

12 września 2008

Raport analityczny**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	246,9 PLN
Cena docelowa	245,1 PLN
Kapitalizacja	3,2 mld PLN
Free float	1,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	8,46 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Jerzy Wiśniewski	33,47%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	6,80%
BZ WBK AIB TFI	6,70%
Pozostali	53,03%

Strategia dotycząca sektora

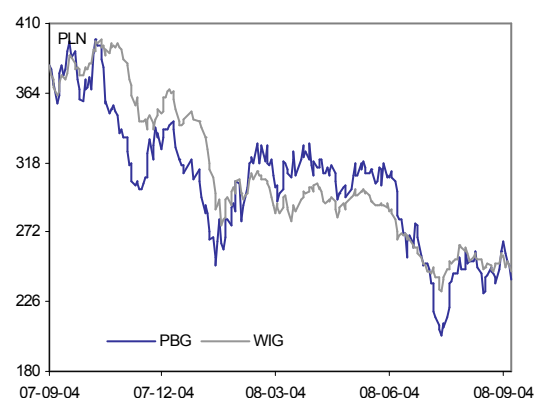
Rekomendacja: Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa chemicznego (cykl inwestycyjny) oraz energetycznego (perspektywa boomu w latach 2011 - 2017). Pozytywnie oceniamy perspektywy budownictwa komercyjnego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa mieszkaniowego.

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

13.11 - publikacja raportu za 3Q

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

Trzymaj

(Nowa)

Świetna firma po nieatrakcyjnej cenie

PBG w sposób naturalny korzysta z inwestycji w sektorze chemicznym i ekologicznym, generując marże nieosiągalne dla innych spółek budowlanych. Firma posiada także bardzo dobrą historię rentowności. Naszym zdaniem jednak perspektywy rozwoju spółki zostały już w pełni uwzględnione w cenie. Pomimo prognozowanych bardzo dobrych wyników w ciągu najbliższych dwóch lat, dostrzegamy ryzyko wzrostu zaangażowania spółek ogólnobudowlanych w segmencie ekologicznym, co może być dyskutowane przez rynek i prowadzić do spadku premii, po jakiej notowane jest PBG w stosunku do polskich spółek budowlanych. Sądzymy też, że oczekiwania PBG w niektórych segmentach (m.in. w zakresie budownictwa drogowego) mogą być nadmiernie optymistyczne.

Wyniki Q2 2008

Przychody spółki wyniosły w drugim kwartale 506,3 mln PLN, w porównaniu do 318,9 mln PLN rok temu (wzrost o 58,8%). W poprzednim kwartale przychody PBG wyniosły 307,3 mln PLN (wzrost o 64,7%). Marża operacyjna wyniosła w Q2 2008 10,2%, w porównaniu do 11,2% w Q2 2007 i 6,7% w Q1 2008). Zysk netto przypadający akcjonariuszom większościowym wyniósł w Q2 2008 26,4 mln PLN, w porównaniu do 30,6 mln PLN w roku ubiegłym (spadek marży netto z 9,6% do 5,2%). W pierwszym kwartale zysk netto wyniósł 14,8 mln PLN (marża netto w wysokości 4,8%).

Duże nakłady na kapitał obrotowy

Ze względu na specyfikę kontraktów ekologicznych, finansowanie robót wymaga dużych nakładów na realizację robót w pierwszym roku prac. W naszym modelu założyliśmy, że sposób finansowania nie zmieni się w sposób znaczący na przestrzeni lat (co potwierdzają doświadczenia z pozostałych krajów europejskich). Zgodnie z dokonaną wyceną, kapitałochłonność będzie maleć jedynie wraz ze spadkiem udziału budownictwa ekologicznego w przychodach spółki.

Ryzyko spadku marż generowanych przez spółkę

PBG generuje marże nieosiągalne dla pozostałych spółek budowlanych działających w Polsce. Marże dostępne w działalności ogólnobudowlanej oscylują pomiędzy 7% a 10% marży brutto na sprzedaży, podczas gdy PBG generuje marże średnio rzędu 15%, a na niektórych projektach nawet 20. Związane jest to z bardzo skuteczną strategią PBG, boorem w obsługuwanych segmentach, a także słabością konkurencji. Sądzymy, że w ciągu najbliższych lat niezwykle wysoka rentowność osiągnięta przez spółkę może skłonić konkurencję do wejścia na rynek budownictwa ekologicznego. W naszej wycenie założyliśmy scenariusz lekkiego spadku marż w segmencie ekologicznym, po okresie gwałtownego boomu w segmencie, w latach 2012 - 2017.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	674,3	1376,8	2036,4	2769,7	3334,1
EBITDA	88,5	138,2	268,4	356,7	442,3
marża EBITDA	13,1%	10,0%	13,2%	12,9%	13,3%
EBIT	72,0	109,4	234,3	322,5	407,9
Zysk netto	52,2	102,1	143,1	204,6	265,3
P/E	56,9	31,9	23,2	16,2	12,5
P/CE	43,2	24,9	18,7	13,9	11,1
P/BV	8,1	4,4	3,2	2,9	2,7
EV/EBITDA	37,5	26,1	14,2	10,7	8,6
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	3,5%	5,6%

Charakterystyka Grupy Kapitałowej PBG

Historia spółki

PBG rozpoczęła działalność w 1994 roku, jako spółka cywilna Piecobiogaz, specjalizująca się w wykonawstwie gazociągów stalowych i polietylenowych służących do przesyłu i dystrybucji gazu ziemnego. Od samego początku działalności, Piecobiogaz koncentrował się na aplikacji w Polsce technologii zachodnich, nie stosowanych do tej pory w kraju. Przykładowo, spółka jako pierwsza wprowadziła w Polsce technologię renowacji rurociągów bez wstrzymywania przesyłu, co pozwoliło na znaczną redukcję kosztów napraw. Duża przewaga wynikająca z aplikacji nowych technologii pozwoliła spółce generować bardzo dobre marże. W 1997 roku powstała firma Technologie Gazowe Piecobiogaz, która przejęła część działalności spółki cywilnej (wykonawstwo obiektów gazowych). W 1999 roku nowa spółka rozpoczęła realizację budowy kopalń gazu, w 2001 zaś wybudowała największą do tej pory kopalnię gazu ziemnego w Kościanie. W kolejnych latach spółka rozszerzyła ofertę wykonywanych obiektów o stacje separacji i magazynowania LPG, a także o kopalnie ropy naftowej. Na przełomie 2003 i 2004 roku miało miejsce przekształcenie spółki Technologie Gazowe Piecobiogaz sp. z o.o. w PBG S.A. Kolejnym etapem rozwoju była pierwsza publiczna emisja akcji (2004), w której spółka pozyskała środki na inwestycje w specjalistyczny sprzęt i technologie, a także na zakup udziałów w Metorex, Infra oraz Hydrobudowa Włocławek. Pozwoliło to spółce na rozszerzenie zakresu wykonywanych usług o budownictwo ekologiczne. W 2006 roku miała miejsce kolejna emisja akcji, dzięki której PBG pozyskało środki na zakup pakietu większościowego akcji Hydrobudowy Śląsk oraz KB Gaz. Ważnym wydarzeniem było również przejęcie Hydrobudowy 9 oraz połączenie Hydrobudowy Śląsk i Hydrobudowy Włocławek w 2007 roku. W 2007 roku miała też miejsce kolejna emisja akcji. W 2008 roku emisję akcji przeprowadziła Hydrobudowa Polska, powstała z połączenia Hydrobudowy Śląsk i Hydrobudowy Włocławek.

Skonsolidowane wyniki Grupy Kapitałowej PBG w latach 2001-2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Przychody ze sprzedaży	120 399	162 141	180 666	216 087	408 539	674 337	1 376 752
Dynamika przychodów y/y	-	34,7%	11,4%	19,6%	89,1%	65,1%	104,2%
Zysk ze sprzedaży brutto	24 597	29 290	38 468	44 031	71 177	116 128	185 019
%	20,4%	18,1%	21,3%	20,4%	17,4%	17,2%	13,4%
Zysk operacyjny	13 984	9 181	14 290	21 822	41 331	71 957	109 383
%	11,6%	5,7%	7,9%	10,1%	10,1%	10,7%	7,9%
Zysk netto	8 031	4 627	11 301	13 947	36 947	52 181	102 050
%	6,7%	2,9%	6,3%	6,5%	9,0%	7,7%	7,4%

Źródło: PBG

Jednostkowe wyniki Grupy Kapitałowej PBG w latach 2001-2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Przychody ze sprzedaży	120 399	157 099	158 768	189 758	301 881	366 567	462 351
Dynamika przychodów y/y	-	30,5%	1,1%	19,5%	59,1%	21,4%	26,1%
Zysk ze sprzedaży brutto	24 597	27 512	33 558	38 872	47 340	63 508	67 890
%	20,4%	17,5%	21,1%	20,5%	15,7%	17,3%	14,7%
Zysk operacyjny	13 984	13 662	16 971	20 393	26 895	45 846	52 304
%	11,6%	8,7%	10,7%	10,7%	8,9%	12,5%	11,3%
Zysk netto	8 031	5 401	12 692	13 425	18 018	33 971	50 097
%	6,7%	3,4%	8,0%	7,1%	6,0%	9,3%	10,8%

Źródło: PBG

Historia bardzo wysokiej rentowności

PBG może pochwalić się historią bardzo wysokiej rentowności, tak na poziomie skonsolidowanym, jak i jednostkowym. Spółka notowała doskonałe wyniki finansowe w latach 2002-2003, tzn. w okresie bardzo ostrej dekoniunktury w polskim budownictwie. Bardzo dobrą rentowność spółka zawdzięcza własnej sile (bardzo dobry zarząd, organizacja pracy, transakcje przejęć po bardzo korzystnych cenach), dobrej koniunkturze na obsługiwanych rynkach (wzrost cen gazu ziemnego i ropy naftowej, fundusze unijne), a także słabości konkurentów (niska efektywność spółek budowlanych z grupy PGNiG, upadek Maxera, konkurenta z dziedziny budownictwa ekologicznego, zatrudniającego kilka lat temu aż 1100 osób). Obecnie PBG jest największym podmiotem w kraju działającym w segmencie budownictwa ekologicznego i gazowego.

