

PBG

neutralnie

sektor budowlany

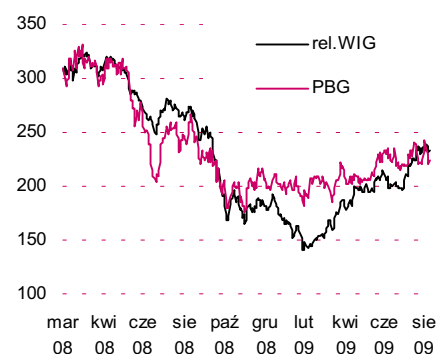
poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 224.0

Cena docelowa: 201.9

Kontrakt w Świnoujściu priorytetem

GK PBG podała dobre wyniki finansowe za II kw. 2009 roku. Obecnie portfel zamówień spółki kształtuje się na poziomie 6.17 mld PLN i zabezpiecza w znacznym stopniu przychody na bieżący i przyszły rok. Oczekujemy, że udany kolejny kwartał pozwoli spółce podnieść jesienią tegoroczne skonsolidowane prognozy. Obecnie PBG zakłada wypracowanie 2.8 mld PLN przychodów, 300.0 mln PLN EBIT i 190.0 mln PLN zysku netto. Ponadto spółka aktywnie uczestniczy w pozyskiwaniu kolejnych kontraktów. Przykładem jest udział w konsorcjum, które złożyło najkorzystniejszą ofertę na budowę dwóch odcinków autostrady A2. Priorytetem dla PBG pozostaje jednak zdobycie razem z konsorcjum kontraktu na budowę gazoportu w Świnoujściu, którego wartość szacowana jest na kwotę 600 - 700 mln euro. Do 7 października składane będą wnioski o dopuszczenie do udziału w postępowaniu, po czym konsorcja otrzymają zaproszenie do składania ofert wstępnych do dnia 31 listopada. Po negocjacjach do dnia 15 lutego 2010 roku spółki składać będą oferty ostateczne. Podpisanie umowy planowane jest w lutym 2010 roku. Uruchomienie terminalu LNG w Świnoujściu będzie miało miejsce w 2014 roku. Wygrana konsorcjum z PBG wpłynęłaby na zabezpieczenie części przychodów w latach kolejnych oraz ewentualną wypłatę dywidendy.



Max/Min 52 tygodnie	266.0 / 175.3		
Liczba akcji (mln)	14.3		
Kapitalizacja (mln PLN)	3 342		
EV (mln PLN)	3 859		
Free float (mln PLN)	1 714		
Średni obrót 3m (mln PLN)	17.6		
Główny akcjonariusz	Jerzy Wiśniewski		
% akcji / % głosów	29.65/45.73		
	1m	3m	12m
Zmiana ceny (%)	1.8	8.4	-8.6
Zmiana rel. WIG (%)	11.7	17.9	-13.5

Wyniki II kwartału

Spółka podała dobre wyniki finansowe za II kwartał 2009 roku. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 599.4 mln PLN i były o blisko 18% wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Marża brutto na sprzedaży osiągnęła poziom 13.9% i była niższa niż w II kw. 2008 roku. Powodem tego jest zmiana sposobu księgowania stosowana do początku 2009 roku, która polega na uwzględnieniu kosztów finansowania zewnętrznego kontraktu w kosztach zmiennych, co przekłada się na rentowność brutto na sprzedaży, a z kolei pomniejsza koszty finansowe.

Wycena i rekomendacja

Przy pomocy metody DCF szacujemy wartość waloru spółki na poziomie 235.8 PLN. PBG dzięki dobremu portfelowi zamówień i związanymi z nim oczekiwaniami co do przyszłych wyników finansowych notowany jest ze znaczną premią w stosunku do pozostałych spółek budowlanych, stąd wycena porównawcza w wysokości 168.0 PLN. Końcowa wycena ustala wartość akcji PBG na poziomie 201.9 PLN. Tym samym pozostawiamy nasze neutralne nastawienie do spółki.

