

9 marca 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>204,4 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>195,6 PLN</b>
Kapitalizacja	2,74 mld PLN
Free float	1,46 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	10,27 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Jerzy Wiśniewski	33,47%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	6,80%
BZ WBK AIB TFI	6,61%
Pozostali	53,12%

**Strategia dotycząca sektora**

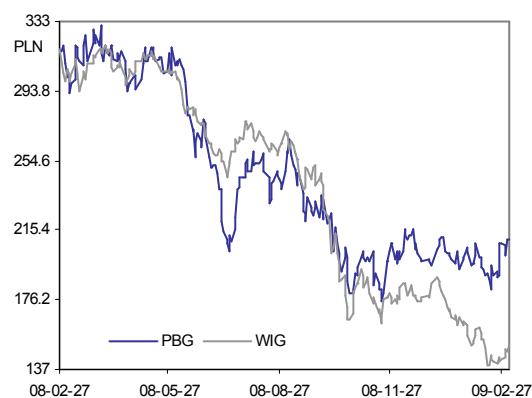
W sektorze budowlanym kierujemy się podejściem sektorowym. Najlepiej oceniamy perspektywę segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa energetycznego. Neutralnie oceniamy perspektywę budownictwa chemicznego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa kubaturowego.

**Profil spółki**

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

**Ważne daty**

15.05 - sprawozdanie finansowe za Q1 2009  
17.08 - sprawozdanie finansowe za Q2 2009  
31.08 - sprawozdanie finansowe za rok 2008

**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**

(Podtrzymana)

**Albo przychody, albo rentowność**

Wyniki Q4 2008 okazały się zgodne z prognozą zarządu opublikowaną 13 lutego bieżącego roku. Spółka na tle branży budowlanej posiada jeden z największych portfeli zamówień (6,2 mld PLN, z tego 2,7 mld PLN przypada na rok 2009, pozostała zaś część na lata kolejne). Większość kontraktów została podpisana w korzystnych warunkach rynkowych, w związku z tym może pozwolić na wygenerowanie istotnych oszczędności kosztowych. Pomimo tego, naszym zdaniem wycena PBG nie jest atrakcyjna (pozytywna rekomendacja wymagałaby założenia utrzymania wysokich marż połączonych z istotną dynamiką przychodów w przyszłości). Uważamy, że już w tym roku w segmencie ekologicznym PBG stanie przed wyborem – albo dynamika przychodów w segmencie, albo utrzymanie wysokich marż na nowych kontraktach. Wzrost konkurencji jest naszym zdaniem nieunikniony i wynika z sytuacji budownictwa kubaturowego i przemysłowego. Przewidujemy, że portfel zleceń PBG nie będzie w 2009 roku istotnie się zwiększał. Uważamy, że z uwagi na kwestie finansowania, może nie ruszyć budowa zakładu dla Nairit Plant za 210 mln USD (kontrakt podpisany w kwietniu 2008, brak kontraktu implikowałby spadek wartości portfela zamówień z 6,2 do 5,6 mld PLN, kontrakt wliczony w backlog po kursie USD/PLN=2,6). PBG notowane jest z premią w wysokości 36,7% do polskich spółek budowlanych. Podtrzymujemy rekomendację „trzymaj” i jednocześnie obniżamy cenę docelową do 195,6 PLN.

**Perspektywy na lata 2009-2010**

Sądzymy, że PBG będzie w stanie wygenerować istotne oszczędności kosztowe na obecnym portfelu zleceń (oszczędności te trudne są do oszacowania, ze względu na stosowane przez spółkę programy motywacyjne). W dodatku, spółka na koniec Q4 2008 w rachunku zysków i strat dokonała wyceny instrumentów zabezpieczających na kwotę -22,3 mln PLN, (planuje też odwrócić w 2009 roku rezerwę na kwotę 7,2 mln PLN). Jednocześnie, spodziewamy się, że wyniki ofertowania w 2009 roku mogą być słabe, ze względu na wzrost konkurencji w segmencie ekologicznym. Pod znakiem zapytania są naszym zdaniem plany Grupy PBG w segmencie drogowym (oczekiwania zarządu naszym zdaniem są zbyt wygórowane). Obawiamy się anulacji kontraktu na budowę zakładu produkcji kauczuku dla Nairit Plant (wartość to 210 mln USD).