Udział poszczególnych segmentów działalności w przychodach spółki

	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Gaz ziemny i ropa naftowa	22,8%	8,2%	8,9%	12,4%	17,5%
Woda	58,8%	59,8%	62,8%	56,6%	53,3%
Paliwa	7,5%	12,5%	4,4%	3,5%	3,1%
Inne	10,9%	19,6%	23,9%	27,5%	26,1%

Źródło: PBG

Portfel zamówień PBG

Portfel zamówień spółki na koniec sierpnia 2008 wyniósł 4,8 mld PLN. Duży wzrost backlogu spowodowany jest m.in. otrzymaniem kontraktu na budowę kopalni gazu LMG, na kwotę 1,4 mld PLN netto. Backlog spółki jest znacznie większy niż przewidywane przychody na lata kolejne. Jest to spowodowane tym, że kontrakty PBG charakteryzują się znacznie dłuższym czasem realizacji niż kontrakty pozostałych spółek budowlanych (przykładowo, zgodnie z planem zakończenie budowy kopalni gazu LMG planowane jest na rok 2013).

Strategia pozyskiwania kontraktów PBG

Ze względu na posiadany bardzo duży portfel kontraktów, PBG obecnie nie dąży do pozyskiwania zleceń za wszelką cenę, ale raczej do maksymalizacji generowanego zysku. W segmencie gazu ziemnego i ropy naftowej sytuację ułatwia brak liczącej się konkurencji. W segmencie ekologicznym zaś, opartym o ogłaszane przetargi publiczne, spółka stara się składać dużą ilość ofert o stosunkowo wysokich cenach. Na skutek dużej liczby prac, PBG może sobie pozwolić na nie uzyskanie kilku przetargów, co rekompensuje z nawiązką pozyskanymi kolejnymi zleceniami. Czasem ma też miejsce scenariusz, w którym oferta PBG i Hydrobudowy Polska jest jedną z najdroższych, jednak ze względów formalnych oferty konkurencji zostają odrzucone. Sądzymy, że w wyniku stosowanej przez spółkę strategii, podpartej bardzo dużym backlogiem, marża zysku brutto na sprzedaży, a także zysku netto, nieznacznie wzrosła w segmencie ekologicznym w latach 2008-2010, potem zaś ustabilizuje się na niższym poziomie.

Struktura kosztów w grupie PBG

PBG, typowy generalny wykonawca, posiada duży udział usług obcych w strukturze kosztów. Obecnie nie dostrzegamy dużego zagrożenia ze strony presji kosztowej. Sądzymy, że w obliczu spowolnienia gospodarczego oraz powrotu Polaków z emigracji, presja na wzrost płac zostanie zahamowana. Sądzymy, że wynagrodzenie w grupie jest atrakcyjne na tle konkurencji. Spółka stosuje na dużą skalę systemy motywacyjne, które pozwalają wysoce efektywnym pracownikom na uzyskiwanie wynagrodzenia znacznie wyższego, niż wynagrodzenie oferowane przez konkurencję. Nie dostrzegamy ryzyk po stronie kosztów materiałów. Doświadczenie pokazuje, że spółki budowlane w sposób znaczący są w stanie zabezpieczyć się przed wzrostem cen materiałów budowlanych. Ponadto, obserwujemy ostatnio tendencję odwrotną, spadek cen dotknął nie tylko materiałów wykończeniowych, ale także na przykład stali, która do tej pory dynamicznie drożała.

Struktura kosztów PBG

Rodzaj kosztu	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)	2007 (%)
Amortyzacja	3,39%	2,63%	2,50%	2,24%
Zużycie materiałów i energii	28,21%	29,54%	29,68%	22,98%
Usługi obce	52,25%	52,91%	49,76%	58,63%
Podatki i opłaty	0,53%	0,73%	0,82%	0,68%
Wynagrodzenia	10,58%	9,47%	10,54%	10,69%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia pracownicze	2,35%	2,15%	2,52%	2,59%
Pozostałe koszty rodzajowe	2,69%	2,57%	4,18%	2,18%
Łącznie	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Źródło: PBG

Spółki zależne grupy kapitałowej PBG

Nazwa	Udział PBG	Segment działalności	Przychody za rok 2007 (mln PLN)	Wynik netto za rok 2007 (mln PLN)	Wartość udziału mniejszościowego *
Aprivia	100,00%	Inne (drogi)	-	-	-
Avatia	99,80%	Inne (pozostałe)	-	-	0,00
Bathinex	100,00%	Inne (drogi)	-	-0,04	-
Betpol	100,00%	Inne (drogi)	70,00	11,60	-
Brokam	100,00%	Inne (drogi)	-	-0,02	-
Dromost	87,40%	Inne (drogi)	25,02	1,21	-
Excan Oil and Gas Engineering	100,00%	Gaz i ropa	0,90	-0,31	-
Gas & Oil Engineering	62,45%	Gaz i ropa	15,87	2,55	11,49
Hydrobudowa 9 PIB	69,26%	Woda	300,00	-7,30	-
Gdyńska Projekt (e)	100,00%	Inne (nieruchomości)	-	-	-
Hydrobudowa Polska	60,69% (a)	Woda	571,50	40,20	494,07
Hydrobudowa Polska Konstrukcje (b)	100,00%	Inne (budownictwo)	-	-	-
Infra	99,95%	Woda	137,89	15,49	0,11
PRG Metro (b)	84,55%	Inne (metro), Woda	180,00	0,90	12,05
PRIS	51,02%	Woda	12,60	0,20	1,18
Wiertmar (c)	51,00%	Woda	27	3,8	21,41
KWG	100,00%	Woda	53,91	5,50	-
Metorex	99,56%	Woda	11,38	0,44	0,02
PBG Dom	100,00%	Inne (nieruchomości)	1,41	0,28	-
Budwil (d)	51,00%	Inne (nieruchomości)	0,00	0,00	0,00
Dawid (d)	50,00%	Inne (nieruchomości)	0,00	0,00	0,00
PRID	100,00%	Inne (drogi)	30,00	1,40	-

Źródło: PBG, DI BRE Banku SA

(a) W ramach wniesienia aportem udziałów w Hydrobudowa 9 do Hydrobudowa Polska, udział PBG w akcjonariacie wyniesie 62,32%

(b) Spółka zależna Hydrobudowa Polska

(c) Spółka zależna Infra

(d) Spółka zależna PBG Dom

(e) Spółka zależna Hydrobudowa 9

Zmiana polityki księgowej w Grupie PBG

W drugim kwartale bieżącego roku miała miejsce zmiana polityki księgowej. Od drugiego kwartału przychody/koszty z tytułu transakcji rynku finansowego, mających na celu zabezpieczenie różnic kursowych, będą wliczane do przychodów ze sprzedaży (przychody z transakcji zabezpieczających) oraz kosztów własnych sprzedaży (koszty transakcji zabezpieczających). W sprawozdaniu Q2 2008 zostały zaprezentowane porównywalne dane za Q1 2008, Q1 2007 i Q2 2007. Dokonałiśmy przybliżonego porównania wyników z lat ubiegłych, prezentowanych zgodnie ze starymi i nowymi zasadami księgowymi. Na skutek zmian księgowych, wzrosły marże brutto ze sprzedaży oraz marża EBIT (dodatni efekt zabezpieczeń kursowych przy umacniającej się złotówce). Marża zysku netto pozostała bez zmian. Sądzymy, że zmiana prezentacji danych księgowych uczyni wyniki spółki bardziej przewidywalnymi.

Wpływ zmiany polityki księgowej na porównywalne dane z lat 2004-2007

	2004	2005	2006	2007
Przychody ze sprzedaży przed zmianą	216,087	408,539	674,337	1376,752
Zysk brutto przed zmianą	44,031	71,177	116,128	185,019
%	20,4%	17,4%	17,2%	13,4%
Zysk brutto po zmianie	44,031	69,407	126,982	206,351
%	20,4%	17,1%	18,5%	14,8%
EBIT przed zmianą	21,822	41,331	71,957	109,383
%	10,1%	10,1%	10,7%	7,9%
EBIT po zmianie	21,822	39,561	82,811	130,715
%	10,1%	9,7%	12,1%	9,3%

Źródło: PBG

Wniesienie Hydrobudowy 9 do Hydrobudowy Polska w zamian za akcje

W Q4 2008 będzie miało miejsce wniesienie Hydrobudowy 9 do Hydrobudowy Polska w zamian za akcje Hydrobudowy Polska. Hydrobudowa 9 została wyceniona na 326 mln PLN, uważamy, że cena jest nieznacznie bardziej atrakcyjna dla akcjonariuszy PBG, niż akcjonariuszy mniejszościowych Hydrobudowa Polska.

Wyniki historyczne Hydrobudowy 9

Historycznie Hydrobudowa 9 była jednym z największych konkurentów Hydrobudowy Włocławek. Problemy z finansowaniem (brak otwartych linii kredytowych) i znaczna strata na jednym z kontraktów, sięgająca 70 mln PLN, pchnęły spółkę na skraj bankructwa. Przed przejęciem spółki, PBG zażądało utworzenia rezerw na ryzyka wynikające ze starych, nierentownych kontraktów. W efekcie w 2006 roku, przy 281 mln PLN przychodów, spółka wykazała 159 mln PLN straty netto. W 2007 roku przychody Hydrobudowy 9 wyniosły 300 mln PLN, strata netto zaś 7,3 mln PLN. Na rok 2008 spółka prognozuje 400 mln PLN przychodów i 20 mln PLN zysku netto, z czego 150 mln PLN przychodu i 10 mln PLN zysku netto spodziewa się wygenerować w Q4 2008 (od Q4 2008 Hydrobudowa Polska będzie konsolidowana przez Hydrobudowę Polska).

Wzrost zatrudnienia

Jednym z zagrożeń dotyczącym kontynuacji dynamiki wzrostu przychodów mogą być ograniczenia ludzkie. Na koniec Q2 2008 PBG zatrudniało 3789 osób, w porównaniu do 3519 osób średnio w 2007 roku oraz 2135 osób w 2006 roku. Już obecnie spółka zmuszona jest zatrudniać m.in. wysoce wykwalifikowanych i bardzo dobrze opłacanych specjalistów z krajów Europy Zachodniej.

