,3%	3,2%	3,3%	3,3%
Budownictwo ogólne i drogowe				
Przychody	1 400,0	1 473,7	1 604,4	1 746,6
Zysk brutto ze sprzedaży	107,4	113,1	144,4	157,2
Udział w przychodach grupy	41,9%	42,0%	42,4%	42,5%
Udział w zysku brutto grupy	26,7%	27,7%	33,9%	34,1%
Wynajem powierzchni biurowej				
Przychody	3,0	15,0	15,0	15,0
Zysk brutto ze sprzedaży	0,9	9,8	9,8	9,8
Udział w przychodach grupy	0,1%	0,4%	0,4%	0,4%
Udział w zysku brutto grupy	0,2%	2,4%	2,3%	2,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Porównanie prognoz: nowe i bieżące, dla PBG i Hydrobudowy (2010)

(mln PLN)	PBG: nowa prognoza	PBG: stara prognoza	Zmiana	Hydrobudowa: nowa prognoza	Hydrobudowa: stara prognoza	Zmiana
Rok 2010						
Przychody	3 343,0	3 527,3	-5,2%	1 730,0	1 770,0	-2,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	401,5	448,2	-10,4%	128,8	150,5	-14,4%
<i>marża%</i>	12,0%	12,7%		7,4%	8,5%	
EBIT	298,0	314,6	-5,3%	71,3	91,6	-22,2%
<i>marża%</i>	8,9%	8,9%		4,1%	5,2%	
Zysk netto	203,1	213,7	-5,0%	46,5	63,6	-26,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Porównanie prognoz: nowe i bieżące, dla PBG i Hydrobudowy (2011)

(mln PLN)	PBG: nowa prognoza	PBG: stara prognoza	Zmiana	Hydrobudowa: nowa prognoza	Hydrobudowa: stara prognoza	Zmiana
Rok 2011						
Przychody	3 506,3	3 721,5	-5,8%	1 822,5	1 881,8	-3,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	408,0	465,4	-12,3%	135,8	160,4	-15,3%
marża%	11,6%	12,5%		7,5%	8,5%	
EBIT	274,4	317,1	-13,5%	75,4	98,1	-23,1%
marża%	7,8%	8,5%		4,1%	5,2%	
Zysk netto	201,2	236,5	-14,9%	53,3	72,4	-26,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji PBG

Wycenę akcji PBG dokonaliśmy przy wykorzystaniu metody porównawczej i metody DCF. Wyznaczamy cenę docelową dla PBG w wysokości 173,2 PLN i rekomendujemy redukcję akcji spółki.

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	176,1	75%
Wycena metodą porównawczą	164,5	25%
Wycena 1 akcji	173,2	

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 17% premii.

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	10,7	12,5	15,6	8,1	8,4	10,2
Erbud	13,6	12,9	11,1	9,4	7,8	6,3
Elektrobudowa	15,6	14,1	12,4	9,7	8,4	7,2
Mostostal Warszawa	13,1	13,3	11,8	7,3	7,2	6,2
Polimex Mostostal	13,2	11,4	8,6	7,7	6,9	5,5
Rafako	14,4	13,7	12,8	6,5	5,8	4,9
Trakcja Polska	15,9	14,5	13,3	8,4	7,0	5,9
Unibep	14,5	12,8	12,1	9,6	6,5	5,9
Mediana	14,0	13,1	12,2	8,2	7,1	6,1
PBG	13,9	14,0	13,2	9,6	9,4	8,7
Premia (dyskonto)	-0,8%	6,9%	8,0%	17,2%	33,4%	44,2%
Waga wskaźnika	20,0%	20,0%	10,0%	20,0%	20,0%	10,0%