Marcin Deręgowski
+22 598 26 05
marcin.deregowski@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2007	1 407.0	139.3	166.1	146.4	104.3	7.3	9.2	52.5	32.0	4.5	26.2	22.0	13.9%
2008	2 091.4	225.6	270.8	215.9	158.2	11.1	14.2	64.9	21.1	3.6	17.1	14.3	17.0%
2009P	2 928.0	310.7	363.0	304.9	206.0	14.4	18.1	98.4	16.2	2.4	11.8	10.1	14.6%
2010P	3 103.7	327.0	386.9	325.5	214.8	15.0	19.2	113.4	15.6	2.1	10.8	9.1	13.2%
2011P	3 041.6	319.1	380.3	320.5	211.5	14.8	19.1	128.2	15.8	1.8	10.3	8.6	11.5%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki II kwartału

Spółka podała dobre wyniki finansowe za II kwartał 2009 roku. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 599.4 mln PLN i były o blisko 18% wyższe od analogicznego okresu roku ubiegłego. Marża brutto na sprzedaży osiągnęła poziom 13.9% i była niższa niż w II kw. 2008 roku. Powodem tego jest zmiana sposobu księgowania stosowana do początku 2009 roku, która polega na uwzględnieniu kosztów finansowania zewnętrznego kontraktu w kosztach zmiennych, co przekład się na rentowność brutto na sprzedaży, a z kolei pomniejsza koszty finansowe. Koszty ogólnego zarządu wyniosły 31.8 mln PLN i były wyższe o 35.8% r/r oraz stanowiły 5.3% przychodów, podczas gdy w II kw. 2008 roku 4.6% sprzedaży. Pozostałe przychody operacyjne ukształtowały się na poziomie 23.3 mln PLN i na ich wielkość wpłynęło m.in. przeszacowanie nieruchomości należącej do Hydrobudowy 9. Koszty finansowe wyniosły 12.6 mln PLN i były o 20% niższe niż w II kw. 2008 roku, co jest pochodną wspomnianych wcześniej zmian w księgowaniu kosztów finansowania w kosztach zmiennych. Zysk netto ukształtował się na poziomie 46.9 mln PLN i na jego wartość wpłynęło rozliczenie odroczonego podatku dochodowego na niezrealizowane straty w Hydrobudowie 9.

W podziale na segmenty na uwagę zasługuje spadek rentowności w poszczególnych obszarach działalności, a będące pochodną opisanego powyżej sposobu księgowania. Znaczny wzrost marży w segmencie wody to efekt realizacji lepszego portfela zamówień w tym zakresie i zakończenie większości kontraktów o niskiej rentowności w Hydrobudowie 9.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PBG

	II kw. 2009	II kw. 2008	zmiana	I pół. 2009	I pół. 2008	zmiana
Przychody	599.4	510.1	17.5%	948.6	826.8	14.7%
Wynik brutto na sprzedaży	83.1	76.6	8.5%	147.0	126.6	16.1%
EBITDA	79.1	65.5	20.8%	125.7	104.7	20.0%
EBIT	67.7	54.9	23.3%	102.5	84.9	20.8%
Zysk netto	46.9	35.1	33.6%	70.2	50.0	40.4%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	13.9%	15.0%		15.5%	15.3%	
Marża EBITDA	13.2%	12.8%		13.2%	12.7%	
Marża EBIT	11.3%	10.8%		10.8%	10.3%	
Marża netto	7.8%	6.9%		7.4%	6.0%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