Planowane fuzje i przejęcia

Obecnie grupa kapitałowa PBG prowadzi rozmowy z jednym dużym podmiotem oraz z kilkoma małymi. Duży podmiot zajmuje się działalnością budowlaną na Ukrainie, działa w podobnych segmentach do tych obsługiwanych przez PBG. PBG gotowe jest zapłacić za akcje spółki nie więcej niż 50 mln PLN. W ciągu ostatnich lat ukraińska firma popadła w kłopoty finansowe, spowodowane utratą płynności (sytuacja podobna do problemów Maxera). W efekcie, zatrudnienie spółki zmniejszyło się z około 1000 do 350 osób, przychody zaś do około 150 mln PLN (P/S <= 0,33). PBG liczy, że będzie w stanie szybko odbudować zatrudnienie w firmie, osiągając podobny efekt restrukturyzacyjny jak w przypadku Hydrobudowy Włocławek, Hydrobudowy Śląsk i Hydrobudowy 9. Nie włączyliśmy spółki ukraińskiej do naszych prognoz, ze względu na niepewność odnośnie finalizacji transakcji przejęcia oraz efektów ewentualnej restrukturyzacji.

Segmenty działalności

Gaz ziemny i ropa naftowa

Charakterystyka segmentu

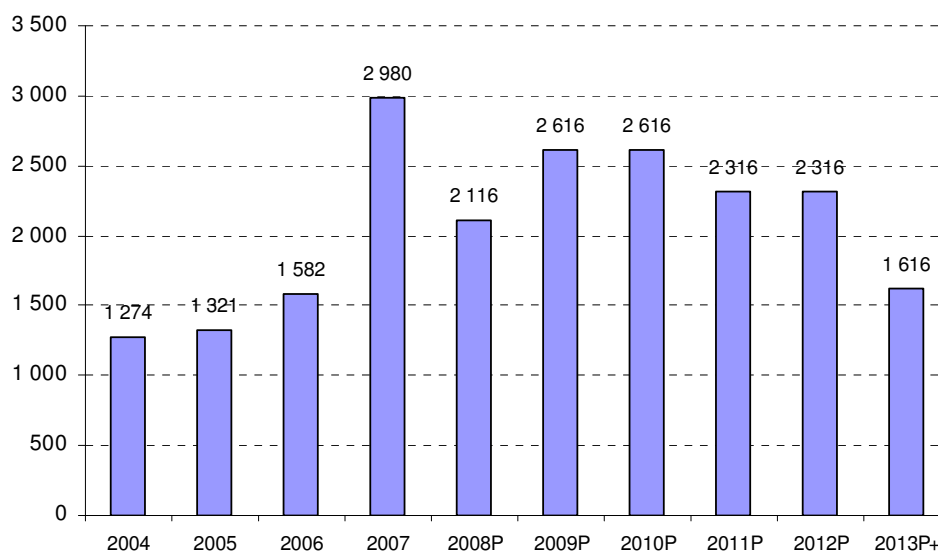
PBG jest największą w Polsce spółką działającą w segmencie usług budowlanych dla segmentów wydobywania, przesyłu i magazynowania gazu, a także instalacji LNG. Konkurencja krajowa jest słaba, w związku z tym PBG jest w stanie generować bardzo dobre marże brutto, sięgające w przypadku kopalń gazu i instalacji skraplania 20%. W dziedzinie rurociągów konkurencja jest większa, w efekcie marże brutto ze sprzedaży wynoszą około 10-15%. Największym zleceniodawcą PBG w segmencie jest PGNiG, aczkolwiek coraz większego znaczenia nabierają zlecenia ze strony spółek prywatnych planujących rozpoczęcie wydobywania i dystrybucji gazu w Polsce. Spółki te to m.in. FX Energy, Aurelian Oil & Gas, Medusa Poland. Duże znaczenie mają też inwestycje Gaz-System. W ostatnich latach mieliśmy do czynienia z niespotykanym do tej pory boomem surowcowym, w tym boomem na gaz ziemny. W efekcie ilość projektów z dziedziny budownictwa gazowego i petrochemicznego znacznie wzrosła. Globalne korporacje zareagowały na boom dwójako. Po pierwsze skoncentrowały swą działalność na największych rynkach, na których można liczyć na dużą powtarzalność inwestycji (Arabia Saudyjska, Katar, Chiny, Brazylia, Rosja,...). Rynek Polski, mimo atrakcyjnych marż, nie zapewnia powtarzalności realizowanych inwestycji (Wierzchowice i LMG to projekty jednorazowe). Ponadto, globalne korporacje skoncentrowały się na inwestycjach, które nie były rentowne przy uprzednich poziomach cen surowców, oferujących niezwykle korzystne marże (np. wydobywanie ropy z dna morskiego, nawet do głębokości 2,5 km). Nie spodziewamy się wejścia światowych gigantów na rynek polski, w przypadku utrzymania się wysokich cen surowców energetycznych i istotnego popytu w innych krajach świata. Ponadto, istnieje bariera w postaci braku własnej struktury wykonawczej w Polsce

(nowy gracz musiałby albo zbudować ją od nowa albo zakupić polski podmiot z dziedziny budownictwa gazowego).

Inwestycje PGNiG

PGNiG jest największym klientem PBG. W sierpniu 2008 roku, po 4 latach przygotowań, miało miejsce podpisanie umowy na budowę kopalni gazu ziemnego i ropy naftowej Lubiatów – Międzychód – Grotów. Wartość projektu to 1,4 mld PLN, z czego cała kwota zostanie wykazana w rachunku zysków i strat PBG. Spodziewamy się, że przychody z realizacji kontraktu wyniosą około 50 mln PLN w 2008 roku, 150 mln w 2009 roku, pozostała zaś kwota 1,2 mld PLN zostanie zrealizowana w latach 2010-2013. Spodziewamy się, że realizacja kontraktu będzie dla PBG bardzo rentowna i pozwoli wygenerować marżę brutto ze sprzedaży rzędu 20%. Spółka może otrzymać kolejny rekordowy kontrakt z PGNiG, na budowę magazynu gazu w Wierzchowicach. Wartość kontraktu to około 1,2 mld PLN. Ostateczny termin rozstrzygnięcia przetargu to 9 X 2008 roku. Brak decyzji w tym terminie oznaczać będzie około 2 lat opóźnień oraz utratę dotacji UE. W efekcie, spodziewamy się, że umowa na budowę magazynu gazu w Wierzchowicach zostanie podpisana przez PBG. Spodziewamy się, że rentowność brutto na sprzedaży w przypadku realizacji budowy wyniesie również około 20%. PGNiG planuje także budowę innych magazynów gazu (PMG Bonikowo, PMG Daszewo, PMG Strachocin). Wartość tych inwestycji to około 210 mln PLN.

Wartość inwestycji PGNiG w latach 2004-2007 i 2008P-2013P (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku SA, PGNiG

Plany innych spółek z sektora gazowego

Światowy boom na surowce energetyczne skłonił nowe podmioty do rozważenia inwestycji w Polsce. PGNiG, mimo dominującej pozycji na rynku polskim, nie pokrywa swą siecią gazową całości terytorium Polski. W efekcie, na rynku pojawiają się nowe podmioty, skłonne świadczyć usługi firmom i spółdzielniom mieszkaniowym nie obsługiwanych przez PGNiG. W lipcu projekt rozpoczęcia wydobycia własnego gazu w Polsce ogłosiła spółka Aurelian Oil & Gas. Wydatki inwestycyjne mają wynieść 300-400 mln EUR, pierwsze wiercenia rozpoczną się zgodnie z planem w 2009 roku. Pełne moce eksploatacyjne zakład spółki ma osiągnąć w 2013 roku, co implikuje rozpoczęcie inwestycji w 2009 lub 2010 roku. Obecnie PBG oczekuje na rozstrzygnięcie oferty na budowę kopalni gazu Trzek (15,4 mln EUR) dla Aurelian Oil & Gas. Ambitne plany ma również Medusa Poland z grupy RWE i FX Energy, dla którego PBG wykonywało już roboty.

Inwestycje KRI

PBG założyło spółkę KRI w 2001 roku. W 2007 roku miała miejsce emisja akcji KRI, w wyniku której pakiet większościowy akcji objęły zagraniczne fundusze inwestycyjne, udział PBG zaś spadł poniżej 20%. KRI zajmuje się dystrybucją gazu skroplonego na obszarach nie obsługiwanych przez PGNiG. Inwestorzy planują kolejne zwiększenie kapitału spółki (o 80 mln EUR), co pozwoli na kolejne inwestycje, budowę instalacji do skraplania gazu i terminalu LNG. Pierwsza umowa na około 300 mln PLN ma szansę być podpisana już pod koniec bieżącego roku. Sądzymy, że inwestycje KRI nie są zagrożone. Fundusze pozyskały już środki na

inwestycję, fundamentalnie zaś substytutu skroplonego gazu ziemnego na terenach nie objętych siecią gazową są droższe niż skroplony gaz (olej opałowy, propan-butan).

Inwestycje Gaz-System

Ostatnio miała miejsce decyzja o przekazaniu zadania budowy terminalu LNG przez PGNiG państwowej spółce Gaz-System. Naszym zdaniem może to się wiązać z opóźnieniami w realizacji projektu (do tej pory była mowa o zakończeniu budowy w 2013 roku). W zasadzie nie jest możliwe prognozowanie, kiedy budowa obiektu się rozpocznie. Koszt budowy to około 1,5-2 mld PLN. Inwestycją powiązaną z budową terminalu jest rozbudowa sieci rurociągów w północno-zachodniej Polsce. Koszt budowy to około 2 mld PLN. Kolejną znaczną inwestycją, która ma powstać w bliżej nieokreślonej przyszłości jest tzw. Baltic Pipe (koszt: 1-1,5 mld PLN). Sądzymy, że z wyżej wymienionych inwestycji PBG mógłby być zainteresowany budową terminalu LNG oraz wybranych elementów pozostałych projektów (np. terminale nabrzeżne w projekcie Baltic Pipe). Kontraktami, które PBG ma szanse w czasie pozyskać od Gaz-System w ciągu najbliższego roku jest budowa tłoczni gazu ziemnego Jarosław i Goleniów (łącznie koszt to 160 mln PLN).