**Szansa na wzrost wartości spółki i rewizję rekomendacji**

Szansy na wzrost wartości grupy PBG i w efekcie rewizji rekomendacji dopatrujemy się w transakcjach przejęć. Historia PBG obfituje w bardzo korzystne transakcje przejęć (Hydrobudowa Włocławek, Hydrobudowa Śląsk). PBG coraz poważniej myśli o zakupie spółki ukraińskiej za około 40 mln PLN. Interesujący wydaje się także pomysł wymiany pakietu akcji Hydrobudowy Polska na akcje Polimexu, choć naszym zdaniem jest to scenariusz mało realny (trudne negocjacje dotyczące parytetu wymiany akcji).

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1376,8	2089,3	2953,8	3052,0	3236,1
EBITDA	138,2	270,3	431,8	386,3	393,1
marża EBITDA	10,0%	12,9%	14,6%	12,7%	12,1%
EBIT	109,4	223,4	385,0	339,3	345,9
Zysk netto	102,1	158,0	248,4	213,9	219,9
P/E	26,9	17,4	11,1	12,8	12,5
P/CE	21,0	13,4	9,3	10,5	10,3
P/BV	3,7	2,7	2,2	2,2	2,1
EV/EBITDA	22,4	13,3	8,3	9,3	9,2
DYield	0,1%	0,0%	0,0%	7,2%	7,0%

## Wyniki Q4 2008

### Wyniki Q4 2008 vs. prognoza DI BRE, konsensus prognoz, prognoza zarządu

(mln PLN)	IVQ 2008	IVQ 2007	zmiana	prognoza DI BRE	różnica	konsensus	różnica	2008	prognoza zarządu	różnica
Przychody	720,3	577,3	24,8%	780,0	-7,7%	730,0	-1,3%	2089,3	2100,0	-0,5%
Zysk brutto	129,7	80,2	61,7%	111,9	16,0%	-	-	338,1	-	-
%	18,0%	13,9%	-	14,3%	-	-	-	16,2%	-	-
EBIT	80,8	45,0	79,7%	84,6	-4,5%	85,8	-5,9%	223,4	220,0	1,6%
Zysk brutto	90,6	55,9	62,1%	92,6	-2,1%	-	-	213,5	-	-
Zysk netto	73,5	39,5	86,2%	73,3	0,3%	66,3	10,9%	158,0	158,0	0,0%

Źródło: DI BRE Banku SA, PBG, PAP

### Wyniki Q4 2008

PBG zaprezentowało wyniki finansowe za Q4 2008 zgodne z rewizją prognozy dokonaną 13 lutego 2009 roku. W porównaniu do naszej prognozy, niższe okazały się przychody (przeszacowaliśmy wyniki jednostek zależnych). Wyższa niż prognozowaliśmy okazała się rentowność brutto na sprzedaży (Q4: 18,0%, Q3: 15,1%, Q2: 14,5%, Q1: 16,0%). W całej Grupie PBG marża brutto ze sprzedaży została zaniziona o około 22,3 mln PLN, z tytułu wyceny forwardów (zabezpieczenia nie uznane za efektywne). Wyższa rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży została skompensowana wyższymi niż oczekiwane kosztami zarządu (premie, różnica = 6,9 mln PLN) oraz pozostałymi kosztami operacyjnymi netto (saldo = 15,1 mln PLN). W efekcie, wynik operacyjny okazał się nieznacznie niższy od naszej prognozy. Na poziomie zysku brutto przed opodatkowaniem oraz zysku netto różnica okazała się nieistotna.

## Perspektywy Grupy PBG w segmentach

### Segment ropy naftowej i gazu ziemnego

#### Perspektywy w segmencie

Podtrzymujemy opinię, że segment gazu ziemnego i ropy naftowej jest najatrakcyjniejszym segmentem działalności PBG. W ciągu najbliższych lat marże w segmencie powinny pozostać bardzo korzystne (podpisane na górze cenowej kontrakty z PGNiG). Po zakończeniu kontraktów na budowę LMG oraz magazynu gazu w Wierzchowicach, marże mogą spaść. Marże brutto na sprzedaży na poziomie 20% w zakresie budownictwa specjalistycznego generowane są jedynie na wysoce zaawansowanych technicznie instalacjach lub w skrajnie korzystnym środowisku konkurencyjnym. Przykładowo, zagraniczne specjalistyczne firmy inżynierskie były w stanie wygenerować tak wysoką rentowność w zakresie podmorskich instalacji wydobywania ropy w trakcie hossy surowcowej. Uważamy, że po zakończeniu kontraktów dla PGNiG, PBG może być zmuszone do wyjścia na rynki zagraniczne, gdzie siła i potencjał technologiczny konkurencji jest większy.