Przychody GK PBG w podziale na segmenty

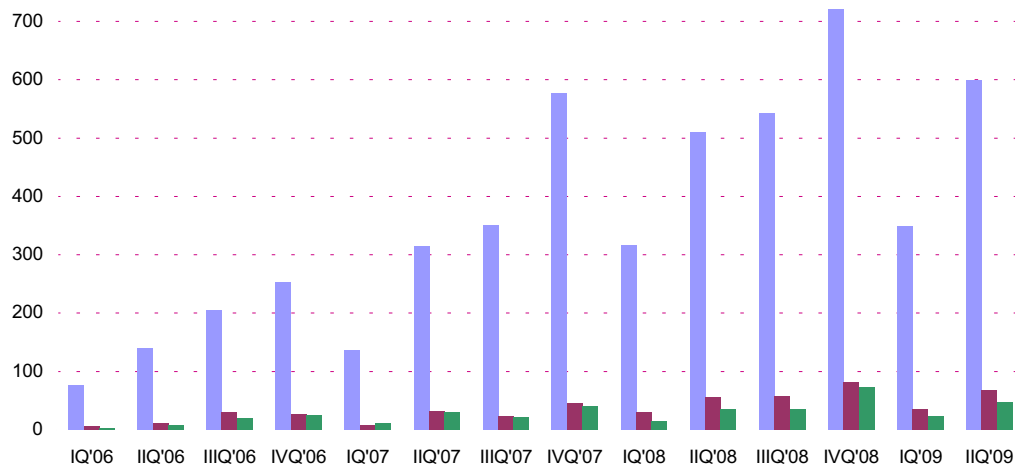
	Przychody		Wynik segmentu		Marża na segmencie	
	I pół. 09	I pół. 08	I pół. 09	I pół. 08	I pół. 09	I pół. 08
Gaz ziemny i ropa naftowa	102.9	111.6	24.8	31.1	24.1%	27.9%
Woda	387.1	463.1	42.2	19.9	10.9%	4.3%
Paliwa	73.9	74.5	7.8	18.9	10.5%	25.4%
Budownictwo mieszkaniowe i przem.	267.7	51.7	20.3	15.3	7.6%	29.5%
Drogi	68.7	37.4	7.7	6.5	11.2%	17.4%
Inne	48.3	88.5	15.5	32.4	32.1%	36.6%