Potencjał eksportowy

Spółka prowadzi roboty eksportowe w segmencie, jednak na razie na bardzo niewielką skalę. Można spodziewać się, że wraz z zakończeniem dużych inwestycji dla PGNiG (LMG, Wierzchowice), PBG będzie chciało w sposób znaczący zwiększyć udział eksportu w przychodach segmentu. Sądzymy, że realizacja prac eksportowych może oznaczać niższe marże brutto na sprzedaży (większa konkurencja i niższa przewaga kosztowa na rynkach zagranicznych). Mimo to, konieczność znacznego rozwoju działalności eksportowej pojawi się naszym zdaniem dopiero w 2012-2013 roku (do tego czasu PBG będzie realizowało za granicą niewielkie kontrakty, w celu pozyskania referencji i doświadczeń).

Ryzyka inwestycyjne w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego

W zasadzie nie dostrzegamy znaczących ryzyk w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego. Nawet w przypadku realizacji scenariusza spadku cen surowców energetycznych, spółka będzie realizować inwestycje zakontraktowane wcześniej (LMG, a prawdopodobnie już niedługo Wierzchowice). Ponadto, w takim wypadku można spodziewać się spadku cen urządzeń wykorzystywanych w instalacjach oraz technologii, co pozwoli PBG na realizację dodatkowych oszczędności i wzrost marż brutto ze sprzedaży. Scenariusz dekonjunkury gospodarczej również może mieć w perspektywie 2-3 lat pozytywny wpływ na rentowność PBG w segmencie (spadek cen usług podwykonawczych).

Dynamika przychodów i zysków netto w segmencie

Naszym zdaniem segment gazu ziemnego i ropy naftowej jest najbardziej atrakcyjnym segmentem PBG. W 2008 roku przychody w segmencie zgodnie z naszą prognozą wyniosą 181,1 mln PLN (+ 40,3% y/y). W 2009 roku, w związku z realizacją inwestycji dla PGNiG oraz KRI, spodziewamy się wzrostu do 344,1 mln PLN (+90%). Prognozujemy, że do 2012 roku spółka utrzyma marże brutto ze sprzedaży w wysokości 20%.

Budownictwo ekologiczne („woda”)

Charakterystyka segmentu

Segment ekologiczny ma największy udział w przychodach PBG. Działalność w segmencie koncentruje się wokół spółki zależnej Hydrobudowa Polska oraz Infra. Kontrakty wodno-kanalizacyjne wymagają finansowania prac przez wykonawcę w początkowych stadiach robót, często dodatni cashflow w przypadku budowy np. oczyszczalni ścieków pojawia się dopiero w drugim roku realizacji inwestycji (stąd emisja Hydrobudowy Polska ukierunkowana na zasilenie kapitału obrotowego i bankructwo Maxera spowodowane utratą płynności). W budownictwie ekologicznym można wyróżnić infrastrukturę wodno-kanalizacyjną, renowację sieci wodno-kanalizacyjnych oraz budownictwo hydrotechniczne. W ramach infrastruktury wodno-kanalizacyjnej PBG buduje m.in. systemy kanalizacji i wodociągów, w tym magistrale, oczyszczalnie ścieków, stacje uzdatnia wody. Spółka koncentruje się na dużych projektach, których realizacji nie mogą się podjąć małe podmioty (ze względu na brak mocy wytwórczych oraz źródeł finansowania). W przypadku dużych projektów konkurencją PBG są jedynie wybrane duże firmy ogólnobudowlane (Pol-Aqua, Warbud, Mitex, Budimex, Mostostal Warszawa,...), w efekcie rentowność jest znacznie wyższa i może wynieść nawet 13-14% brutto. Konkurencja jest znacznie większa w przypadku małych projektów, których realizacji PBG się nie podejmuje (zbyt niska rentowność, nie odbiegająca od średniej rentowności w branży budowlanej). W dziedzinie budowy hydrotechnicznej PBG w zasadzie nie posiada konkurenta krajowego, co związane jest z praktycznym brakiem inwestycji w segmencie w latach przeszłych. Sądzymy jednak, że wykonawstwem obiektów może się zająć inna spółka

krajowa, zajmująca się budownictwem ogólnym, przy współudziale partnera zagranicznego dysponującego stosownymi referencjami. Sądzymy, że w przypadku pojawienia się projektów hydrotechnicznych na rynku, rentowność będzie wysoka (12-16% brutto). Rentowność brutto ze sprzedaży będzie zależać bezpośrednio od tego, czy w ewentualnym przetargach hydrotechnicznych PBG pojawi się nowa konkurencja. Ostatnim obszarem działalności w ramach budownictwa ekologicznego jest renowacja sieci wodno-kanalizacyjnej. Działalność skupia się wokół spółki zależnej Infra, polega zaś na renowacji sieci metodą bezwykopową. W dziedzinie wykonywanych prac, PBG nie posiada konkurencji krajowej, lecz jedynie zagraniczną, skutkiem tego jest w stanie generować bardzo wysokie rentowności brutto ze sprzedaży, rzędu 20%.

Inwestycje w budownictwie ekologicznym

Zwiększone wydatki w zakresie ochrony środowiska związane są z przyznanymi Polsce środkami finansowymi w ramach Funduszu Spójności oraz innych funduszy unijnych. Zgodnie z projektem dokumentu o nazwie „Polityka Ekologiczna Państwa na lata 2007-2010 (...)” 52% planowanych wydatków ma zostać pokryte ze środków własnych przedsiębiorstw (w tym samorządów i spółek komunalnych), 25% z funduszy zagranicznych, 20% z polskich funduszy ekologicznych, pozostałe zaś 3% ze środków samorządów i budżetu państwa.

Wydatki na cele ekologiczne w latach 2007-2010 i 2011-2014 (mln PLN)

Kierunek inwestowania	2007-2010	2011-2014
Wariant pierwszy - polityka ekologiczna państwa		
Ochrona powietrza atmosferycznego	18 600	20 600
Gospodarka ściekowa i ochrona wód	28 500	27 900
Gospodarka wodna	6 400	5 300
Gospodarka odpadami	6 500	4 500
Pozostałe	3 932	3 102
Ogółem	63 932	61 402
Wariant drugi - realizacja zobowiązań akcesyjnych		
Ochrona powietrza atmosferycznego	15 252	17 098
Gospodarka ściekowa i ochrona wód	23 370	23 157
Gospodarka wodna	5 248	4 399
Gospodarka odpadami	5 330	3 735
Pozostałe	3 225	2 575
Ogółem	52 425	50 964

Źródło: Projekt Polityki Ekologicznej Państwa na lata 2007-2010, z uwzględnieniem perspektywy na lata 2011-2014

Prognoza wydatków na wybrane cele ekologiczne

Ze względu na dużą liczbę planowanych projektów, prognozę wzrostu przychodów spółki bazujemy na prognozie stopy wzrostu całego rynku (tzn. wydatków na wybrane cele ekologiczne). W naszej prognozie założyliśmy dążenie do realizacji wariantu akcesyjnego, który naszym zdaniem wydaje się być bardziej realistyczny. Ponadto, założyliśmy opóźnienia w osiągnięciu założonych celów, skutkiem czego jest stosunkowo spłaszczona struktura dynamiki wzrostu przychodów. Ponadto, założyliśmy, że po roku 2012 nie nastąpi regres wydatków na cele ekologiczne, lecz raczej ich stabilizacja, ze względu na rozłożenie czasowe projektów oraz wyznaczenie nowych celów ekologicznych.

Prognoza wydatków na wybrane cele ekologiczne, 2007-2010 (mln PLN)

Kierunek inwestowania	2007	2008	2009	2010
Gospodarka ściekowa i ochrona wód ogółem	4 411,2	5 028,8	5 783,1	6 477,1
Stopa wzrostu	12,0%	14,0%	15,0%	12,0%
Gospodarka odpadami	742,0	860,7	1 015,6	1 157,8
Stopa wzrostu	12,0%	16,0%	18,0%	14,0%
Łącznie gospodarka ściekowa, odpadami, ochrona wód	5 153,2	5 889,5	6 798,7	7 634,9
Stopa wzrostu	12,0%	14,3%	15,4%	12,3%

Źródło: DI BRE Banku SA

Prognoza wydatków na wybrane cele ekologiczne, 2011-2014 (mln PLN)

Kierunek inwestowania	2011	2012	2013	2014
Gospodarka ściekowa i ochrona wód ogółem	6 995,2	7 345,0	7 638,8	7 944,4
Stopa wzrostu	8,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Gospodarka odpadami	1 250,5	1 313,0	1 365,5	1 420,1
Stopa wzrostu	8,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Łącznie gospodarka ściekowa, odpadami, ochrona wód	8 245,7	8 658,0	9 004,3	9 364,5
Stopa wzrostu	8,0%	5,0%	4,0%	4,0%

Źródło: DI BRE Banku SA

Potencjalne projekty w dziedzinie budownictwa hydrotechnicznego

W dziedzinie budownictwa hydrotechnicznego na lata 2009-2015 przewidziane są trzy główne projekty. 1,8-1,9 mld PLN ma kosztować budowa stopnia wodnego lub stałego progu w Nieszawie i modernizacja stopnia wodnego we Włocławku. Na około 0,5 mld PLN można wycenić prace związane z kompleksowym zabezpieczeniowym Żuław. Budowa zbiornika przeciwpowodziowego Racibórz kosztować będzie około 0,4 mld PLN.

Ryzyka inwestycyjne w segmencie

Dostrzegamy dwa główne ryzyka w segmencie ekologicznym, a mianowicie ryzyko marż niższych niż przewidywane przez PBG oraz ryzyko opóźnień w realizacji inwestycji. Obecnie PBG i Hydrobudowa Polska stara się ofertować po stosunkowo wysokich cenach, ze względu na stosunkowo wypełniony backlog oraz duży popyt na usługi firm. Sądzymy, że realizacja strategii zaowocuje lekkim wzrostem rentowności brutto w segmencie ochrony środowiska w latach 2009-2010. Nie można jednak wykluczyć, że marże będą niższe ze względu na konkurencję ze strony innych dużych firm z dziedziny budownictwa ogólnego, które posiadają dział budownictwa ekologicznego oraz dostęp do kapitału obrotowego. Ponadto, naszym zdaniem strategia grupy kapitałowej PBG przestanie być możliwa do realizacji w przybliżeniu od roku 2010, tzn. kiedy wydatki na cele ekologiczne zaczną się stabilizować. Wtedy najprawdopodobniej marże brutto ze sprzedaży ustabilizują się na niższym poziomie. Ponadto, dostrzegamy ryzyko opóźnień realizacji przewidzianych inwestycji ekologicznych, w tym obiektów hydrotechnicznych.