#### Audytorzy wymuszą obniżkę prognozy przychodów?

Zgodnie z naszymi informacjami, w środowisku audytorskim zaczyna formować się opinia, że w rachunku zysków i strat lidera konsorcjum nie powinny być księgowane przychody z realizacji całości projektu, a jedynie z części odpowiadającej udziałowi lidera w konsorcjum. Takie podejście spowodowałoby spadek oczekiwanych przychodów z realizacji największych kontraktów w segmencie (LMG, Wierzchowice) o około 300 mln PLN na kontrakcie (łącznie spadek wartości portfela wyniósłby 600 mln PLN). Jednocześnie, nowe podejście księgowe pozostałoby bez wpływu na wykazywaną w sprawozdaniu finansowym rentowność, w tym zysk netto (wzrosły by marże procentowe).

### Segment ekologiczny

#### Wzrost konkurencji w segmencie ekologicznym

Sądzymy, że wyniki akwizycji w zakresie budownictwa ekologicznego będą w tym roku gorsze niż w roku ubiegłym. Zauważamy wzrost zainteresowania dużych firm budowlanych segmentem, sądzymy, że mogą one prowadzić bardziej agresywną politykę cenową niż PBG i w efekcie pozyskiwać nowe zlecenia. Konkurencja w zakresie małych przetargów ekologicznych jest już od dłuższego czasu zauważalna, teraz zaś zaostrza się także w zakresie większych obiektów (duże oczyszczalnie ścieków i spalarnie śmieci). Wzrost konkurencji spowodowany jest sytuacją sektora kubaturowego i dążeniem do pozyskiwania

zleceń z sektora publicznego, który charakteryzuje się dużą pewnością płatności. Zwracamy uwagę, że możliwość finansowania prac z kapitałów własnych posiada nie tylko PBG, ale i inni najwięksi gracze. W efekcie, nie przewidujemy istotnych dynamik przychodów w Hydrobudowie w 2010 i 2011 roku, pomimo wzrostowego charakteru sektora.

### **Nadal widzimy duże szanse w zakresie prac specjalistycznych**

Uważamy, że utrzyma się rentowność i korzystna sytuacja konkurencyjna w zakresie prac wysoce specjalistycznych (np. bezwypokowa renowacja kanalizacji). PBG ostatnio informowało o złożeniu przez konsorcjum Hydrobudowy 9, PRG Metro oraz KWG najkorzystniejszej oferty w przetargu na budowę kanałów dosyłowych do oczyszczalni Czajka w Warszawie. Wartość kontraktu to 52,8 mln EUR (250 mln PLN). Kolejne oferty opiewały na 55,5 mln EUR (konsorcjum z udziałem Pol-Aqua) oraz 67,2 mln EUR (konsorcjum firm zagranicznych). Uważamy, że rentowność kalkulowana przez PBG na kontrakcie jest ciągle bardzo korzystna.

## **Segment paliw**

### **Segment również może być wrażliwy na wzrost konkurencji**

Sądzymy, że segment paliw również może być narażony na wzrost konkurencji. Związane jest to z sytuacją innych spółek świadczących usługi w zakresie budownictwa przemysłowego (spadek ilości zleceń). Uważamy, że konkurencja na przetargach na wykonawstwo zbiorników magazynowych paliw może się w najbliższym czasie zaostrzyć. Prognozujemy spadek marż z około 19% w 2007 roku i 15% w roku 2008 do 13% w roku 2009.

## **Segment budownictwa pozostałego (w tym drogowego)**

### **Szanse i ryzyka w segmencie drogowym**

PBG planuje w najbliższym czasie pozyskać w segmencie drogowym zlecenia o łącznej wartości 200-300 mln PLN (obecnie portfel wynosi około 40 mln PLN), w roku 2010 zaś wygenerować w segmencie 300-500 mln PLN przychodów. Generalnie, uważamy, że segment budownictwa drogowego w kolejnych latach będzie charakteryzował się największymi dynamikami wzrostu i stabilną sytuacją konkurencyjną. Z drugiej strony, zauważamy ryzyko ofertowania z wysokimi cenami. Spółki drogowe PBG, podobnie jak spółki Erbudu, posiadają historię bardzo wysokich rentowności. Możliwe jest, że zarząd PBG, działając w ramach strategii koncentracji na wysokiej rentowności, powtórzy przypadek Erbudu (słabe wyniki kontraktacji, w efekcie niskie przychody spółek).

### **Joint-venture w zakresie kamieniołomów**

PBG realizuje strategię współpracy z funduszami inwestycyjnymi w zakresie utworzenia joint-venture, którego celem byłaby eksploatacja kamieniołomów w Polsce. PBG już wniosło do majątku spółki jeden z kamieniołomów, do końca 2009 zaś wniesie drugi. Fundusze mają sfinansować rozpoczęcie wydobycia kruszywa (koszt to 20 mln GBP). Docelowo utworzony podmiot składałby się z 4 kamieniołomów i wydobywał 3,5 mln ton kruszyw rocznie (cel możliwy do osiągnięcia w 2011 roku). PBG, poza udziałem w przedsięwzięciu, mogłoby liczyć na dostęp do kruszyw na korzystnych warunkach. Uważamy, że projekt jest ciekawy, tak z punktu widzenia możliwej rentowności kamieniołomów, jak i perspektyw, które daje on segmentowi drogowemu.

### **Projekty pod znakiem zapytania ze względu na kryzys finansowy**

PBG obecnie stara się pozyskać klientów zainteresowanych najmem powierzchni w biurcu, który spółka pragnie wybudować w Poznaniu. Przedstawiciele spółki twierdzą, że banki pozytywnie postrzegają projekt, jednak pozyskanie korzystnych warunków kredytowania wymaga podpisania przedwstępnych umów dzierżawy w zakresie części oferowanej powierzchni (o to może być trudno, gdyż większość firm wstrzymała decyzje inwestycyjne). Drugim projektem, którego realizacja wydaje się być zagrożona jest zakład produkcji kauczuku w Armenii (Nairit Plant). Kontrakt został podpisany w kwietniu 2008 roku, miał zostać zakończony zaś w październiku roku 2010, jednak ze względu na brak finansowania, projekt nie ruszył. Obecnie toczą się rozmowy z bankami, PBG liczy na rozpoczęcie prac jeszcze w tym roku. Sądzymy, że w obecnych warunkach rozpoczęcie projektu jest mało prawdopodobne (kryzys finansowy, spadek popytu na kauczuk ze względu na malejącą sprzedaż samochodów). Wartość zlecenia to 210 mln USD, ekspozycja walutowa nie została jeszcze zabezpieczona przez spółkę. Uważamy, że nawet gdyby kontrakt był realizowany (mało prawdopodobne), to cena byłaby renegotjowana (spadek kosztów, cen stali). Usunięcie kontraktu z portfela zamówień implikowałoby spadek jego wartości z 6,2 mld PLN do około 5,6 mld PLN; w portfelu kontrakt przeliczony po kursie USD/PLN = 2,6).

## Inne działania strategiczne

### Przejęcie podmiotu na Ukrainie

PBG planuje dokonać przejęcia podmiotu na Ukrainie. Spółka ta posiada bogatą historię działalności w segmencie gazu i ropy naftowej oraz budownictwa ekologicznego i kubaturowego, obecnie zaś, ze względu na upadłość podmiotu dominującego, jej skala działalności uległa znacznej redukcji. Spółka na chwilę bieżącą prowadzi tylko jeden projekt (budowa osiedla w Kijowie dla Parlamentu Ukrainy), w 2008 roku zaś wygenerowała 100 mln PLN przychodów. Cena przejęcia kontroli nad spółką wyniosłaby 40 mln PLN (P/S = 0,4). Jest to dość drogo jak na spółkę realizującą jedynie projekt kubaturowy, PBG liczy jednak na reaktywację działalności w segmencie gazu ziemnego, ropy naftowej oraz ekologii. W krótkim terminie spółka świadczyłaby także usługi podwykonawcze dla PBG na terenie Polski.

### Redukcja kosztów działalności i zmiany w strukturze grupy

PBG zapowiada, że będzie dążyć do wydzielenia ze struktury grupy spółki zajmującej się mniejszymi przetargami. Spółka ta powstanie na bazie firmy Hydrobudowa Polska Konstrukcje (zakup spółki od Hydrobudowa Polska za 9 mln PLN), przejmie około 200 osób z PBG i pod nazwą PBG Technologie będzie realizować drobne zlecenia. Łączne roczne przychody firmy mogą wynieść około 150-200 mln PLN.

### Poprawa sytuacji bilansowej i dodatnie przepływy pieniężne

PBG na koniec 2008 roku było najbardziej zadłużoną polską spółką budowlaną (dług netto = 751 mln PLN, z tego 717,8 mln PLN to dług krótkoterminowy, który będzie rollowany przy wyższych marżach). Sądzymy, że dług nie stanowi czynnika ryzyka, jego wysokość zaś wynika ze specyfiki realizowanych przez Grupę PBG kontraktów w segmencie ekologicznym (dodatnie przepływy pieniężne pojawiają się dopiero w drugim roku realizacji kontraktów). Spółka dysponuje liniami kredytowymi o łącznej wartości 1,75 mld PLN. Zarząd spółki przewiduje, że w 2010 i 2011 roku PBG wygeneruje dodatnie przepływy pieniężne, które będą mogły być przeznaczone na inwestycje.

### Wymiana akcji Hydrobudowy Polska na akcje Polimexu Mostostal?

Nie toczyły się na razie formalne rozmowy w sprawie wymiany akcji Hydrobudowy Polska na akcje Polimexu Mostostal. Sądzymy, że transakcja taka będzie trudna do przeprowadzenia (kwestie związane z ustaleniem parytetu wymiany akcji), natomiast w długim terminie mogłaby być korzystna dla obu spółek. Abstrahując od parytetu wymiany akcji i zmian w strukturze Polimexu, pozwoliłaby na zmniejszenie konkurencji w branży budowlanej i wzrost marż.

## Analiza porównawcza wyceny akcji spółki

Przeprowadziliśmy analizę porównawczą wyceny akcji spółki. Jako bazę porównawczą wybraliśmy polskie spółki budowlane i zagraniczne specjalistyczne firmy inżynierskie (segment ropy naftowej i gazu ziemnego). Naszym zdaniem polskie i zagraniczne spółki budowlane w sposób dość ograniczony mogą być porównywane 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 ekologiczne ze względu na koszt pieniądza w czasie generują wyższą rentowność brutto. Model DCF jest w stanie wykluczyć ten efekt.

### Analiza porównawcza: polskie spółki budowlane

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/S 2010P
Mostostal Warszawa	8,2	10,4	4,0	5,1	0,33	0,32
Budimex	9,9	10,7	5,4	6,1	0,42	0,31
Erbud	8,4	11,8	6,2	9,2	0,32	0,34
Elektrobudowa	10,7	9,9	8,9	8,6	0,71	0,70
Polimex Mostostal	8,6	10,0	5,5	5,9	0,27	0,28
Trakcja Polska	9,3	7,8	6,7	5,9	0,62	0,54
<b>Mediana</b>	<b>8,9</b>	<b>10,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>0,38</b>	<b>0,33</b>
<b>PBG</b>	<b>11,1</b>	<b>12,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>	<b>0,93</b>	<b>0,93</b>
Premia	24,1%	25,6%	42,2%	55,1%	146,7%	179,8%

Źródło: DI BRE Banku SA

**Analiza porównawcza: zagraniczne spółki budowlane**

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/S 2010P
Technip	7,6	9,2	1,8	2,0	0,45	0,49
McDermott International	7,3	5,7	2,9	2,5	0,39	0,39
Fluor Corporation	8,4	9,3	3,1	3,5	0,24	0,26
Foster Wheeler	5,7	6,5	2,9	3,3	0,34	0,36
KBR	7,1	7,3	1,4	1,4	0,17	0,19
Shaw Group	8,8	7,5	5,3	5,0	0,25	0,23
JGC	9,0	8,4	2,7	2,5	0,60	0,49
Chiyoda	19,9	16,3	-1,6	-1,6	0,22	0,29
Linde	9,8	8,8	6,1	5,7	0,67	0,64
Tecnicas Reunidas	8,3	8,5	4,4	4,6	0,47	0,48
<b>Mediana</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>0,37</b>	<b>0,38</b>
<b>PBG</b>	<b>11,1</b>	<b>12,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>	<b>0,93</b>	<b>0,90</b>
Premia	32,3%	51,9%	187,5%	221,4%	154,6%	139,8%

Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg

Po dokonaniu rewizji prognoz, zauważamy dużą premię, z jaką notowane jest PBG, tak w stosunku do polskich, jak i zagranicznych spółek budowlanych. Przy wykorzystaniu wskaźników P/E oraz EV/EBITDA, premia ta sięga 36,7% dla polskich spółek budowlanych i 123,2% dla zachodnich spółek świadczących specjalistyczne usługi budownictwa w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego. Sądzymy, że konsensus prognoz dla zagranicznych spółek inżynierskich może być zawyżony (część prognoz jest nieaktualna), w związku z tym faktyczne wskaźniki mogą być wyższe.

## Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki PBG szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 195,6 PLN. Rekomendujemy trzymanie walorów spółki.

### Wycena DCF

#### Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (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
- Pomijamy wycenę przyszłej działalności deweloperskiej na zasadzie wartości likwidacyjnej gruntów (wartość księgowa gruntów to około 52 mln PLN tzn. około 3,9 PLN na akcję PBG)
- Nie bierzemy pod uwagę ewentualnych zysków z budowy i sprzedaży biurowca przez spółkę Hydrobudowa Polska



## Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 953,8</b>	<b>3 052,0</b>	<b>3 236,1</b>	<b>3 435,6</b>	<b>3 626,8</b>	<b>3 807,5</b>	<b>3 984,3</b>	<b>4 167,9</b>	<b>4 349,7</b>	<b>4 517,4</b>	
zmiana	41,4%	3,3%	6,0%	6,2%	5,6%	5,0%	4,6%	4,6%	4,4%	3,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>431,8</b>	<b>386,3</b>	<b>393,1</b>	<b>412,2</b>	<b>394,1</b>	<b>411,1</b>	<b>427,8</b>	<b>445,9</b>	<b>462,8</b>	<b>478,8</b>	
marża EBITDA	14,6%	12,7%	12,1%	12,0%	10,9%	10,8%	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%	
Amortyzacja	46,7	47,0	47,2	47,4	47,7	47,9	48,1	48,4	48,4	48,4	
<b>EBIT</b>	<b>385,0</b>	<b>339,3</b>	<b>345,9</b>	<b>364,8</b>	<b>346,5</b>	<b>363,2</b>	<b>379,7</b>	<b>397,5</b>	<b>414,4</b>	<b>430,5</b>	
marża EBIT	13,0%	11,1%	10,7%	10,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	
Opodatkowanie EBIT	73,2	64,5	65,7	69,3	65,8	69,0	72,1	75,5	78,7	81,8	
<b>NOPLAT</b>	<b>311,9</b>	<b>274,9</b>	<b>280,2</b>	<b>295,5</b>	<b>280,7</b>	<b>294,2</b>	<b>307,6</b>	<b>322,0</b>	<b>335,7</b>	<b>348,7</b>	
CAPEX	-48,9	-49,1	-49,4	-49,6	-49,9	-50,1	-50,4	-50,6	-50,6	-48,4	
Kapitał obrotowy	-40,0	-7,7	-45,0	-46,5	-35,5	-45,9	-37,4	-38,3	-38,2	-27,4	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>269,8</b>	<b>264,9</b>	<b>233,0</b>	<b>246,7</b>	<b>242,9</b>	<b>246,0</b>	<b>267,9</b>	<b>281,4</b>	<b>295,2</b>	<b>321,3</b>	<b>331,0</b>
WACC	10,6%	10,7%	10,6%	10,6%	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	9,9%	
współczynnik dyskonta	91,9%	83,1%	75,1%	67,9%	61,4%	55,6%	50,2%	45,4%	41,1%	37,4%	
PV FCF	247,9	220,1	175,0	167,5	149,2	136,7	134,6	127,8	121,2	120,1	
<b>WACC</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>9,9%</b>	
Koszt długu	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,1%	
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
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	15%	15%	16%	16%	17%	17%	16%	16%	16%	15%	
Koszt kapitału własnego	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	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)	4 826,4										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 803,7										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 600,1										
Zdyskontowana wartość FCF	3 403,8										
Dług netto	545,0										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	435,9										
Wartość firmy	2 422,9										
Liczba akcji (mln.)	13,4										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>180,4</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>195,6</b>										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,0										
P/E('09) dla ceny docelowej	9,8										
Udział TV w EV	53%										

### Analiza wrażliwości

#### Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	177,2	186,5	197,1	209,4	223,8
WACC -0,5pp	176,5	185,7	196,3	208,6	222,9
WACC	175,8	185,0	<b>195,6</b>	207,7	222,0
WACC +0,5pp	175,1	184,2	194,7	206,9	221,1
WACC +1,0pp	174,4	183,5	193,9	206,0	220,2

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>674,3</b>	<b>1 376,8</b>	<b>2 089,3</b>	<b>2 953,8</b>	<b>3 052,0</b>	<b>3 236,1</b>
<i>zmiana</i>	<i>65,1%</i>	<i>104,2%</i>	<i>51,8%</i>	<i>41,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>6,0%</i>
Koszt własny sprzedaży	558,2	1 191,7	1 751,2	2 455,0	2 587,8	2 757,7
Zysk brutto na sprzedaży	116,1	185,0	338,1	498,7	464,2	478,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>17,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>14,8%</i>
Koszty sprzedaży	-1,4	-0,4	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Koszty ogólnego zarządu	-52,8	-79,6	-106,8	-118,2	-122,1	-129,4
Pozostała działalność operacyjna netto	10,0	4,3	-7,8	5,1	-2,2	-2,4
<b>EBIT</b>	<b>72,0</b>	<b>109,4</b>	<b>223,4</b>	<b>385,0</b>	<b>339,3</b>	<b>345,9</b>
<i>zmiana</i>	<i>74,1%</i>	<i>52,0%</i>	<i>104,3%</i>	<i>72,3%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>1,9%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>10,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>13,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	-2,0	34,7	-9,9	-35,0	-27,3	-27,7
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>69,9</b>	<b>144,1</b>	<b>213,5</b>	<b>350,1</b>	<b>312,0</b>	<b>318,2</b>
Podatek dochodowy	-15,0	-26,7	-25,8	-50,5	-59,3	-60,5
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-2,7	-15,4	-29,7	-51,1	-38,8	-37,9
<b>Zysk netto</b>	<b>52,2</b>	<b>102,1</b>	<b>158,0</b>	<b>248,4</b>	<b>213,9</b>	<b>219,9</b>
<i>zmiana</i>	<i>44,6%</i>	<i>95,6%</i>	<i>54,9%</i>	<i>57,2%</i>	<i>-13,9%</i>	<i>2,8%</i>
<i>marża</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,8%</i>
Amortyzacja	16,6	28,8	46,8	46,7	47,0	47,2
<b>EBITDA</b>	<b>88,5</b>	<b>138,2</b>	<b>270,3</b>	<b>431,8</b>	<b>386,3</b>	<b>393,1</b>
<i>zmiana</i>	<i>76,5%</i>	<i>56,1%</i>	<i>95,6%</i>	<i>59,8%</i>	<i>-10,5%</i>	<i>1,8%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>13,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,9%</i>	<i>14,6%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,1%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	12,0	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
EPS	4,3	7,6	11,8	18,5	15,9	16,4
CEPS	5,7	9,7	15,3	22,0	19,4	19,9
ROAE	19,2%	18,3%	18,0%	21,9%	16,9%	17,1%
ROAA	6,1%	6,1%	6,1%	8,5%	7,0%	7,0%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 045,1</b>	<b>2 289,3</b>	<b>2 857,0</b>	<b>3 014,2</b>	<b>3 084,6</b>	<b>3 175,2</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>373,6</b>	<b>717,9</b>	<b>909,3</b>	<b>911,5</b>	<b>913,7</b>	<b>915,9</b>
WNIp	4,7	13,3	14,6	14,6	14,6	14,6
Wartość firmy	72,0	267,4	333,1	333,1	333,1	333,1
Rzeczowe aktywa trwałe	266,5	307,0	411,5	413,7	415,9	418,1
Inwestycje długoterminowe	0,7	62,0	53,6	53,6	53,6	53,6
Pozostałe	29,8	68,2	96,6	96,6	96,6	96,6
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>671,4</b>	<b>1 571,3</b>	<b>1 947,6</b>	<b>2 102,7</b>	<b>2 170,9</b>	<b>2 259,3</b>
Zapasy	19,4	40,1	69,3	97,1	102,4	109,1
Należności	293,6	602,6	725,1	1 025,1	1 059,2	1 123,1
Należności z tyt. kontraktów budowlanych	275,8	445,2	777,8	729,7	753,2	790,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokres.	7,7	14,7	21,1	21,1	21,1	21,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	51,3	410,3	289,7	165,0	170,3	150,5
Inne	23,5	58,4	64,7	64,7	64,7	64,7
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 045,1</b>	<b>2 289,3</b>	<b>2 857,0</b>	<b>3 014,2</b>	<b>3 084,6</b>	<b>3 175,2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>367,2</b>	<b>748,0</b>	<b>1 010,9</b>	<b>1 259,3</b>	<b>1 274,5</b>	<b>1 301,9</b>
Kapitał mniejszości	12,1	34,6	103,7	103,7	103,7	103,7
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>212,7</b>	<b>330,0</b>	<b>364,8</b>	<b>301,7</b>	<b>301,7</b>	<b>301,7</b>
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	180,2	258,6	323,1	260,0	260,0	260,0
Rezerwy i inne	32,4	71,4	41,7	41,7	41,7	41,7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>453,1</b>	<b>1 176,7</b>	<b>1 377,7</b>	<b>1 349,5</b>	<b>1 404,7</b>	<b>1 468,0</b>
Pożyczki i kredyty	205,0	466,7	717,8	450,0	450,0	450,0
Zobowiązania wobec dostawców	232,1	543,2	538,0	754,3	795,0	847,2
Zobowiązania z tyt. kontraktów bud.	0,9	19,6	15,4	38,9	53,3	64,3
Inne	15,1	147,2	106,4	106,4	106,4	106,4
Dług	385,2	725,2	1 040,9	710,0	710,0	710,0
Dług netto	333,9	314,9	751,2	545,0	539,7	559,5
(Dług netto / Kapitał własny)	90,9%	42,1%	74,3%	43,3%	42,3%	43,0%
(Dług netto / EBITDA)	3,8	2,3	2,8	1,3	1,4	1,4
BVPS	30,5	55,7	75,3	93,8	94,9	96,9



**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-134,2</b>	<b>-117,6</b>	<b>-255,5</b>	<b>227,1</b>	<b>280,5</b>	<b>249,8</b>
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	248,4	213,9	219,9
Amortyzacja	16,6	28,8	46,8	46,7	47,0	47,2
Kapitał obrotowy	-57,1	-177,7	-469,2	-40,0	-7,7	-45,0
Pozostałe	-145,8	-70,7	8,8	-28,1	27,3	27,7
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-112,5</b>	<b>-179,0</b>	<b>-191,7</b>	<b>-48,9</b>	<b>-49,1</b>	<b>-49,4</b>
CAPEX	-88,1	-131,8	-191,9	-48,9	-49,1	-49,4
Inwestycje kapitałowe	-42,2	-41,7	19,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	17,8	-5,5	-19,6	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>217,0</b>	<b>655,5</b>	<b>325,1</b>	<b>-302,8</b>	<b>-226,1</b>	<b>-220,2</b>
Emisja akcji	187,3	333,1	292,3	0,0	0,0	0,0
Dług	46,1	342,2	74,0	-267,8	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-1,9	0,0	0,0	-198,7	-192,5
Pozostałe	-16,4	-17,9	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-29,7</b>	<b>358,9</b>	<b>-122,2</b>	<b>-124,6</b>	<b>5,3</b>	<b>-19,8</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	51,3	410,3	289,7	165,0	170,3	150,5
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,0	14,8	14,3
FCF	-76,6	-207,7	-473,9	269,8	264,9	233,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	13,1%	9,6%	9,2%	1,7%	1,6%	1,5%

**Wskaźniki rynkowe**

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	47,1	26,9	17,4	11,1	12,8	12,5
P/CE	35,8	21,0	13,4	9,3	10,5	10,3
P/BV	6,7	3,7	2,7	2,2	2,2	2,1
P/S	3,6	2,0	1,3	0,9	0,9	0,8
FCF/EV	-2,7%	-6,7%	-13,2%	7,5%	7,4%	6,5%
EV/EBITDA	31,7	22,4	13,3	8,3	9,3	9,2
EV/EBIT	39,0	28,3	16,1	9,3	10,6	10,4
EV/S	4,2	2,2	1,7	1,2	1,2	1,1
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	7,2%	7,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>204,4</b>					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,0	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
MC (mln PLN)	2458,9	2745,1	2745,1	2745,1	2745,1	2745,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	12,1	34,6	103,7	103,7	103,7	103,7
EV (mln PLN)	2 804,9	3 094,6	3 600,0	3 600,0	3 600,0	3 600,0



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

#### Departament Analiz:

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

#### Analicycy:

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

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



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto 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 nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PBG**

Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2008-09-12	2008-11-05	2008-11-17	2008-11-25	2009-03-09
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	246,90	200,00	191,20	197,50	207,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	39572,33	29600,54	27110,59	26964,31	22948,51