Źródło: raporty finansowe spółki

Informacje o spółce

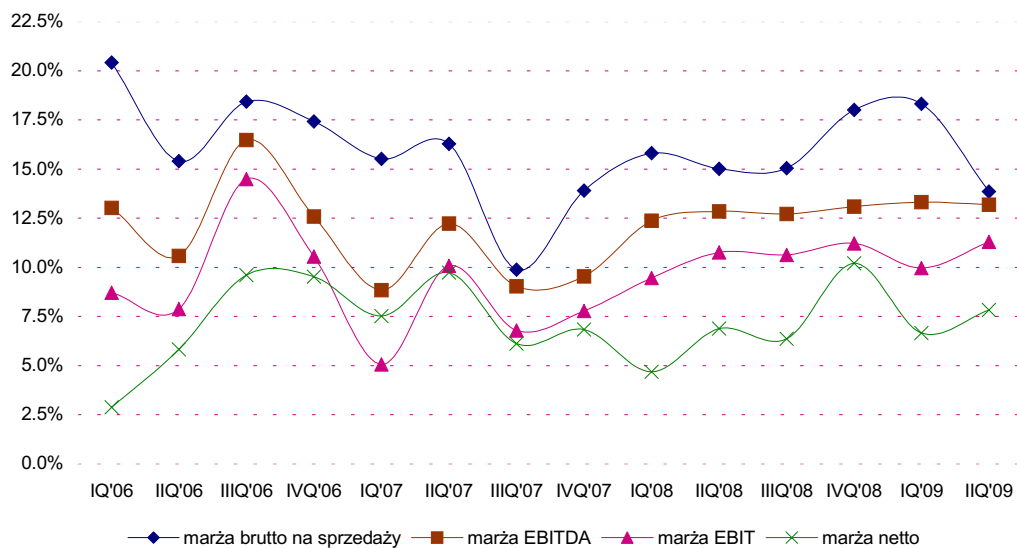
Przychody, zyski i marże

Skonsolidowane kwartalne wyniki finansowe w mln PLN



Źródło: raporty spółki

Kwartalne marże GK PBG w %

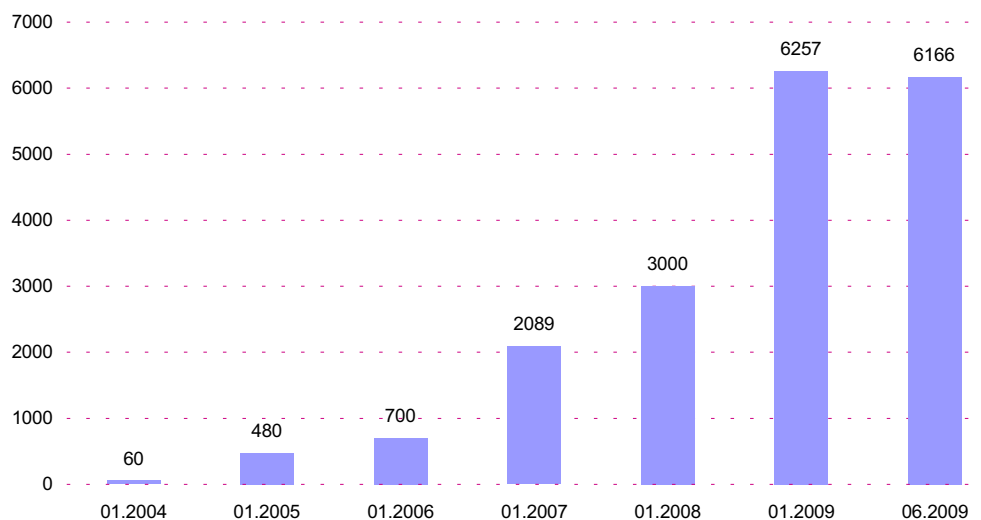


Źródło: raporty spółki

Portfel zamówień

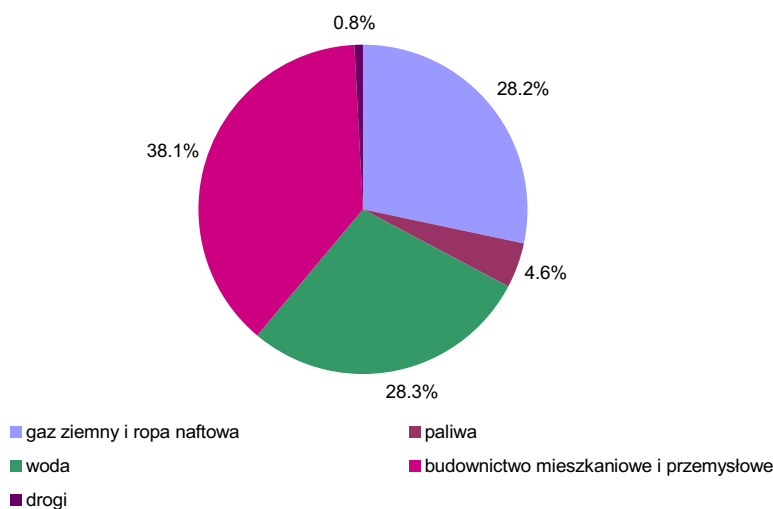
Wartość portfela zamówień GK PBG na początku czerwca bieżącego roku wyniosła 6.16 mld PLN, a największy w nim udział ma segment budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego. W I pół. 2009 roku GK PBG złożyła nowe oferty na kwotę 16.4 mld PLN. W tym czasie podpisała kontrakty o wartości 2.2 mld PLN, w tym na budowę Stadionu Narodowego w Warszawie (1.25 mld PLN) oraz stadionu w Gdańsku (427 mln PLN), a także na budowę układu przesyłowego ścieków z Warszawy lewobrzeżnej do oczyszczalni ścieków Czajka (236 mln PLN). Skuteczność pozyskiwanych kontraktów w pierwszych 6 miesiącach bieżącego roku to 13.4%.

Wartość portfela zamówień GK PBG w mln PLN



Źródło: raporty spółki

Struktura portfela zamówień GK PBG na dzień 01.06.2009 roku (w %)



Źródło: raporty spółki

Plany na przyszłość

Gazoport priorytetem

Głównym zadaniem, który stawia sobie spółka to wygranie przetargu na budowę terminalu LNG w Świnoujściu, który organizuje Gaz System. Kontrakt szacowany jest na 600 - 700 mln euro. PBG weźmie udział w tym przedsięwzięciu wraz z partnerami w konsorcjum. Do 7 października składane będą wnioski o dopuszczenie do udziału w postępowaniu, po czym konsorcja otrzymają zaproszenie do składania ofert wstępnych do dnia 31 listopada. Po negocjacjach do dnia 15 lutego 2010 roku spółki składać będą oferty ostateczne. Podpisanie umowy planowane jest w lutym 2010 roku. Według harmonogramu uruchomienie terminalu LNG w Świnoujściu będzie miało miejsce w 2014 roku. Ewentualna wygrana spółki w przetargu na LNG sprawi, że PBG mogłoby podjąć decyzje o wypłacie dywidendy.