Możliwość wzrostu konkurencji w segmencie

Dostrzegamy możliwość wzrostu zaangażowania dużych podmiotów z dziedziny budownictwa ogólnego w segmencie ekologicznym. Budownictwo oczyszczalni ścieków czy stacji uzdatniania wody z punktu widzenia technicznego jest zbliżone do budownictwa kubaturowego. Największe spółki budowlane, takie jak Skanska, Warbud, czy Budimex i Mostostal Warszawa już są w segmencie obecne. Istnieją także realne szanse na wzrost zaangażowania innych firm. Bariery wejścia są procedury związane z postępowaniem przetargowym (niespełnienie surowych warunków wiąże się z wykluczeniem z przetargu, wymagane referencje) oraz potrzeba posiadania wykwalifikowanej kadry. Sądzymy jednak, że bariery te duże firmy budowlane mogą pokonać, poprzez przejęcie niewielkich firm działających w segmencie lub/i współpracy zagranicznych konsorcjantów zapewniających stosowne referencje. Efekt wejścia nowych graczy i wzrostu zaangażowania bieżących może pojawić się dopiero za około 2 lata w postaci niższych marż realizowanych w segmencie (do tego czasu wyniki PBG będą kształtowały się na bazie kontraktów podpisanych obecnie). Efekt wzrostu zaangażowania innych firm w segmencie może być jednak dyskontowany w cenach akcji znacznie wcześniej.

Dynamika przychodów i marż w segmencie ekologicznym

Spodziewamy się, że przychody w segmencie w 2008 roku wyniosą blisko 1 278,2 mln PLN (+36,5% y/y). W latach kolejny oczekujemy wzrostu zgodnego z zaprezentowaną prognozą (uważamy, że ze względu na ograniczenia „ludzkie” oraz obraną przez grupę PBG strategię, przychody nie będą w segmencie rosły szybciej niż rynek). Spodziewamy się, że rentowność w segmencie będzie nieznacznie rosła w latach 2008-2010, w kolejnych latach zaś spadnie i ustabilizuje się w długim terminie na poziomie 12-12,5%.

Paliwa**Charakterystyka segmentu**

W segmencie paliw PBG wykonuje i montuje zbiorniki na gaz ziemny i ropę naftową. Popyt determinowany jest przez dążenie rządu Polski do osiągnięcia strategicznego celu magazynowania 90-dniowych rezerw ropy i gazu (obecnie rezerwy wynoszą starczą na około 77 dni). Konkurencja w segmencie jest nieznacznie większa niż w segmencie gazu ziemnego i ropy naftowej. Na rynku znaczącą pozycję ma też Polimex Mostostal i Warbud zbiorniki

wykonuje także Mostostal Płock. Ważnym graczem jest również Hydrobudowa 6 (spółka zależna Bilfinger Berger), jednak ostatnio firma została wykluczona z przetargów publicznych, ze względu na przerwanie realizacji kilku projektów, w które spółka była zaangażowana.

Inwestycje OLPP

Największym klientem PBG w segmencie paliw jest OLPP (dawne Naftobazy). Państwowa firma ma około 2/3 udziału w pojemnościach magazynowych gotowych paliw w kraju. Spółka planuje systematycznie zwiększać swoje pojemności magazynowe. Są plany budowy zbiorników o pojemności 244 tys. m³ (koszt to około 150 mln PLN). W perspektywie 5-6 lat OLPP planuje także budowę zbiorników w kawernach solnych, co kosztować może kilkaset mln PLN, przyszłość projektu jest jednak niepewna. Konkurencją OLPP w zakresie magazynowania paliw jest PKN Orlen i Lotos, a także firma TanQuid, jedyny prywatny operator. Zdolności magazynowe OLPP wynoszą 1,8 mln m³, TanQuid zaś 110 tys. m³.

Inwestycje NATO

W ramach segmentu paliw, PBG realizowało inwestycje dla Zakładu Inwestycji Organizacji Traktatu Północnoatlantyckiego, w tym kontrakt na budowę zbiorników dla myśliwców F-16 na 255,5 mln PLN. Spodziewamy się, że realizacja budowy tarczy rakietowej w Polsce oznaczać będzie kolejne inwestycje dla NATO. Wstępnie, wartość inwestycji szacujemy na około 1 mld PLN. Warunkiem koniecznym do realizacji inwestycji wojskowych jest akredytacja do wykonywania inwestycji NATO od Agencji Bezpieczeństwa Wewnętrznego. Akredytację PBG posiada, podobnie jak główny rywal, Polimex Mostostal. Posiada ją także na przykład Projprzem, jednak w niższym stopniu (akredytacja posiada 4 stopnie tajności). Sądzymy, że tak PBG, jak i Polimex Mostostal mogą realizować inwestycje NATO na zasadzie podwykonawstwa dla zagranicznej spółki prowadzącej generalne wykonawstwo (taki model funkcjonował w przypadku innych dużych inwestycji NATO na świecie).

Ryzyka inwestycyjne w segmencie paliw

Naszym zdaniem w segmencie paliw mogą zaistnieć dwa ryzyka inwestycyjne: po pierwsze konkurencja ze strony m.in. Polimexu Mostostalu może wpłynąć na spadek realizowanych marż. Po drugie, cel osiągnięcia 90-dniowych zapasów paliw może zostać odsunięty na dalszy plan (obecnie niektóre z państwa Unii Europejskiej również nie spełniają wymogów dot. magazynowania paliw).

Dynamika przychodów w segmencie

W 2008 roku przychody w segmencie zgodnie z naszą prognozą wyniosą 96,2 mln PLN (- 53,9 % y/y). W latach kolejnych spodziewamy się wzrostu o 7% (lata 2009-2012), ze względu na koncentrację spółki na inwestycjach w segmencie ropy naftowej i gazu, które oferują wyższą rentowność.

Pozostałe segmenty działalności

Charakterystyka segmentu

Pozostała działalność w grupie PBG to budownictwo ogólne (w tym mieszkaniowe i przemysłowe), budownictwo ekologiczne nie związane z instalacjami wodnymi (spalarnie śmieci), działalność deweloperska, produkcja konstrukcji stalowych. Do tego segmentu zaliczamy też usługi świadczone przez PRG Metro oraz spółki drogowe i kamieniołomy. W dziedzinie budownictwa ogólnego perspektywy uzależnione są od kształtowania się koniunktury gospodarczej, a także od ogłaszanych przetargów publicznych (metro, ekologia).

Budownictwo ogólne

W dziedzinie budownictwa mieszkaniowego PBG realizuje w zasadzie jedną dużą inwestycję w Świnoujściu. Ze względu na fakt, że spółka zapewnia finansowanie deweloperowi, jest w stanie generować na kontrakcie wysokie, sięgające 20% marże brutto na sprzedaży. Spółka rozpoczyna właśnie realizację największego w swej historii kontraktu eksportowego, a mianowicie rekonstrukcji i modernizacji zakładu Nairit Plant w Armenii. Kontrakt jest ubezpieczony w KUKI, finansowany zaś przez BRE Bank, ryzyka związane z jego realizacją są naszym zdaniem przynajmniej częściowo ograniczone. W ramach kontraktu PBG będzie w stanie wygenerować marżę brutto w wysokości 20%. Podsumowując, marże generowane na obu kontraktach są ponadprzeciętne i w przeciągu najbliższych lat można spodziewać się dążenia do akwizycji kolejnych wysoce rentownych kontraktów. Naszym zdaniem wysoce prawdopodobne jest, że w dziedzinie budownictwa ogólnego w przyszłości nie uda się już pozyskać kontraktów o aż tak wysokiej rentowności. Jednocześnie, w ramach trendu wzrostowego w segmentach ekologicznych, PBG najprawdopodobniej będzie angażować się w inwestycje spalarni śmieci. Po 2011 roku spodziewamy się wzrostu udziału budownictwa



ogólnego w przychodach Hydrobudowa Polska, na skutek spadku dynamiki wzrostu wydatków na cele ekologiczne.

Plany rozwoju segmentu drogowego

PBG planuje dynamiczny wzrost segmentu drogowego. W 2008 roku spółki drogowe mają wygenerować 150 mln PLN przychodów ze sprzedaży, w 2010 roku zaś 500 mln PLN. My jesteśmy bardziej konserwatywni w prognozach i zakładamy osiągnięcie 275 mln PLN przychodów w roku 2010. Sądzymy jednak, że PBG ma podstawy do prowadzenia wysoce rentownej działalności w segmencie drogowym. Podobnie jak Erbud, czy Pol-Aqua, spółka skupia się na drogach lokalnych, co w zamierzeniu zarządu ma jej pozwolić na osiągnięcie ponadprzeciętnych marż (w ubiegłym roku Betpol wygenerował marżę brutto w wysokości 21,3%, Dromost w wysokości 14,7%, PRID w wysokości 12,9%). Aprivia ma zając pozycję spółki matki firm drogowych z grupy PBG, a także ewentualnie spółki matki kamieniołomów, w przypadku gdy nie zostaną one wniesione do joint-venture z brytyjskim funduszem inwestycyjnym. Bathinex i Brokam nie prowadzą jeszcze działalności polegającej na wydobywaniu kruszywa. Zgodnie z deklaracją spółki, wydobywanie ma szansę rozpocząć się w październiku bieżącego roku. Kamieniołomy zlokalizowane są na Dolnym Śląsku, gdzie spółka planuje skoncentrować swą działalność w zakresie budownictwa drogowego.