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Zakładamy utrzymanie długich cykli finansowania realizacji kontraktów ze środków własnych w segmencie ekologicznym.
- W modelu wyceny uwzględniamy wartość gruntów (60 mln PLN), wartość budynku biurowego w Poznaniu pomijamy (uwzględniona w prognozie dochodów z najmu), uwzględniamy za to rynkową wycenę pakietu akcji Energomontażu Południe.
- W prognozach uwzględniamy coroczny zysk na przeszacowaniu wartości nieruchomości w Poznaniu (biurowiec).
- Zakładamy stopniowy spadek marż EBIT w PBG z 10,7% w 2009 roku do 7,2% w 2012 roku (z wyłączeniem dochodów z najmu; średnia dla typowych spółek budowlanych to 3-4%, dla spółek specjalistycznych nasza prognoza zakłada 4-5% marży EBIT).
- Zakładamy dynamikę przychodów w 2011 roku poniżej przeciętnej (+4,9% r/r).



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	3 343,0	3 506,3	3 788,3	4 110,4	4 440,3	4 781,6	5 098,1	5 415,7	5 719,7	6 041,4	
<i>zmiana</i>	22,3%	4,9%	8,0%	8,5%	8,0%	7,7%	6,6%	6,2%	5,6%	5,6%	
EBITDA	343,2	319,8	326,5	349,1	372,6	396,8	419,8	442,1	454,2	475,7	
<i>marża EBITDA</i>	10,3%	9,1%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,2%	7,9%	7,9%	
Amortyzacja	45,2	45,4	45,6	45,8	46,0	46,2	46,4	46,4	46,4	46,4	
EBIT	298,0	274,4	280,9	303,3	326,6	350,6	373,4	395,7	407,8	429,3	
<i>marża EBIT</i>	8,9%	7,8%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,1%	7,1%	
Opodatkowanie EBIT	56,6	52,1	53,4	57,6	62,1	66,6	70,9	75,2	77,5	81,6	
NOPLAT	241,4	222,2	227,5	245,7	264,6	284,0	302,4	320,5	330,3	347,8	
CAPEX	-116,2	-47,3	-47,5	-47,7	-48,0	-48,2	-48,4	-48,4	-46,4	-46,4	
Kapitał obrotowy	356,7	100,1	-40,4	-52,0	-55,1	-58,4	-46,2	-43,9	-32,9	-36,8	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	527,0	320,4	185,2	191,7	207,5	223,6	254,3	274,6	297,4	311,0	320,3
WACC	10,7%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	91,5%	82,3%	74,1%	66,7%	60,0%	54,0%	48,6%	43,8%	39,4%	35,6%	
PV FCF	482,1	263,8	137,2	127,8	124,6	120,8	123,7	120,2	117,2	110,8	
WACC	10,7%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	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	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	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)		4 214,7									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		1 501,6									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy		1 728,2									
Zdyskontowana wartość FCF		3 229,9									
Dług netto		713,6									
Inne aktywa nieoperacyjne		138,4									
Udziałowcy mniejszościowi		328,5									
Wartość firmy		2 326,2									
Liczba akcji (mln.)		14,3									
Wartość firmy na akcję (PLN)		162,7									
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego		8,2%									
Cena docelowa		176,1									
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej		10,2									
P/E('09) dla ceny docelowej		13,1									
Udział TV w EV		46%									

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	163,1	169,9	177,5	186,2	196,2
WACC -0,5pp	162,5	169,2	176,8	185,5	195,5
WACC	161,9	168,6	176,1	184,8	194,7
WACC +0,5pp	161,3	167,9	175,5	184,0	193,9
WACC +1,0pp	160,7	167,3	174,8	183,3	193,2

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	674,3	1 376,8	2 089,3	2 733,1	3 343,0	3 506,3	3 788,3
<i>zmiana</i>	65,1%	104,2%	51,8%	30,8%	22,3%	4,9%	8,0%
Koszt własny sprzedaży	558,2	1 191,7	1 751,2	2 336,1	2 941,5	3 098,3	3 362,7
Zysk brutto na sprzedaży	116,1	185,0	338,1	397,0	401,5	408,0	425,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	17,2%	13,4%	16,2%	14,5%	12,0%	11,6%	11,2%
Koszty sprzedaży	-1,4	-0,4	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,8
Koszty ogólnego zarządu	-52,8	-79,6	-106,8	-112,3	-123,7	-136,7	-147,7
Pozostała działalność operacyjna netto	10,0	4,3	-7,8	8,8	20,9	3,8	3,8
EBIT	72,0	109,4	223,4	293,5	298,0	274,4	280,9
<i>zmiana</i>	74,1%	52,0%	104,3%	31,4%	1,5%	-7,9%	2,4%
<i>marża EBIT</i>	10,7%	7,9%	10,7%	10,7%	8,9%	7,8%	7,4%
Wynik na działalności finansowej	-2,0	34,7	-9,9	-26,6	-20,5	4,3	16,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	69,9	144,1	213,5	266,9	277,4	278,6	297,7
Podatek dochodowy	-15,0	-26,7	-25,8	-39,7	-52,7	-52,9	-56,6
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-2,7	-15,4	-29,7	-35,7	-21,6	-24,6	-28,2
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	191,5	203,1	201,1	213,0
<i>zmiana</i>	44,6%	95,6%	54,9%	21,2%	6,1%	-1,0%	5,9%
<i>marża</i>	7,7%	7,4%	7,6%	7,0%	6,1%	5,7%	5,6%
Amortyzacja	16,6	28,8	47,1	45,0	45,2	45,4	45,6
EBITDA	88,5	138,2	270,6	338,5	343,2	319,8	326,5
<i>zmiana</i>	76,5%	56,1%	95,8%	25,1%	1,4%	-6,8%	2,1%
<i>marża EBITDA</i>	13,1%	10,0%	12,9%	12,4%	10,3%	9,1%	8,6%
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	13,4	14,2	14,1	14,9
CEPS	5,7	9,7	15,3	16,5	17,4	17,2	18,1
ROAE	19,2%	18,3%	18,0%	16,1%	13,9%	12,1%	11,4%
ROAA	6,1%	6,1%	6,1%	5,7%	5,8%	6,2%	6,1%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 045,1	2 289,3	2 857,0	3 831,2	3 227,9	3 311,4	3 630,6
Majątek trwały	373,6	717,9	909,3	1 065,5	1 159,7	1 167,8	1 176,1
WNIPI	4,7	13,3	14,6	17,1	17,1	17,1	17,1
Wartość firmy	72,0	267,4	333,1	340,5	340,5	340,5	340,5
Rzeczowe aktywa trwałe	266,5	307,0	411,5	380,3	382,2	384,1	386,1
Inwestycje długoterminowe	0,7	62,0	53,6	187,0	279,3	285,5	291,8
Pozostałe	29,8	68,2	96,6	140,6	140,6	140,6	140,6
Majątek obrotowy	671,4	1 571,3	1 947,6	2 765,7	2 068,2	2 143,6	2 454,5
Zapasy	19,4	40,1	69,3	93,9	123,8	130,0	140,5
Należności	293,6	602,6	725,1	913,5	1 126,5	1 181,6	1 276,6
Należności z tyt. kontraktów budowlanych	275,8	445,2	777,8	909,5	527,2	548,3	589,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokres.	7,7	14,7	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	51,3	410,3	289,7	610,2	52,0	45,1	209,4
Inne	23,5	58,4	64,7	217,4	217,4	217,4	217,4
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	1 045,1	2 289,3	2 857,0	3 831,2	3 227,9	3 311,4	3 630,6
Kapitał własny	367,2	748,0	1 010,9	1 362,4	1 565,6	1 766,7	1 979,7
Kapitał mniejszości	12,1	34,6	103,7	238,1	238,1	238,1	238,1
Zobowiązania długoterminowe	212,7	330,0	364,8	670,4	141,7	41,7	41,7
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	180,2	258,6	323,1	628,8	100,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	32,4	71,4	41,7	41,7	41,7	41,7	41,7
Zobowiązania krótkoterminowe	453,1	1 176,7	1 377,7	1 560,3	1 282,6	1 265,0	1 371,2
Pożyczki i kredyty	205,0	466,7	717,8	695,1	200,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	232,1	543,2	538,0	717,7	903,7	1 075,5	1 167,3
Zobowiązania z tyt. kontraktów bud.	0,9	19,6	15,4	41,1	72,5	83,1	97,6
Inne	15,1	147,2	106,4	106,4	106,4	106,4	106,4
Dług	385,2	725,2	1 040,9	1 323,8	300,0	0,0	0,0
Dług netto	333,9	314,9	751,2	713,6	248,0	-45,1	-209,4
(Dług netto / Kapitał własny)	90,9%	42,1%	74,3%	52,4%	15,8%	-2,6%	-10,6%
(Dług netto / EBITDA)	3,8	2,3	2,8	2,1	0,7	-0,1	-0,6
BVPS	30,5	55,7	75,3	95,3	109,5	123,6	138,5



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-134,2	-117,6	-255,2	118,0	602,4	336,2	195,0
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	191,5	203,1	201,1	213,0
Amortyzacja	16,6	28,8	47,1	45,0	45,2	45,4	45,6
Kapitał obrotowy	-57,1	-177,7	-469,2	-139,4	356,7	100,1	-40,4
Pozostałe	-145,8	-70,7	8,8	20,9	-2,6	-10,5	-23,3
Przepływy inwestycyjne	-112,5	-179,0	-191,7	-235,8	-116,2	-47,3	-47,5
CAPEX	-88,1	-131,8	-191,9	-88,7	-116,2	-47,3	-47,5
Inwestycje kapitałowe	-42,2	-41,7	19,7	-44,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	17,8	-5,5	-19,6	-103,1	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	217,0	655,5	325,1	438,4	-1 044,4	-295,7	16,9
Emisja akcji	187,3	333,1	292,3	182,1	0,0	0,0	0,0
Dług	46,1	342,2	74,0	282,9	-1 023,8	-300,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-16,4	-17,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-29,7	358,9	-121,9	320,5	-558,2	-6,9	164,3
Środki pieniężne na koniec okresu	51,3	410,3	289,7	610,2	52,0	45,1	209,4
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-76,6	-207,7	-473,6	54,7	527,0	320,4	185,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	13,1%	9,6%	9,2%	3,2%	3,5%	1,4%	1,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	45,5	26,0	16,8	14,7	13,9	14,0	13,2
P/CE	34,5	20,2	12,9	11,9	11,4	11,4	10,9
P/BV	6,5	3,5	2,6	2,1	1,8	1,6	1,4
P/S	3,5	1,9	1,3	1,0	0,8	0,8	0,7
FCF/EV	-2,8%	-6,9%	-13,5%	1,4%	15,9%	10,6%	6,5%
EV/EBITDA	30,7	21,7	12,9	11,1	9,6	9,4	8,7
EV/EBIT	37,8	27,4	15,7	12,8	11,1	11,0	10,1
EV/S	4,0	2,2	1,7	1,4	1,0	0,9	0,8
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	197,2						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,0	13,4	13,4	14,3	14,3	14,3	14,3
MC (mln PLN)	2372,3	2648,4	2648,4	2819,0	2819,0	2819,0	2819,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	12,1	34,6	103,7	238,1	238,1	238,1	238,1
EV (mln PLN)	2 718,3	2 997,9	3 503,3	3 770,6	3 305,0	3 011,9	2 847,6



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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
Banki

Analicycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-06-04	2009-08-14	2009-10-05	2009-11-04	2009-11-12
kurs z dnia rekomendacji	222,00	235,00	210,00	218,80	218,50
WIG w dniu rekomendacji	31030,61	35998,12	37045,62	37391,24	39879,92