Przejęcie Energomontażu - Południe

PBG planuje zaistnieć w segmencie energetyki. W tym celu spółka zamierza przejąć kontrolę nad Energomontażem - Południe i objąć ponad 25% akcji nowej emisji tej spółki. Na ten cel zostanie przeznaczony około 50 mln PLN. Obecnie PBG przeprowadza due diligence, a w ciągu 3 - 5 tygodni powinna zostać podpisana przedwstępna umowa zakupu pakietu akcji Energomontażu - Południe.

PBG będzie budować elektrownie?

PBG nie wyklucza także szerszej współpracy z jednym z członków konsorcjum, z którym startuje w przetargu na budowę LNG w Świnoujściu, a który posiada odpowiednie kwalifikacje do budowy elektrowni. Dobra kooperacja przy przetargu na nadmorski projekt, może zaowocować szerszą współpracą w zakresie energetyki, co pozwoliłoby PBG na udział w przetargach na nowym rynku wraz ze spółką posiadającą odpowiednie referencje.

Spalarnie odpadów

Obecnie GK PBG realizuje projekt spalarni odpadów w Gdańsku za kwotę 281 mln PLN. W planach jest budowa 11 spalarni za kwotę od 300 do 600 mln PLN w zależności od lokalizacji. Na tym rynku również PBG upatruje swoją szansę. Powodzenie projektów zależeć będzie jednak do stanu finansów publicznych oraz ilości środków unijnych, które zostaną przeznaczone na ten cel.

Segment wody i dróg

PBG widzi także źródło potencjalnych kontraktów w segmencie wody i dróg. W pierwszym z nich chce postawić na prace związane z hydrotechniką, a więc z budową m.in. zbiorników retencyjnych, gdzie bardziej skomplikowane prace i mniejsza konkurencja pozwalają wypracować wyższą rentowność. W segmencie dróg PBG liczy na większą ilość rozstrzygniętych przetargów w związku z zbliżającymi się finałami Euro 2012. Obecnie PBG w konsorcjum z SRB Civil Engineering, Apriva, Hydrobudową i Henpolem złożyło najkorzystniejsze oferty na budowę dwóch odcinków autostrady A2. Jeden odcinek o długości 7 km z wartością oferty 330.6 mln PLN oraz drugi odcinek o długości 17 km z wartością oferty 706.5 mln PLN.

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą dla polskich spółek. Bazując na metodzie DCF, oszacowaliśmy wartość jednej akcji PBG na poziomie 235.8 PLN. Z kolei przy użyciu metody porównawczej dla polskich spółek wycena wyniosła 168.0 PLN na akcję. Wycena końcowa przy zastosowaniu średniej ważonej daje wartość akcji PBG na poziomie 201.9 PLN.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Waga
Wycena porównawcza do polskich spółek	2401.4	168.0	50%
Wycena DCF	3370.5	235.8	50%
Wycena 1 akcji PBG (PLN)		201.9	

Źródło: DM Millennium

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników finansowych na lata 2009 - 2018. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach przyjęliśmy rentowność obligacji skarbowych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który bazuje na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta.

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- utrzymanie rentowności brutto na sprzedaży w latach 2009 - 2011 na poziomie 14.3% - 14.7%,
- realizacja całości portfela zamówień,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5%,
- premia rynkowa w wysokości 5%,
- współczynnik Beta na poziomie 1.0,
- długoterminowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 1.5%,
- stopa podatkowa 19%.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	>2018
sprzedaż	2 928.0	3 103.7	3 041.6	3 193.7	3 353.4	3 521.0	3 697.1	3 881.9	4 076.0	4 279.8	
EBIT	310.7	327.0	319.1	355.8	383.6	423.9	445.1	467.4	482.6	498.2	
stopa podatkowa (%)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	
EBIT (1-T)	251.7	264.8	258.4	288.2	310.7	343.4	360.6	378.6	390.9	403.5	
amortyzacja	52.3	60.0	61.3	54.0	51.7	45.6	45.0	40.5	40.6	41.0	
inwestycje	95.0	70.0	40.0	35.0	35.0	40.0	41.0	42.0	44.0	45.0	
zmiana kap.obrotowego	-135.0	-74.0	26.1	-22.5	-18.2	-14.3	-10.2	-7.1	-4.5	-1.5	
FCF	74.0	180.8	305.8	284.7	309.3	334.7	354.3	369.9	383.1	398.0	5193.5
zmiana FCF	-	145%	69%	-7%	9%	8%	6%	4%	4%	4%	1.5%
dług/kapitał (%)	39.6	30.7	28.1	25.6	23.3	21.1	19.2	17.4	15.9	14.5	14.5
st. wolna od ryzyka (%)	4.5	4.9	5.4	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.0	6.1	5.0
marża długu (%)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
premia rynkowa (%)	5.0	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	1.0
koszt długu (1-T) (%)	4.6	4.9	5.3	5.5	5.6	5.8	5.8	5.8	5.8	5.9	5.0
koszt kapitału (%)	9.5	9.9	10.4	10.6	10.7	10.9	10.9	11.0	11.0	11.1	10.0
WACC (%)	7.6	8.4	9.0	9.3	9.5	9.8	9.9	10.1	10.2	10.3	9.3
PV (FCF)	72.2	162.5	250.3	211.7	208.6	203.1	194.7	182.7	170.8	158.8	2071.8
wartość DFCF	3887.2										
											w tym wartość rezydualna 2071.8
dług netto	516.7										
wartość kap. włas.	3370.5										
liczba akcji (mln)	14.3										
wycena 1 akcji (PLN)	235.8										