Joint-venture w zakresie kruszyw

Zgodnie z opublikowanym wywiadem, PBG rozważa wejście w joint-venture z brytyjskim funduszem inwestycyjnym, który najprawdopodobniej jest jednym z udziałowców KRI. Powstała w ten sposób firma miałaby rozpocząć działalność w zakresie wydobywania kruszyw na szerszą skalę. Najprawdopodobniej PBG wprowadziłaby posiadane przez siebie grunty zawierające złoża kruszyw w formie aportu, w zamian za około 20% udziałów w nowej spółce. Pozytywnym aspektem takiej decyzji byłoby ograniczenie wydatków kapitałowych, związanych z rozpoczęciem i realizacją wydobywania.

Budowa warszawskiego metra

W czerwcu 2008 roku miało miejsce otwarcie kopert w pierwszym przetargu na budowę metra. Oferta konsorcjum, w którym znalazło się PBG i Hydrobudowa Polska była najtańsza, ale ze względu na inne warunki stawiane przez inwestora, wybrana została oferta Mostostalu Warszawa. Oferta konsorcjum firm Alpina, PBG i Hydrobudowa Polska opiewała na 5,9 mld PLN brutto, a więc blisko dwukrotnie więcej niż przewidywał inwestorski, była też o około 0,1 mld PLN tańsza niż oferta Mostostalu Warszawa. W efekcie, miasto zdecydowało o rozpisaniu kolejnego przetargu. Zdaniem władz Warszawy ma to, wraz z wydłużeniem czasu przewidzianego na budowę, pozwolić na redukcję kosztu budowy metra. Sądzymy, że w przetargu ma szansę pojawić się 4-5 konkurencyjnych konsorcjów, szansę na wygraną PBG w przetargu szacujemy na 20-25%. W przypadku zwycięstwa w przetargu, grupa PBG zajmie się realizacją stacji, Alpina zaś drążeniem tuneli (firma sprowadzi do Polski specjalistyczną maszynę). Ogłoszenia przetargu spodziewamy się na przestrzeni najbliższych miesięcy.

Budowa stadionów na Euro 2012

PBG startuje w przetargach na budowę stadionów, przy czym największe szanse widzi na wygraną w przetargu we Wrocławiu bądź w Poznaniu. Nie uwzględniamy wygranej w żadnym z przetargów w naszych prognozach, ze względu na dość znaczną konkurencję (w przetargu na budowę Baltic Arena pojawiły się praktycznie wszystkie największe spółki budowlane w kraju z wyjątkiem Mostostalu Warszawa). Sądzymy, że strategia PBG może spowodować, że spółka wystartuje w przetargach z dość wysokimi cenami, w efekcie nie zdobędzie ani jednego kontraktu „stadionowego”.

Hydrobudowa Polska Konstrukcje

Hydrobudowa Śląsk posiadała zakład produkcyjny, który produkował na potrzeby spółki konstrukcje stalowe. Po przejęciu firmy przez PBG oraz połączeniu z Hydrobudową Polska, zdecydowano o wydzieleniu zakładu w postaci spółki zależnej pod nazwą Hydrobudowa Polska Konstrukcje. PBG, na skutek poczynionych inwestycji, spodziewa się, że przychody zakładu osiągną około 100 mln PLN w 2009 roku. Zakład ma, poza zaopatrywaniem grupy PBG w konstrukcje stalowe, rozpocząć sprzedaż wyrobów „na zewnątrz”.

Potencjał rozwoju działalności deweloperskiej

PBG w ciągu najbliższych lat rozpocznie działalność deweloperską. Umożliwić to mogą grunty będące w posiadaniu grupy, a także generowane w działalności spółki wolne przepływy pieniężne. Prognozujemy, że ze względu na dekonjunkturę panującą obecnie na rynku deweloperskim, realizacja planów znajdzie odzwierciedlenie w przychodach PBG w 2011 roku.

Pozostałe szanse rozwoju

Pozytywną wiadomością dla PBG były ogłoszone w projekcie Strategii Energetycznej do 2030 roku plany budowy 2000 MW biogazowi w Polsce. Spółka posiada stosowne referencje, niezbędne przy budowie tego typu obiektów, ponadto będzie w stanie osiągnąć znaczące synergie w ramach połączenia inwestycji w spalarnię śmieci i w biogazownię. Sądzymy, że PBG w przyszłości może także rozważyć działalność jako operator biogazowi.

Dynamika przychodów w segmencie

W 2008 roku przychody w segmencie zgodnie z naszą prognozą wyniosą 487,4 mln PLN (+70% y/y). W 2009 roku spodziewamy się osiągnięcia 761,1 mln PLN przychodów (+56,2%), co spowodowane będzie rozwojem spółek drogowych, konsolidacją PRG Metro oraz wzrostem produkcji w Hydrobudowa Polska Konstrukcje.

Analiza porównawcza wyceny akcji spółki

Wstęp do analizy porównawczej

Przeprowadziliśmy analizę porównawczą wyceny akcji spółki. Jako bazę porównawczą wybraliśmy polskie spółki budowlane oraz zagraniczne spółki świadczące specjalistyczne usługi budowlane m.in. dla branży ropy naftowej i gazu ziemnego. Naszym zdaniem polskie spółki budowlane w sposób dość ograniczony mogą być porównywalne z PBG, głównie ze względu na specyfikę kontraktów ekologicznych. Struktura kontraktów wymusza finansowanie robót ze środków własnych firmy budowlanej w początkowej fazie prac, dodatni cashflow pojawia się często dopiero w drugim roku od rozpoczęcia budowy. W efekcie, w porównaniu do działalności w innych segmentach budownictwa, kontrakty wymagają założenia wyższej rentowności brutto, aby skompensować koszt finansowania robót. Na skutek tego firma działająca w segmencie ekologicznym generuje wyższe zyski w rachunku zysków i strat, co oddziałuje na wskaźniki P/E, EV/EBITDA, czyniąc je bardziej atrakcyjnymi. Model DCF jest w stanie wykluczyć ten efekt. Baza porównawcza w postaci zagranicznych spółek z dziedziny budownictwa w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego nie eliminuje tego efektu, pozwala jednak na porównanie cen innych wysoce wyspecjalizowanych firm budowlanych.

Analiza porównawcza: polskie spółki budowlane

	P/E 2008	P/E 2009	P/E 2010	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010	P/S 2008	P/S 2009	P/S 2010
Mostostal Warszawa	13,34	12,02	10,15	7,62	6,57	5,61	0,46	0,40	0,35
Budimex	24,17	18,16	9,77	15,17	11,92	6,80	0,63	0,56	0,40
Erbud	14,02	11,63	10,14	11,00	9,50	8,54	0,73	0,59	0,52
Elektrobudowa	16,47	15,15	13,31	11,68	10,23	9,04	1,09	1,01	0,90
Polimex Mostostal	20,18	17,71	12,05	10,33	9,68	7,72	0,59	0,52	0,47
Mediana	16,47	15,15	10,15	11,00	9,68	7,72	0,63	0,56	0,47
PBG	23,00	16,94	13,56	13,56	10,20	8,23	1,62	1,19	0,99
Premia	39,67%	11,81%	33,53%	23,22%	5,38%	6,61%	156,09%	113,18%	111,47%

Źródło: DI BRE Banku SA; Wskaźniki skalkulowane na dzień 11.09.2008

Analiza porównawcza: zagraniczne, wysoce specjalistyczne spółki budowlane

	P/E 2008	P/E 2009	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009	P/S 2008	P/S 2009
Technip	12,50	11,12	4,61	4,17	0,68	0,67
McDermott International	9,96	8,23	5,71	5,00	0,89	0,80
Fluor Corporation	16,60	14,11	7,43	6,24	0,48	0,40
Foster Wheeler	9,58	8,43	5,46	4,67	0,73	0,61
KBR	10,60	9,04	2,79	2,38	0,28	0,26
Shaw Group	15,89	11,24	9,54	7,12	0,43	0,36
JGC	12,99	12,39	5,24	5,09	0,77	0,73
Chiyoda	17,47	14,50	4,14	3,21	0,44	0,45
Linde	14,83	13,01	7,98	7,25	1,09	1,02
Tecnicas Reunidas	12,50	10,23	9,01	7,17	0,74	0,63
Mediana	12,75	11,18	5,59	5,05	0,71	0,62
PBG	23,00	16,94	13,56	10,20	1,62	1,19
Premia	80,46%	51,49%	142,78%	102,26%	129,19%	91,61%

Źródło: Bloomberg; Wskaźniki skalkulowane na dzień 11.09.2008

Podsumowanie analizy porównawczej

Analiza porównawcza wskazuje, że PBG wyceniane jest z premią, tak do polskich spółek budowlanych, jak i do zagranicznych firm zajmujących się budową specjalistycznych obiektów dla branży gazu ziemnego i ropy naftowej. Znaczącej premii nie widać jedynie w przypadku wskaźnika EV/EBITDA dla polskich spółek i lat 2009, 2010. Jest to spowodowane dużą częścią zysków, która przypada na akcjonariuszy mniejszościowych i jest wykazywana poniżej zysku operacyjnego w rachunku zysków i strat. Premia w porównaniu do innych spółek budowlanych jest naszym zdaniem jedynie częściowo uzasadniona – faktycznie PBG będzie generować ponadprzeciętne stopy wzrostu przychodów, jednak dostrzegamy także dwa negatywne czynniki. Po pierwsze wysoka rentowność w segmencie ekologicznym ma swą cenę w postaci konieczności finansowania robót we wczesnym stadium realizacji inwestycji (wydatki kapitałowe). Efekt ten nie znajduje odzwierciedlenia w wyższych wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, ale jest uwzględniony w naszym modelu wyceny. Po drugie, firma osiąga ponadprzeciętną rentowność na tle spółek budowlanych, która prawdopodobnie nie zostanie utrzymana w długim okresie (5-10 letnim).

Ponadprzeciętna rentowność

Rentowność brutto ze sprzedaży generowana przez PBG sięga w segmentach gazu ziemnego i ropy naftowej 20%, w segmencie ekologicznym wynosi od 13-14% (nowe kontrakty Hydrobudowy Polska) do 20% (kontrakty spółki Infra), w segmencie paliw osiąga około 17%. Na wybranych projektach z segmentu budownictwa ogólnego PBG także było w stanie generować rentowność rzędu 20% brutto, ze względu na np. zapewnienie inwestorowi finansowania. Rentowność uzyskiwana przez PBG na poziomie zysku ze sprzedaży brutto jest znacznie wyższa niż rentowność generowana przez pozostałe spółki z dziedziny budownictwa ogólnego (7-10%). Sądzymy, że w obliczu konkurencji na rynku budowlanym, możliwy jest spadek rentowności generowanej przez grupę PBG. Nie nastąpi on jednak szybko, ze względu na cykl realizacji kontraktów. Sądzymy, że spadek rentowności ma szanse pojawić się w 2010/2011 roku w segmencie ekologicznym, wcześniej zaś w segmencie budownictwa ogólnego. Uważamy, że ze względu na możliwość pojawienia się oznak wzrostu konkurencji w segmencie budownictwa ekologicznego w latach kolejnych, rynek może zawczasu dyskontować przewidywany spadek rentowności grupy PBG.

Analiza kontraktów budowlanych

Aktualne kontrakty PBG oraz spółek zależnych, z wyjątkiem Hydrobudowy Polska i Hydrobudowy 9.

Typ *	Realizacja	Inwestor	Wartość netto (mln PLN) **	Termin zakończenia	Termin rozpoczęcia
4	Zakład zagospodarowania odpadów w Trzebanii	Miejski zakład oczyszczania w Lesznie	59,8	2010-06-30	2008-09-08
1	Kopalnia gazu LMG	PGNiG	1 397,0	2013-06-18	2008-11-11
4	Rekonstrukcja i modernizacja zakładu w Armenii	Nairit Plant CJSC	210,0	2010-10-04	2008-04-17
4	Kompleks mieszkaniowo-usługowo-handlowy	Pomerania Development	190,0	2009-05-10	2007-05-25
2	Modernizacja kanalizacji w Łodzi	Łódzka Spółka Infrastrukturalna	11,8	2008-09-30	2007-08-31
2	Renowacja kanalizacji w Krakowie	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	23,7	2009-08-30	2007-08-31
2	Renowacja kanalizacji w Krakowie	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Krakowie	27,2	2009-08-21	2007-08-23
1	Podziemny Magazyn Gazu Nowa Ruda	Resources Services	73,8	2009-07-10	2007-06-21
2	Rozbudowa oczyszczalni ścieków Gdańsk-Wschód	Gdańska Infrastruktura Wodociągowo-Kanalizacyjna	14,8	2010-01-06	2007-06-08
3	Dostawa i montaż podziemnych zbiorników magazynowych	Zakład Inwestycji Org. Traktatu Północnoatlantyckiego	255,5	2010-01-29	2007-02-14
1	Odazotownia Grodzisk	PGNiG	119,0	2008-09-16	2006-09-27
2	Renowacja magistral wodociągowych	Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy	62,8	2009-06-03	2006-08-18
2	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Poznaniu	Miasto Poznań	213,8	2009-03-10	2006-07-24
2	Budowa stopnia wodnego Malczyce na rzece Odrze	Regionalny Zarząd Gospodarki Wodnej we Wrocławiu	99,1	2009-12-30	2006-02-08

Źródło: DI BRE Banku SA

* Typ: (1) Gaz ziemny i ropa naftowa, (2) Ekologia, (3) Paliwa, (4) Budownictwo ogólne

** Wartość netto przypadająca na grupę PBG, z wyjątkiem wartości przypadającej na spółki Hydrobudowa Polska i Hydrobudowa 9.

Aktualne kontrakty Hydrobudowy 9.

Typ *	Realizacja	Inwestor	Wartość netto (mln PLN)	Termin zakończenia	Termin rozpoczęcia
2	Modernizacja oczyszczalni ścieków w Poznaniu	Miasto Poznań	106,9	2009-03-10	2006-07-24
2	Projektowanie i budowa zakładu unieszkodliwiania odpadów w Gdańsku	Zakład Utylizacyjny w Gdańsku	62,8	2010-07-27	2008-08-06
2	Modernizacja i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Starachowicach	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Starachowicach	9,8	2009-11-30	2008-06-30
2	Modernizacja systemu zasilania Łodzi w wodę	Łódzka Spółka Infrastrukturalna	2,8	2008-12-15	2008-06-18
2	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni w Pobierowie	Gmina Rewal	1,4	2008-12-15	2008-04-29
2	Kanalizacja w Bydgoszczy	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	72,2	2010-10-20	2008-04-03
2	Stacja uzdatniania wody Miedwie	Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	6,9	2009-08-12	2008-02-19
2	Wodociągi w Szklarskiej Porębie	Karkonoski System Wodociągów	70,3	2009-10-31	2008-01-30
2	Poprawa gospodarki wodno-ściekowej, Bytom	Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	2,7	2009-06-30	2008-01-29
2	Rozbudowa oczyszczalni Fordon w Bydgoszczy	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	63,3	2010-05-12	2007-09-25
2	Rozbudowa kanalizacji osiedla Ołtaszyn	Gmina Wrocław	11,8	2009-05-08	2007-08-17

Źródło: DI BRE Banku SA

* Typ: (1) Gaz ziemny i ropa naftowa, (2) Ekologia, (3) Paliwa, (4) Budownictwo ogólne

Aktualne kontrakty Hydrobudowy Polska.

Typ *	Realizacja	Inwestor	Wartość netto (mln PLN)	Termin zakończenia	Termin rozpoczęcia
2	Modernizacja sieci wodociągowo-kanalizacyjnej w Łodzi	PBG - Infra	48,7	2010-08-11	2008-08-21
2	Projektowanie i budowa zakładu unieszkodliwiania odpadów w Gdańsku	Zakład Utylizacyjny w Gdańsku	62,8	2010-07-27	2008-08-06
2	Modernizacja i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Starachowicach	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Starachowicach	19,4	2009-11-30	2008-06-30
3	Budowa wytwórni kwasu tereftalowego (PTA)	Polimex Mostostal	22,9	2009-11-30	2008-06-20
2	Modernizacja systemu zasilania Łodzi w wodę	Łódzka Spółka Infrastrukturalna	6,8	2008-12-15	2008-06-18
2	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni w Pobierowie	Gmina Rewal	9,9	2008-12-15	2008-04-29
2	Kanalizacja w Bydgoszczy	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	20,3	2010-10-20	2008-04-03
4	Skocznia Malinka. Roboty naprawcze, zabezpieczenie zbocza skoczni	Centralny Ośrodek Sportu w W-wie	7,3	2008-09-15	2008-02-21
2	Stacja uzdatniania wody Miedwie	Zakład Wodociągów i Kanalizacji w Szczecinie	7,4	2009-08-12	2008-02-19
2	Wodociągi w Szklarskiej Porębie	Karkonoski System Wodociągów	15,1	2009-10-31	2008-01-30
2	Poprawa gospodarki wodno-ściekowej, Bytom	Bytomskie Przedsiębiorstwo Komunalne	5,8	2009-06-30	2008-01-29
4	Stadion miejski w Poznaniu	Poznańskie Ośrodki Sportu i Rekreacji	7,0	2008-08-19	2008-01-22
2	Kanalizacja w Tychach, dzielnica Zwierzyniec	Hydrobudowa 9	65,5	2009-10-20	2007-11-12
3	Zbiorniki do magazynowania paliw na terenie RP	PBG	44,3	2009-02-22	2007-10-31
2	Poprawa gospodarki wodno-ściekowej w gminie Zabrze	Gmina Zabrze	110,5	2009-10-14	2007-10-25
2	Rozbudowa oczyszczalni Fordon w Bydgoszczy.	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy	29,8	2010-05-12	2007-09-25
2	Rozbudowa kanalizacji osiedla Ołtaszyn	Gmina Wrocław	107,1	2009-05-08	2007-08-17
2	Budowa kanalizacji Strachocin, Strachocin-Wojnów, etap I	Miejskie Przeds. Wodociągów i Kanalizacji we Wrocławiu	188,5	2009-03-31	2007-06-28
2	Rozbudowa i przebudowa oczyszczalni ścieków	Gmina Piaseczno	146,6	2008-09-30	2007-06-20
2	Przebudowa oczyszczalni ścieków	Gmina Zabrze	45,3	2008-12-31	2007-06-20
2	Inwestycje w zakresie gospodarki ściekowej	Związek Gmin Dorzecza Wisłoki	40,4	2009-09-18	2007-06-01
2	Rozbudowa oczyszczalni ścieków	Zielonogórskie Wodociągi i Kanalizacja	24,9	2008-09-18	2007-04-27
2	Kanalizacja dzielnice Wilkowyje i Mąkolowiec	Gmina Tychy	90,4	2009-07-30	2007-04-12
2	Kolektor ściekowy	Wodociągi Słupsk	11,1	2008-08-05	2007-01-11
2	Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni w Ustce	Wodociągi Ustka	25,3	2008-10-31	2006-12-18
2	Poprawa gospodarki wodno-ściekowej, Bytom	Bytomskie Przedsiębiorstwo	31,1	2008-09-26	2006-08-30



2	Stacja uzdatniania wody Królewiecka i rozbudowa wodociągów w Elblągu	Komunalne Elbląskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji	61,5	2008-07-02	2006-06-09
2	Kanalizacja w Tarnowie	Tarnowskie Wodociągi	11,6	2008-08-31	2006-05-22
2	Kolektory i systemy ściekowe - Toruń Płd., dzielnice Podgórz, Stawki, Rudak	Gmina Miasta Toruń, Toruńskie Wodociągi	24,9	2008-09-09	2004-08-31

Źródło: DI BRE Banku SA

* Typ: (1) Gaz ziemny i ropa naftowa, (2) Ekologia, (3) Paliwa, (4) Budownictwo ogólne

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki PBG szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 245,1 PLN. Rekomendujemy trzymanie walorów spółki.

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 6,0% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%
- Pierwsze przychody z działalności deweloperskiej w 2011 roku (skutkuje to zwiększonymi wydatkami na rozbudowę zasobów)
- Wydatki kapitałowe w latach 2009-2016 na poziomie 5% powyżej amortyzacji
- Utrzymanie długich cykli finansowania realizacji kontraktów ze środków własnych w segmencie ekologicznym
- W prognozach nie uwzględniamy przejęcia spółki ukraińskiej oraz innych spółek



Model DCF

(mln PLN)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2017+
Przychody ze sprzedaży	2 036,4	2 769,7	3 334,1	3 884,4	4 152,6	4 403,3	4 618,0	4 874,8	5 117,4	5 345,7	
zmiana	47,9%	36,0%	20,4%	16,5%	6,9%	6,0%	4,9%	5,6%	5,0%	4,5%	
EBITDA	268,4	356,7	442,3	511,7	529,9	543,4	566,7	601,7	633,2	644,3	
marża EBITDA	13,2%	12,9%	13,3%	13,2%	12,8%	12,3%	12,3%	12,3%	12,4%	12,1%	
Amortyzacja	34,1	34,2	34,4	34,5	34,6	34,8	34,9	35,1	35,2	35,2	
EBIT	234,3	322,5	407,9	477,2	495,2	508,6	531,8	566,7	598,0	609,1	
marża EBIT	11,5%	11,6%	12,2%	12,3%	11,9%	11,6%	11,5%	11,6%	11,7%	11,4%	
Opodatkowanie EBIT	44,5	61,3	77,5	90,7	94,1	96,6	101,0	107,7	113,6	115,7	
NOPLAT	189,8	261,2	330,4	386,5	401,1	412,0	430,8	459,0	484,4	493,4	
CAPEX	-75,6	-35,8	-36,0	-36,1	-36,2	-36,4	-36,5	-36,7	-36,8	-35,2	
Kapitał obrotowy	-217,1	-176,9	-252,5	-142,0	-104,5	-94,1	-94,2	-85,2	-80,5	-34,2	
Pozostałe	-72,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-141,7	82,7	76,3	242,9	295,0	316,2	335,0	372,1	402,3	459,2	472,9
WACC	10,7%	10,6%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%	10,0%	
współczynnik dyskonta	95,0%	85,9%	77,8%	70,6%	64,0%	58,0%	52,6%	47,6%	43,2%	39,2%	
PV FCF	-134,6	71,0	59,4	171,4	188,7	183,4	176,1	177,3	173,6	180,1	
WACC	10,7%	10,6%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%	10,0%	
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	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	5%	7%	12%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	12%	
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	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)	6 760,8										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 652,6										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 246,3										
Wartość firmy (EV)	3 898,9										
Dług netto	314,9										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	540,3										
Wartość firmy	3 043,6										
Liczba akcji (mln.)	13,4										
Wartość firmy na akcję (PLN)	226,6										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	0,1										
Cena docelowa	245,1										
EV/EBITDA('08) dla ceny docelowej	11,3										
P/E('08) dla ceny docelowej	21,3										
Udział TV w EV	68%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	218,5	232,0	247,3	265,1	285,7
WACC -0,5pp	217,6	230,9	246,2	263,9	284,4
WACC	216,6	229,9	245,1	262,7	283,2
WACC +0,5pp	215,6	228,9	244,0	261,5	281,9
WACC +1,0pp	214,7	227,9	242,9	260,3	280,7

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	408,5	674,3	1 376,8	2 036,4	2 769,7	3 334,1
<i>zmiana</i>	89,1%	65,1%	104,2%	47,9%	36,0%	20,4%
Koszt własny sprzedaży	337,4	558,2	1 191,7	1 711,2	2 334,5	2 797,7
Zysk brutto na sprzedaży	71,2	116,1	185,0	325,2	435,2	536,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	17,4%	17,2%	13,4%	16,0%	15,7%	16,1%
Koszty sprzedaży	-2,8	-1,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
Koszty ogólnego zarządu	-31,0	-52,8	-79,6	-93,3	-110,8	-126,7
Pozostała działalność operacyjna netto	4,0	10,0	4,3	2,9	-1,4	-1,2
EBIT	41,3	72,0	109,4	234,3	322,5	407,9
<i>zmiana</i>	89,4%	74,1%	52,0%	114,2%	37,6%	26,5%
<i>marża EBIT</i>	10,1%	10,7%	7,9%	11,5%	11,6%	12,2%
Wynik na działalności finansowej	4,0	-2,0	34,7	-24,1	-10,1	-16,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto						
Podatek dochodowy	45,3	69,9	144,1	210,3	312,4	391,6
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-8,4	-15,0	-26,7	-43,0	-59,4	-74,4
	-0,9	-2,7	-15,4	-24,3	-48,5	-51,9
Zysk netto						
<i>zmiana</i>	36,0	52,2	102,1	143,1	204,6	265,3
<i>marża</i>	-	44,6%	95,6%	40,2%	43,0%	29,7%
Amortyzacja	8,8	16,6	28,8	34,1	34,2	34,4
EBITDA	50,2	88,5	138,2	268,4	356,7	442,3
<i>zmiana</i>	-	76,5%	56,1%	94,3%	32,9%	24,0%
<i>marża EBITDA</i>	12,3%	13,1%	10,0%	13,2%	12,9%	13,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	10,5	12,0	13,2	13,4	13,4	13,4
EPS	3,4	4,3	7,7	10,7	15,2	19,8
CEPS	4,3	5,7	9,9	13,2	17,8	22,3
ROAE	22,5%	19,2%	18,3%	16,0%	18,9%	22,8%
ROAA	7,4%	6,1%	6,1%	5,4%	6,4%	7,5%

**Bilans**

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	666,3	1 045,1	2 289,3	2 976,6	3 370,7	3 680,7
Majątek trwały	195,6	373,6	717,9	814,7	816,2	817,8
WNiP	4,4	4,7	13,3	13,3	13,3	13,3
Wartość firmy	5,4	72,0	267,4	311,2	311,2	311,2
Rzeczowe aktywa trwałe	177,2	266,5	307,0	370,0	371,6	373,2
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,7	62,0	52,0	52,0	52,0
Pozostałe	8,6	29,8	68,2	68,2	68,2	68,2
Majątek obrotowy	470,7	671,4	1 571,3	2 162,0	2 554,4	2 862,9
Zapasy	11,9	19,4	40,1	56,3	76,8	212,0
Należności	223,7	293,6	602,6	891,3	1 212,2	1 459,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	123,9	275,8	445,2	607,5	745,4	844,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,0	7,7	14,7	14,7	14,7	14,7
Inne	81,8	51,3	410,3	533,8	446,9	274,0
PASYWA	666,3	1 045,1	2 289,3	2 976,6	3 370,7	3 680,7
Kapitał własny	177,6	367,2	748,0	1 034,8	1 124,9	1 206,0
Kapitał mniejszości	6,6	12,1	34,6	185,2	185,2	185,2
Zobowiązania długoterminowe	197,5	212,7	330,0	330,0	331,4	331,4
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	80,4	180,2	258,6	258,6	260,0	260,0
Rezerwy i inne	117,1	32,4	71,4	71,4	71,4	71,4
Zobowiązania krótkoterminowe	284,5	453,1	1 176,7	1 426,7	1 729,2	1 958,1
Pożyczki i kredyty	137,9	205,0	466,7	466,7	466,7	466,7
Zobowiązania wobec dostawców	124,4	232,1	543,2	775,3	1 051,3	1 252,2
Inne	0,0	0,9	19,6	37,5	64,0	92,0
Dług	218,3	385,2	725,2	725,2	726,7	726,7
Dług netto	136,5	333,9	314,9	191,4	279,8	452,7
(Dług netto / Kapitał własny)	76,8%	90,9%	42,1%	18,5%	24,9%	37,5%
(Dług netto / EBITDA)	2,7	3,8	2,3	0,7	0,8	1,0
BVPS	16,9	30,5	56,7	77,0	83,8	89,8



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	-54,9	-134,2	-117,6	-15,9	73,4	63,5
Zysk netto	36,1	52,2	102,1	143,1	204,6	265,3
Amortyzacja	8,8	16,6	28,8	34,1	34,2	34,4
Kapitał obrotowy	-81,0	-57,1	-177,7	-217,1	-176,9	-252,5
Pozostałe	-18,8	-145,8	-70,7	24,1	11,5	16,3
Przepływy inwestycyjne	-97,3	-112,5	-179,0	-130,9	-35,8	-36,0
CAPEX	-30,5	-88,1	-131,8	-68,0	-35,8	-36,0
Inwestycje kapitałowe	-73,4	-42,2	-41,7	-62,9	0,0	0,0
Pozostałe	6,5	17,8	-5,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	189,8	217,0	655,5	270,3	-124,5	-200,4
Emisja akcji	66,5	187,3	333,1	294,3	0,0	0,0
Dług	131,3	46,1	342,2	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	-1,9	0,0	-114,5	-184,1
Pozostałe	-7,9	-16,4	-17,9	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	37,7	-29,7	358,9	123,5	-87,0	-172,9
Środki pieniężne na koniec okresu	81,8	51,3	410,3	533,8	446,9	274,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,1	0,0	8,5	13,7
FCF	-69,7	-76,6	-207,7	-141,7	82,7	76,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,5%	13,1%	9,6%	3,3%	1,3%	1,1%

Wskaźniki rynkowe

	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P
P/E	72,1	56,9	31,9	23,2	16,2	12,5
P/CE	57,9	43,2	24,9	18,7	13,9	11,1
P/BV	14,6	8,1	4,4	3,2	2,9	2,7
P/S	6,4	4,4	2,4	1,6	1,2	1,0
FCF/EV	-2,5%	-2,3%	-5,8%	-3,7%	2,2%	2,0%
EV/EBITDA	54,7	37,5	26,1	14,2	10,7	8,6
EV/EBIT	66,4	46,1	33,0	16,3	11,8	9,4
EV/S	6,7	4,9	2,6	1,9	1,4	1,1
DYield	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	3,5%	5,6%
Cena (PLN)	246,9					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,5	12,0	13,2	13,4	13,4	13,4
MC (mln PLN)	2599,9	2970,2	3258,3	3315,9	3315,9	3315,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	6,6	12,1	34,6	185,2	185,2	185,2
EV (mln PLN)	2 743,0	3 316,2	3 607,8	3 816,0	3 816,0	3 816,0



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, handel

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

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

Michał Piasny tel. (+48 22) 697 47 40
michal.piasny@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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 dzieleny 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu.

Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej PBG