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy względem polskich i zagranicznych spółek budowlanych notowanych na giełdach. Do określenia wartości akcji PBG wykorzystaliśmy najczęściej stosowane wskaźniki rynkowe EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E oraz prognozy dla spółki na lata 2009 - 2011.

Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
BUDIMEX	BDX PW	6.1	6.3	6.4	7.4	8.0	8.4	11.5	12.4	13.0
POLIMEX MOSTOSTAL	PXM PW	6.1	6.8	7.3	8.3	9.9	10.8	10.6	12.0	13.3
POL-AQUA	PQA PW	4.8	5.0	4.5	7.3	7.6	6.6	12.3	11.9	10.0
MOSTOSTAL WARSZAWA	MSW PW	5.2	6.4	7.6	6.1	8.2	10.0	12.5	13.6	16.4
ERBUD	ERB PW	10.8	11.6	11.4	12.4	13.5	12.9	16.2	17.1	15.7
ELEKTROBUDOWA	ELB PW	10.7	11.0	10.6	12.8	14.2	13.5	15.9	16.6	15.4
Mediana		6.1	6.6	7.4	7.9	9.0	10.4	12.4	13.0	14.4

Dług netto

Wyniki PBG	516.7	363.0	386.9	380.3	310.7	327.0	319.1	206.0	214.8	211.5
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Wycena przy danym wskaźniku w porównaniu do spółek

Wycena (mln PLN)	1708.3	2035.9	2304.6	1927.2	2441.4	2811.9	2554.3	2791.1	3038.0
------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Wycena ważona PBG (mln PLN)

2401.4

Wycena 1 akcji PBG (PLN)

168.0

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
przychody netto	674.3	1 407.0	2 091.4	2 928.0	3 103.7	3 041.6
koszty wytworzenia	555.6	1 192.0	1 749.5	2 510.4	2 647.6	2 596.0
zysk brutto na sprzedaży	119.1	215.0	341.9	417.6	456.1	445.6
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	54.2	81.5	108.0	121.8	129.1	126.5
saldo pozostałej działalności operacyjnej	9.2	5.9	-8.3	14.9	0.0	0.0
EBITDA	90.7	166.1	270.8	363.0	386.9	380.3
EBIT	74.1	139.3	225.6	310.7	327.0	319.1
saldo finansowe	-1.7	-21.1	-12.0	-5.9	-1.5	1.5
zysk przed opodatkowaniem	72.4	146.4	215.9	304.9	325.5	320.5
podatek dochodowy	15.5	26.7	26.0	40.9	61.8	60.9
korekty udziałów mniejszościowych	2.7	15.4	31.7	57.9	48.8	48.1
zysk netto	54.2	104.3	158.2	206.0	214.8	211.5
EPS	4.5	7.8	11.8	14.4	15.0	14.8

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	361.1	717.9	918.2	963.3	973.3	952.0
wartości niematerialne i prawne	4.7	13.3	14.8	16.1	16.5	15.8
rzeczowe aktywa trwałe	266.5	306.8	403.7	445.1	454.8	434.3
inwestycje długoterminowe	17.2	63.4	92.9	100.3	100.3	100.3
aktywa obrotowe	683.3	1 540.9	1 940.3	2 574.0	2 609.2	2 829.2
zapasy	15.6	40.1	69.4	140.5	149.0	146.0
należności	319.6	1 017.3	1 513.0	1 698.2	1 800.1	1 764.1
inwestycje krótkoterminowe	348.1	468.7	341.5	715.8	640.7	899.7
rozliczenia międzyokresowe	7.7	14.7	16.5	19.4	19.4	19.4
aktywa razem	1 044.4	2 258.8	2 858.5	3 537.2	3 582.5	3 781.2
kapitał własny	368.1	750.7	928.1	1 406.6	1 621.4	1 833.0
zobowiązania	664.3	1 473.6	1 744.9	1 990.7	1 821.2	1 808.4
zobowiązania długoterminowe	194.7	331.7	410.0	429.7	223.9	223.9
zobowiązania krótkoterminowe	469.6	1 134.1	1 326.1	1 551.1	1 587.4	1 574.6
pasywa razem	1 044.4	2 258.8	2 858.5	3 537.2	3 582.5	3 781.2
BVPS	30.6	55.9	69.1	98.4	113.4	128.2

Źródło: spółka, prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
wynik netto	54.2	104.3	158.2	206.0	214.8	211.5
amortyzacja	16.6	26.7	45.1	52.3	60.0	61.3
zmiana kapitału obrotowego	-57.5	-177.7	-568.6	-135.0	-74.0	26.1
gotówka z działalności operacyjnej	-134.2	-117.6	-262.9	129.2	202.3	297.5
inwestycje (capex)	112.5	178.9	174.9	95.0	70.0	40.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-112.5	-178.9	-174.9	-100.2	-70.0	-40.0
wypłata dywidendy	0.0	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	58.3	126.8	189.4	125.3	-205.9	0.0
gotówka z działalności finansowej	217.0	655.5	315.2	286.3	-207.4	1.5
zmiana gotówki netto	-29.7	358.9	-122.5	315.2	-75.1	258.9
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	5.9	9.8	15.1	18.1	19.2	19.1

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	65.1	108.6	48.6	40.0	6.0	-2.0
zmiana EBITDA	80.8	83.1	63.1	34.1	6.6	-1.7
zmiana EBIT	79.3	88.0	61.9	37.7	5.2	-2.4
zmiana zysku netto	50.2	92.5	51.7	30.2	4.3	-1.5
marża EBITDA	13.4	11.8	12.9	12.4	12.5	12.5
marża EBIT	11.0	9.9	10.8	10.6	10.5	10.5
marża netto	8.0	7.4	7.6	7.0	6.9	7.0
sprzedaż/aktywa	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8
dług / kapitał	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
odsetki / EBIT	-2.3	-15.2	-5.3	-1.9	-0.5	0.5
stopa podatkowa	21.4	18.2	12.0	13.4	19.0	19.0
ROE	14.7	13.9	17.0	14.6	13.2	11.5
ROA	5.2	4.6	5.5	5.8	6.0	5.6
dług netto (mln PLN)	222.3	314.9	516.7	326.9	196.1	-62.9

Źródło: spółka, prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor

banki i finanse, handel

Michał Buczyński

+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk

telekomunikacja, przemysł chemiczny

Radosław Łukaszczuk

+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Analityk

przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Marcin Palenik, CFA

+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk

paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deręgowski

+22 598 26 05
marcin.deręgowski@millenniumdm.pl

Analityk

branża budowlana, deweloperzy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Krzysztof Solus

+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny

+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytuła@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Sygnity, Wielton, Ergis - Eurofilms - od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Sky Line, Konsorcjum Stali, Warfama, Kopex, Yawal od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiedzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i operują się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

PBG	Neutralnie	1 kwi 09	191.0	172.4
PBG	Neutralnie	20 maj 09	205.2	187.0

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2009 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	11%
Akumuluj	12	34%
Neutralnie	10	29%
Redukuj	6	17%
Sprzedaj	3	9%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	5	17%
Akumuluj	9	30%
Neutralnie	9	30%
Redukuj	6	20%
Sprzedaj	1	3%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora