

2 października 2008

PBG

redukuj

sektor budowlany

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 235.0

Cena docelowa: 196.8

Poprawa wyników finansowych w cenie

PBG jest jednym z większych podmiotów funkcjonujących na polskim rynku budowlanym. Dzięki działalności w segmentach, na rozwój których w najbliższych latach zostaną przeznaczane spore nakłady środków pieniężnych, w tym z UE oraz portfelowi zamówień, znacznie wyższemu od ubiegłorocznych przychodów sądzimy, iż wyniki finansowe spółki w najbliższych latach z pewnością ulegną znacznej poprawie. Uważamy jednak, iż założenia poprawy wyników są już odzwierciedlone w rynkowej wycenie akcji i wydajemy rekomendację redukuj dla akcji PBG.

Wyniki II kwartału

W II kw. 2008 roku skonsolidowane przychody PBG poprawiły się r/r, na co wpłynęło umacnianie pozycji spółki na specjalistycznych rynkach instalacyjnych. W tym czasie sprzedaż wyniosła 506.3 mln PLN i była wyższa od analogicznego okresu roku ubiegłego o 58.8% r/r. Marża brutto na sprzedaży spadła z 17.4% w II kw. 2007 roku do 14.5% w II kw. bieżącego roku. Przyczynił się do tego wzrost kosztów zmiennych. Pomimo tego wynik brutto na sprzedaży zanotował w II kw. 2008 roku ponad 32% wzrostu r/r.

Spadek rentowności odnotowano na poziomie zysku. Wynik netto przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego wyniósł w II kw. bieżącego roku 26.4 mln PLN wobec 30.6 mln PLN rok wcześniej (-14% r/r). Przyczynił się do tego wzrost kosztów finansowych (z 4.8 mln PLN w II kw. 2007 roku do 18.6 mln PLN w II kw. 2008 roku). Dodatkowym czynnikiem była niska efektywna stopa podatkowa w II kw. 2007 roku związana z rozliczeniem straty w latach ubiegłych w jednej ze spółek zależnych, co korzystanie wpłynęło na wartość zysku netto.

Wycena i rekomendacja

Naszym zdaniem PBG ma przed sobą bardzo dobre perspektywy rozwoju. Na poprawę wyników finansowych wpłynie działalność w obszarze gazu i ropy, ochrony środowiska i wody, a także tworzenie silnej grupy budownictwa drogowego, nastawionej na realizację mniejszych, lecz bardziej rentownych kontraktów. Dodatkowym czynnikiem przemawiającym za znaczną dynamiką wzrostu wyników finansowych jest portfel zamówień przewyższający ubiegłoroczne skonsolidowane przychody spółki. Niemniej jednak sądzimy, że perspektywy te są już odzwierciedlone w rynkowej cenie akcji PBG. Wyceniając wartość akcji PBG na poziomie 196.8 PLN, zaczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia redukuj.



Max/Min 52 tygodnie	399 / 203.5		
Liczba akcji (mln)	13.4		
Kapitalizacja (mln PLN)	3 156		
EV (mln PLN)	3 348		
Free float (mln PLN)	1 670		
Średni obrót 3m (mln PLN)	9.1		
Główny akcjonariusz	Jerzy Wiśniewski		
% akcji / % głosów	33.47/50.14		
	1m	3m	12m
Zmiana Ceny (%)	-5.2	-6.4	-34.5
Zmiana rel. WIG (%)	-6.6	-6.7	-37.3

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 (%)
2006	674.3	74.1	90.7	72.4	54.2	4.0	5.3	27.4	58.3	8.6	45.6	37.3	14.7%
2007	1 376.8	109.4	138.2	144.1	102.1	7.6	9.7	55.7	30.9	4.2	30.6	24.2	13.6%
2008P	2 074.8	208.4	251.0	188.7	147.0	10.9	14.1	84.2	21.5	2.8	17.2	14.2	13.0%
2009P	2 863.2	295.2	359.1	277.7	205.9	15.3	20.1	91.9	15.3	2.6	12.3	10.1	16.7%
2010P	3 392.9	380.1	463.2	363.1	271.2	20.2	26.4	101.2	11.6	2.3	9.0	7.4	20.0%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki II kwartału

W II kw. 2008 roku skonsolidowane przychody PBG uległy znacznej poprawie, na co wpłynęło umocnienie pozycji spółki na specjalistycznych rynkach instalacyjnych. W tym okresie sprzedaż wyniosła 506.3 mln PLN i była wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego o 58.8% r/r. Marża brutto na sprzedaży spadła z 17.4% w II kw. 2007 roku do 14.5% w II kw. bieżącego roku. Przyczynił się do tego wzrost kosztów zmiennych. Pomimo tego wynik brutto na sprzedaży zanotował w II kw. 2008 roku ponad 32% wzrostu.

Spadek rentowności odnotowano na poziomie zysk netto. Wynik netto przypadający dla akcjonariuszy podmiotu dominującego wyniósł w II kw. bieżącego roku 26.4 mln PLN wobec 30.6 mln PLN rok wcześniej, a więc o -14% r/r. Przyczyniło się do tego ujemne saldo działalności finansowej na skutek wzrostu kosztów finansowych (z 4.8 mln PLN w II kw. 2007 roku do 18.6 mln PLN w II kw. 2008 roku). Dodatkowym czynnikiem była niska wartość podatku dochodowego w II kw. 2007 roku związana z rozliczeniem straty w latach ubiegłych w jednej ze spółek zależnych, co wpłynęło na wzrost wartości zysku netto.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PBG

	II kw. 2008	II kw. 2007	zmiana	I-II kw. 2008	I-II kw. 2007	zmiana
Przychody	506.3	318.9	58.8%	826.8	454.3	82.0%
Wynik brutto na sprzedaży	73.4	55.6	32.2%	126.6	76.7	65.1%
EBIT	51.5	35.8	43.9%	84.9	42.8	98.3%
EBITDA	60.7	40.9	48.4%	104.7	55.6	88.5%
Zysk netto	26.4	30.6	-14.0%	50.0	41.6	20.2%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	14.5%	17.4%		15.3%	16.9%	
Marża EBIT	10.2%	11.2%		10.3%	9.4%	
Marża EBITDA	12.0%	12.8%		12.7%	12.2%	
Marża netto	5.2%	9.6%		6.0%	9.1%	

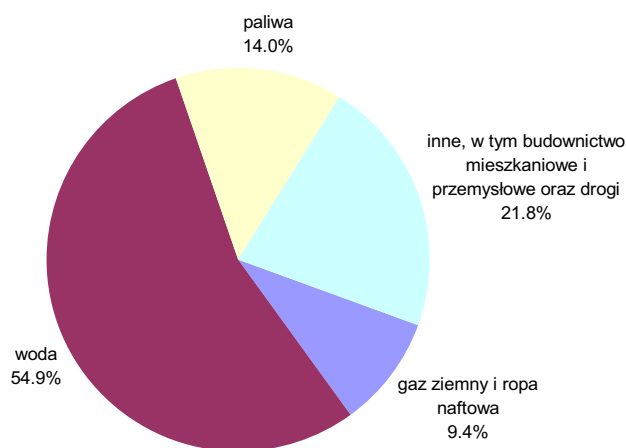
Wg MSR/MSSF; mln PLN

Informacje o spółce

Segmenty i rynek

Grupa PBG działa przede wszystkim na rynku krajowym w czterech podstawowych segmentach. Spółka wykonuje prace budowlane związane z hydrotechniką oraz ochroną środowiska (segment woda); przesyłem, dystrybucją oraz wydobyciem ropy naftowej i gazu ziemnego (segment gaz ziemny i ropa naftowa); magazynowaniem paliw (segment paliwa), a także budownictwem i infrastrukturą dla obiektów przesyłowych oraz budową dróg (inne).

Skonsolidowane przychody PBG wg. segmentów 2007 roku



Źródło: raporty spółki

Segment wodny

Segment wodny wygenerował w 2007 roku najwięcej, gdyż blisko 55% skonsolidowanych przychodów PBG (755.79 mln PLN).

W najbliższym czasie można oczekiwać poprawy skonsolidowanych wyników w tym obszarze. Inwestycje dotyczące ochrony środowiska i hydrotechniki są w dużej mierze finansowane ze środków unijnych. Zatwierdzony na lata 2007-2013 Program Operacyjny, finansowany ze środków UE, przewiduje przeznaczenie 3.27 mld euro na inwestycje związane z gospodarką wodno - ściekową, co z pewnością przełoży się na liczne kontrakty w tym obszarze w najbliższych latach.

Zgodnie ze strategią PBG wiodącą rolę w tym segmencie odgrywa Hydrobudowa Polska, która w 2007 roku podpisała umowy na kwotę ponad 800 mln PLN. W tym roku wartość najważniejszych przetargów, w których HB zamierza uczestniczyć wynosi blisko 3.7 mld PLN. Obecnie spółka przygotowuje się do rywalizacji o nowe kontrakty, wśród nich najważniejsze dotyczą ofert na kwotę 1.3 mld PLN. W tym roku powinny rozstrzygnąć się także przetargi, w których spółka już przedstawiła swoje oferty na podobną kwotę.

Niszę na rynku wodno - kanalizacyjnym stanowią kontrakty dotyczące renowacji istniejących już wodociągów oraz kanalizacji. Spółką Grupy PBG przeprowadzającą renowacje jest Infra, która w ubiegłym roku podpisała kontrakt na modernizację sieci wodociągowo - kanalizacyjnej w Łodzi. Wartość tej umowy wynosi ponad 44 mln euro, co jest jednym z największych kontraktów tego typu w Europie. W latach 2008 - 2009 Infra zamierza uczestniczyć w kilku przetargach, w najważniejszych z nich złoży oferty za 225.8 mln PLN.

Segment gazu ziemnego i ropy naftowej

Prace wykonane w obszarze ropy naftowej i gazu ziemnego stanowiły 9.4% skonsolidowanych przychodów PBG w 2007 roku, co przyniosło 129.05 mln PLN przychodów.

Obszar gazu i ropy jest podstawowym segment działalności PBG, który jest liderem w tej dziedzinie na rynku krajowym. Oprócz spółki - matki w segmencie tym działają Excan Oil and Gas Engineering oraz Gas&Oil Engineering. Spółki te odpowiadają m.in. za projektowanie i przygotowanie urządzeń do budowy oraz projektowanie, analizę finansową oraz zarządzanie projektami.

W ostatnim czasie spółka poinformowała o sfinalizowaniu i podpisaniu z PGNiG kontraktu o wartości blisko 1.4 mld PLN netto na projekt LMG, który dotyczy zagospodarowania złóż ropy naftowej i gazu ziemnego w rejonie Lubiatowa, Międzyzochu i Grotowa. Pracę potrwać 56 miesięcy, a przychody z realizacji tej inwestycji będą miały znaczny wpływ na wyniki począwszy od 2009 roku. Umowa zostanie zrealizowana przez konsorcjum, którego liderem jest PBG. Pozostałe przedsiębiorstwa realizujące to przedsięwzięcie to włoska spółka Technip (wykona m.in. pracę związane z budową instalacji odsiarczania gazu i magazynowania siarki) oraz Thermo Design Engineering z Kanady.

Obecnie spółka uczestniczy w kilku przetargach, których rozstrzygnięcie nastąpi w najbliższym czasie. Wiążą się one z wydobyciem ropy naftowej i gazu oraz instalacjami do produkcji skroplonego gazu ziemnego, które będą realizowane zarówno na terenie Polski, jak i za granicą, a wartość złożonych ofert wynosi około 1.2 mld PLN. Wśród nich PBG tworząc konsorcjum z Tecnimontem, Sofregazem oraz z Plynostawem złożyło jedyną ofertę na budowę części zbiornika gazu ziemnego w Wierchowicach, która opiewa na kwotę 1.09 mld PLN netto.

Segment paliw

Udział segmentu paliw w 2007 roku w skonsolidowanych przychodach spółki stanowił 14% całości przychodów, czyli 192.23 mln PLN.

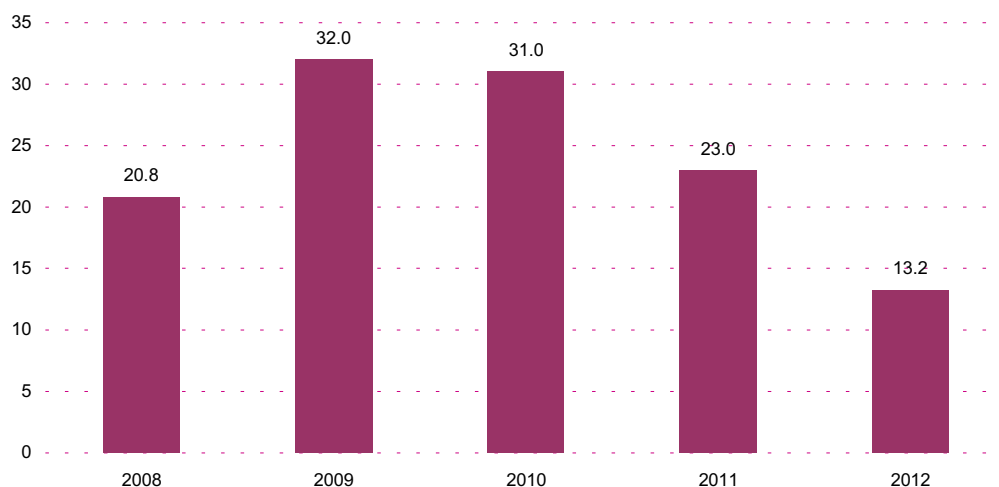
W obszarze tym największą rolę odgrywa spółka - matka i Naftobudowa, które realizują pracę związane z budową baz paliwowych i stacji magazynowania paliw płynnych. Głównymi odbiorcami spółki w tym segmencie są Zakłady Inwestycji NATO, PKN Orlen, czy Operator Logistyczny Paliw Płynnych. W ubiegłym roku spółka zawarła kontrakt z NATO na dostawę i budowę zbiorników magazynowania o wartości blisko 255.5 mln PLN netto.

Segment budownictwo mieszkaniowe i przemysłowe, drogi

Segment budownictwa przyniósł w 2007 roku przychody na poziomie 299.69 mln PLN, które stanowiły blisko 22% całości sprzedaży.

Rok 2008 miał przynieść spółkom budowlanym nowe kontrakty w obszarze budownictwa drogowego. Problemy natury prawnej, przedłużające się procedury przetargowe wymagające m.in. odpowiednich dokumentów oceniających oddziaływanie prac na środowisko, przyczyniły się to do braku rozstrzygnięcia przetargów drogowych w I półroczu tego roku. Obecnie nadal możemy zaobserwować przejściowe spowolnienie w ogłaszaniu przetargów na budowę dróg. Poprawy sytuacji należy oczekiwać dopiero w 2009 roku, przede wszystkim ze względu na biegnący czas, który skraca terminy wykorzystania środków z UE, a także dostosowanie naszych dróg na finał EURO 2012. Wymusi to na władzach państwowych przyśpieszenie prac. Dodatkowym impulsem powinno być uchwalenie ustaw, które pozwolą na skrócenie procesów biurokracji na etapie przygotowań do realizacji inwestycji. Obecnie na projekty drogowe z unijnej listy podstawowej przeznaczony jest 56.3 mld PLN. Z kolei GDDKIA chce wydać do końca 2012 roku blisko 121 mld PLN.

Wydatki GDDKiA na budowę dróg w latach 2008-2012 w mld PLN



Źródło: GDDKiA

Najważniejszymi spółkami grupy PBG działającymi w tym segmencie są Dromost (budowa obiektów komunikacyjnych), PRID (roboty drogowe, mostowe i inżynierskie), Betpol (prace drogowe), Brokam i Bathinex (produkcja kruszyw), PBG Dom i Apartamenty Poznańskie (działalność deweloperska).

W najbliższym czasie PBG planuje połączyć wszystkie spółki zajmujące się infrastrukturą drogową, tworząc silne ramię Grupy Kapitałowej odpowiedzialnej za ten sektor, na czele ze spółką zależną Aprivia .

PBG posiada własną kopalnię kruszyw na Dolnym Śląsku. Ponieważ tego typu surowce można transportować w czasie miesięcy letnich na odległość najwyżej 100 km, a w zimie na odległość 60 km, PBG budując drogi w innym rejonie Polski korzysta z poddostawców. Ta sytuacja rekompensowana jest w sytuacji prowadzenia prac drogowych przez inne spółki w rejonie kopalń należących do PBG. Dzięki temu spółka ma zapewnione niezbędne kruszywa do budowy.

W ostatnim czasie pojawiły się informacje o rozwiązaniu przedwstępnej umowy dotyczącej zakupu przez PBG za 32 mln PLN spółki, która posiada koncesje na wydobycie kruszywa dla budownictwa ze złoża Tłumaczów - Gardzień w województwie dolnośląskim. Zakupem sąsiedniego złoża zainteresowany jest jeden z londyńskich funduszy. PBG zgodziło się na zakup obu złóż przez Brytyjczyków, w zamian za gwarantowany dostęp do surowców po rynkowych cenach. Dzięki temu spółka zaoszczędzi 100 mln PLN, które planowała przeznaczyć na nabycie złóż i przygotowanie ich do eksploatacji.

Wyniki finansowe

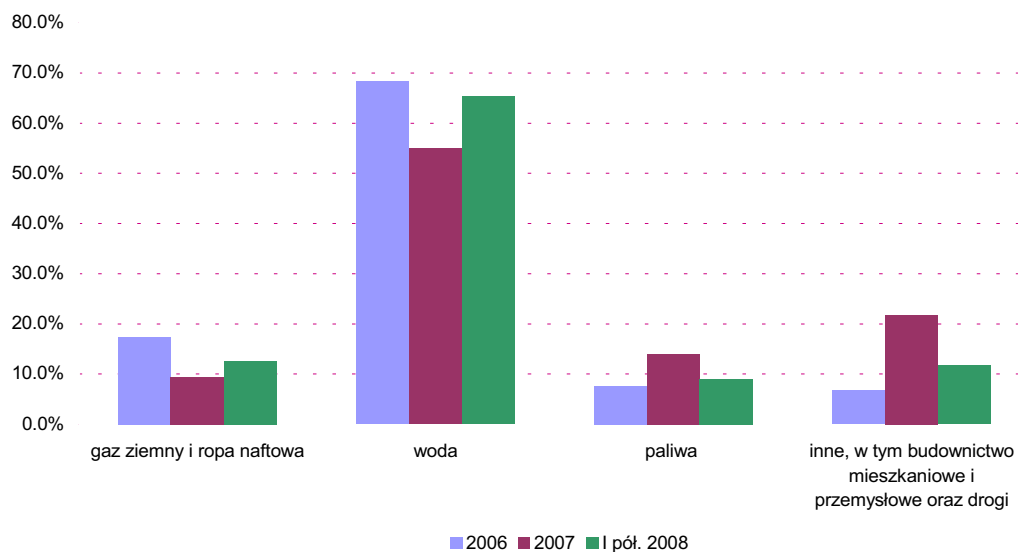
Przychody i zyski

W 2007 roku skonsolidowane przychody finansowe PBG wyniosły 1.38 mld PLN, co oznacza wzrost o 104.2% w porównaniu do 2006 roku.

W podziale na segmenty najwyższe przychody wygenerował obszar wody, którego skonsolidowane przychody wyniosły 755.79 mln PLN (wzrost o 64% r/r). Segment inne, w tym budownictwo oraz drogi wypracował 299.69 mln PLN (wzrost o 565.1% r/r), obszar gazu zimnego i ropy naftowej 129.05 mln PLN (o 9.9% r/r), a segment paliw 192.23 mln PLN (wzrost o 276.5%). Pomimo spadku udziału (z 68.3% do 54.9%) spowodowanego znacznym wzrostem przychodów w segmencie budownictwa, nadal najwyższy udział w przychodach ma segment wody. Wspomniany segment budownictwa zwiększył swój udział z 6.7% do 21.8%, z kolei segment paliw z 7.6% do blisko 14%. Podobnie jak w przypadku wody również segment gazu i ropy zanotował spadek udziału o ponad 8 p.p. (z 17.4% do 9.4%), do czego przyczynił się wzrost przychodów z budownictwa.

Po I pół. 2008 roku segment gazu ziemnego wypracował 103.9 mln PLN przychodów, co stanowi 12.6% całości. Nadal na wysokim poziomie utrzymuje się udział w ogóle przychodów segmentu woda (65.3% ogółu po I pół. bieżącego roku), który po pierwszych 6 miesiącach roku wypracował 540.3 mln PLN. Segment paliw przyniósł 74.5 mln PLN (9% przychodów I pół. 2008 roku), segment budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego 51.7 mln PLN (6.3%), a segment dróg 44.5 mln PLN (5.4%). Pozostałą część przychodów I półrocza 2008 roku stanowiła sprzedaż towarów, materiałów oraz produktów.

Udział segmentów w skonsolidowanych przychodach w %



Źródło: raporty spółki

Według naszych prognoz w najbliższych latach można oczekiwać poprawy skonsolidowanych przychodów PBG. Sądzymy, że w bieżącym roku sprzedaż osiągnie poziom ponad 2 mld PLN (wzrost o blisko 51%). Dzięki realizacji kontraktów dla PGNiG oraz kontraktów w obszarze wodnym i drogowym w przyszłym roku przychody powinny wzrosnąć o około 38% i ukształtować się na poziomie 2.8 mld PLN.

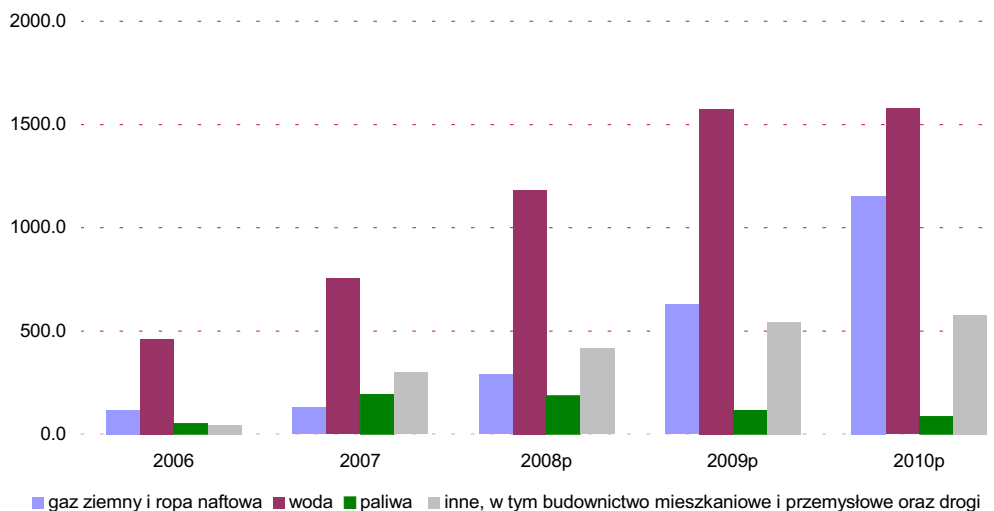
W podziale na segmenty nadal znaczącą część przychodów generować będzie segment wodny ze względu na największy udział w portfelu zamówień oraz wartość ofert, które GK PBG zamierza przedstawić w najbliższym czasie. Sądzymy, iż w tym roku segment wodny osiągnie sprzedaż na poziomie 1.2 mld PLN, z kolei w 2009 i 2010 roku odpowiednio 1.57 mld PLN oraz 1.58 mld PLN.

Znaczną dynamikę zmian powinien odnotować segment gazu i ropy, dzięki realizacji kontraktu dla PGNiG oraz uczestnictwu w kilku znaczących kontraktach dla tego samego podmiotu. Stąd założenie zwiększenia udziału w ogólnych przychodach oraz prognozy na lata 2008 - 2010 odpowiednio w wysokości 290.5 mln PLN, 629.9 mln PLN i 1.2 mld PLN.

W bieżącym roku zakładamy spadek przychodów w segmencie paliw na skutek niewielkiego udziału kontraktów w portfolio zamówień. Prognozujemy w 2008 roku przychody w segmencie paliw na poziomie 186.7 mln PLN, w 2009 roku w wysokości 114.5 mln i 84.8 mln PLN w 2010 roku.

Prognozy przychodów w obszarze budownictwa w 2008 roku wyniosą 414.9 mln PLN. Pojawienie się większej liczby przetargów drogowych w kolejnych latach pozwolą naszym zdaniem zwiększyć przychody z tego segmentu do poziomu 544.0 mln PLN w 2009 roku i 576.8 mln PLN w 2010 roku.

Skonsolidowane przychody PBG wg segmentów w mln PLN

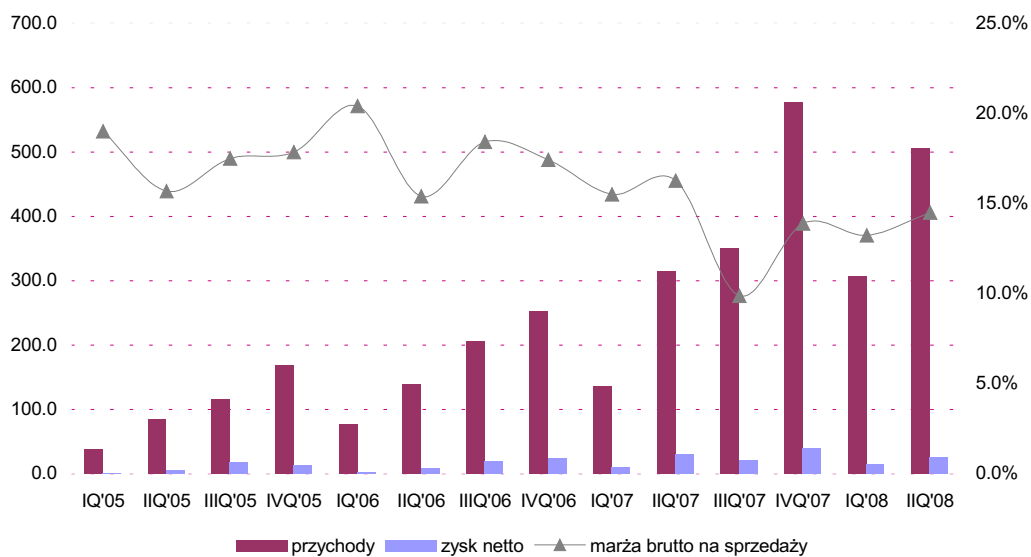


Źródło: raporty spółki

Przychody kwartalne i sezonowość działania

Kwartałne skonsolidowane przychody PBG charakteryzują się sezonowością, jak ma to miejsce w przypadku większości spółek sektora budowlanego. Wiąże się to z niemożliwością kontynuowania prac budowlano - montażowych podczas zimy, co powoduje, że przychody są w tym okresie najniższe. Nasilenie sprzedaży następuje wraz z początkiem II kwartału i trwa zazwyczaj do końca roku, kiedy to przychody są najwyższe.

Kwartałne skonsolidowane wyniki PBG

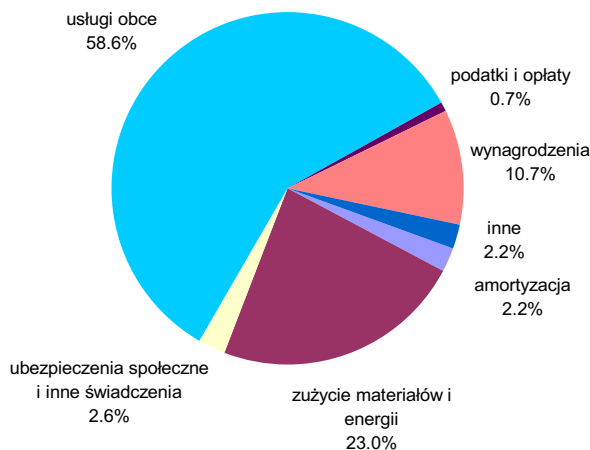


Źródło: raporty spółki

Koszty

Główną pozycją kosztów w Grupie Kapitałowej PBG są usługi obce, które w 2007 roku stanowiły 58.6% ogółu. Zużycie materiałów oraz energii wyniosło 23% całości, a wynagrodzenia 10.7%. Pozostałe pozycje kosztowe nie stanowiły więcej niż 2.6% skonsolidowanych kosztów sprzedaży w 2007 roku.

Koszty rodzajowe GK PBG w 2007 roku w %



Źródło: raporty spółki

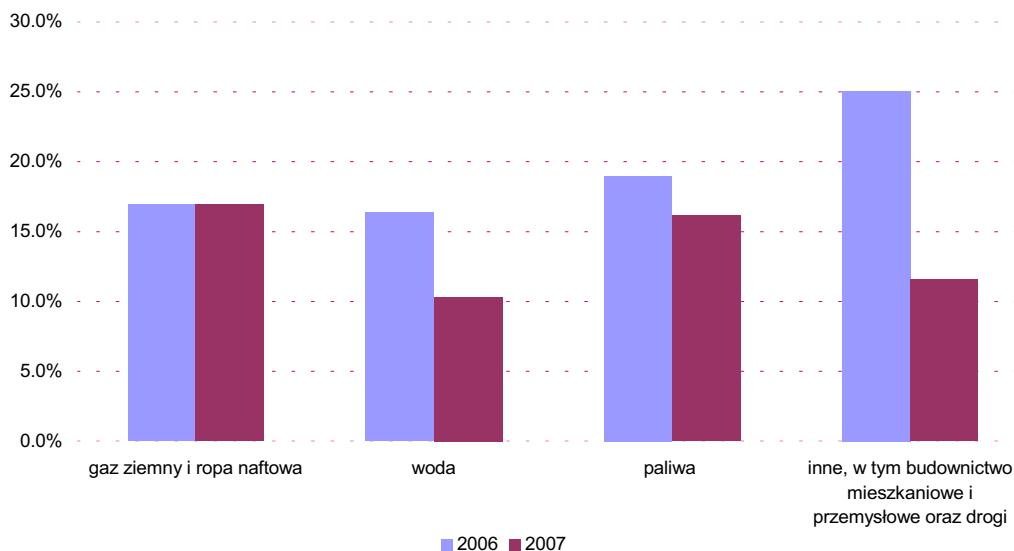
Marże i prognozy marż

W 2007 roku GK PBG zanotowała marżę brutto na sprzedaży na poziomie 13.4%, co oznacza spadek o 4.4 p.p. r/r. Wynikiem pogorszenia rentowności na tym poziomie jest zwiększenie skali działalności spółki i tym samym konieczność korzystania w większym stopniu z prac realizowanych przez podwykonawców. Presja płacowa pracowników sektora budowlanego sprawiła, iż GK PBG musiała ponieść większe koszty usług obcych, co przełożyło się na rentowność kontraktów. Dodatkowo, ważnym czynnikiem było poniesienie przez spółkę kosztów związanych z przygotowaniem do przetargów i tym samym koniecznością zatrudnienia specjalistów, którzy są w stanie przygotować i zrealizować skomplikowany projekt techniczny. Drugim czynnikiem wpływającym na wysokość marż w ubiegłym roku było konsolidowanie wyników Hydrobudowy 9, która realizuje w większości kontrakty starego portfela, często na zerowej marży.

W kolejnych latach zakładamy poprawę marży brutto na sprzedaży oraz marży operacyjnej, głównie dzięki realizacji bardziej rentownych kontraktów w obszarze gazu i ropy, wodnym i budownictwa drogowego (budowa dróg powiatowych i gminnych o wyższej rentowności). Dodatkowo na marże osiągnięte przez PBG pozytywnie wpłynie zakończenie realizacji starego portfela zamówień Hydrobudowy 9. Prognozujemy, iż w 2008 roku marża brutto na sprzedaży wyniesie 15.3%, w kolejnych latach prognozujemy poprawę i wzrost marży do poziomu 16.4% w 2010 roku.

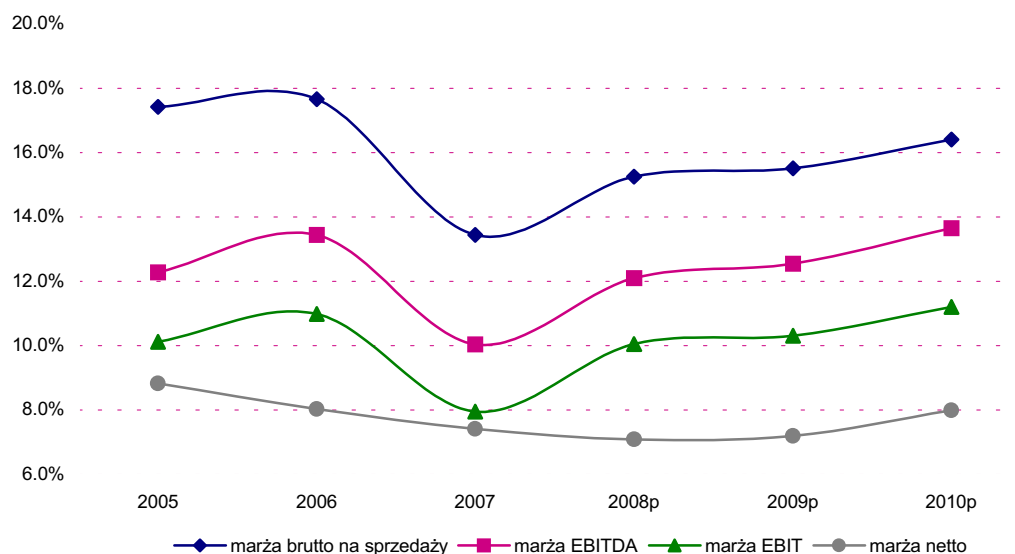
Ze względu na zadłużenie spółki uważamy, iż tegoroczna marża netto będzie nieznacznie niższa od osiągniętej w 2007 roku i wyniesie 7.1% (7.4% w 2007 roku). Spółka w swoich pasywach posiada obligacje o wartości 200 mln PLN i oprocentowaniu zmiennym, liczonemu na podstawie WIBOR 6M, których wykup nastąpi w 2010 roku, co wiąże się z koniecznością ponoszenia opłat odsetkowych i tym samym wpływa na wzrost wartości kosztów finansowych i na spadek rentowności netto. Dodatkowym czynnikiem obciążającym są kredyty bankowe w wysokości 453 mln PLN. Nieznaczna poprawa rentowności netto powinna nastąpić w kolejnych latach, ze względu na wyższy poziom marż na pozostałych poziomach rachunku zysków i strat.

Marże brutto GK PBG w poszczególnych segmentach w %



Źródło: raporty spółki

Marże GK PBG w %



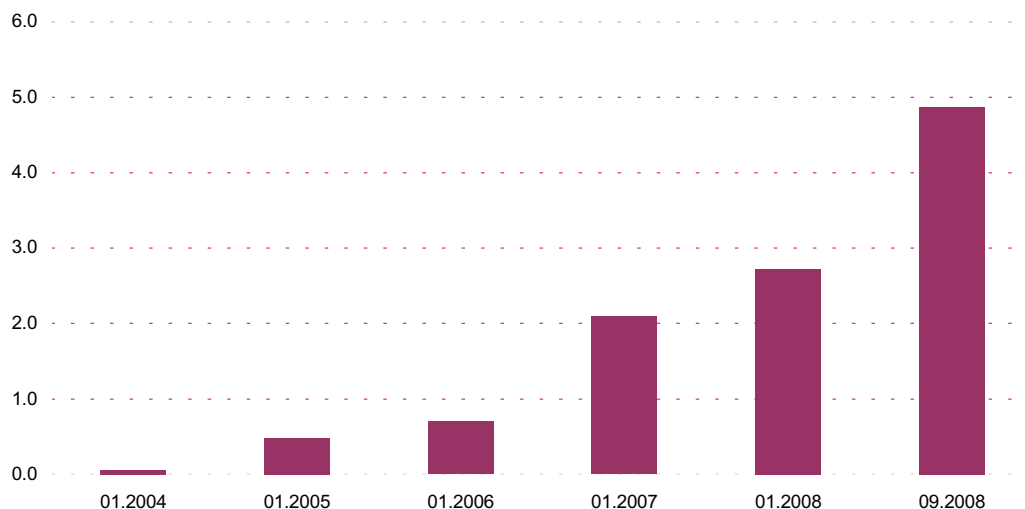
Źródło: raporty spółki

Portfel zamówień

Portfel zamówień GK PBG zwiększa się w kolejnych latach. W styczniu ubiegłego roku wyniósł 2.1 mld PLN i w ciągu roku wzrósł o 30.3% do poziomu 2.7 mld PLN. We wrześniu 2008 wartość portfela zamówień Grupy PBG wynosi 4.88 mld PLN, z czego 33.1% (1.61 mld PLN) stanowią kontrakty w segmencie gazu ziemnego ropy naftowej, a 39.1% (1.91 mld PLN) zamówienia w segmencie wodnym. Segment paliw wypełnia portfel zamówień kwotą 287.6 mln PLN (5.9%), a segment budownictwa 1.07 mld PLN (21.9%).

GK PBG złożyła oferty przetargowe za blisko 6 mld PLN. Spółka zamierza także uczestniczyć w przetargach na budowę Stadionu Narodowego, stadionu w Gdańsku, Wrocławiu oraz Poznaniu. Obecnie PBG realizuje prace budowlane na stadionie Lecha Poznań, których wartość wynosi 20 mln PLN, a potencjalny kontrakt może sięgnąć około 500 mln PLN. Spółka z całą pewnością złoży także ponownie swoją ofertę na centralny odcinek II linii metra.

Wartość portfela zamówień w mld PLN



Źródło: raporty spółki

Plany rozwoju i inwestycji

GK PBG ciągle się rozwija. W 2007 roku na inwestycje wydano przeszło 177 mln PLN, z czego 58.2 mln PLN w majątek trwałe. Największe z nich to zakup środków transportu (18.2 mln PLN) oraz ciężkiego sprzętu budowlanego (8.2 mln PLN). Inwestycje kapitałowe wyniosły 119 mln PLN, z czego największe to nabycie akcji Hydrobudowy 9 PIB za 58.6 mln PLN, PRID za 22.4 mln PLN i udziałów w Brokam za 12.6 mln PLN.

Obecnie GK PBG posiada środki pieniężne z emisji akcji serii F, która doszła do skutku w styczniu 2007 roku. Ponadto w ostatnim czasie Hydrobudowa Polska pozyskała 308 mln PLN z emisji akcji serii K. Środki te wsparte kredytem mają przełożyć się na kolejne inwestycje, których wartość ma sięgnąć 280 mln PLN, z tego 150 mln PLN na wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe i 130 mln PLN na inwestycje kapitałowe.

Ostatnio NWZA Hydrobudowy Polskiej (spółki z grupy kapitałowej PBG) zdecydowało o podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję akcji serii L w trybie subskrypcji prywatnej, z wyłączeniem prawa poboru. Podwyższy to kapitał o kwotę 36.9 mln PLN. Zebrane środki zostaną przeznaczone na akwizycją spółki Hydrobudowa 9, a wszystkie akcje nowej emisji zostaną zaoferowane akcjonariuszom tej spółki.

Ekspansja na rynku drogowym

W najbliższych latach strategia GK PBG skupiać się będzie m.in. na ekspansji na rynku budowy dróg. W planach jest skupienie wszystkich spółek z tego segmentu wokół firmy Aprivia, co ma przyczynić się do powstania silnego ramienia infrastruktury drogowej GK PBG. Spółka planuje realizować kontrakty związane z budowa dróg gminnych i powiatowych, finansowanych głównie ze środków unijnych oraz z ochroną środowiska, gdzie znaczącą część stanowią roboty odtworzeniowe rozkopanych ulic. Wpłynie to z pewnością na poprawę marż, gdyż prace przy realizacji dróg powiatowych pozwalają osiągnąć rentowność netto na poziomie zbliżonym do 10%, podczas gdy większość dużych kontraktów związanych z autostradami pozwala wypracować marże na poziomie 1.5 - 3% netto. Dzięki inwestycji w kopalnię kruszyw GK PBG zapewnia sobie dostawę materiałów niezbędnych do budowy dróg.

PBG chce część swojej działalności skierować na rynki zagraniczne, szczególnie w obszarze gazu ziemnego, ropy naftowej i ochrony środowiska. W tym celu planowany jest udział spółek PBG w konsorcjach wykonujących prace poza Polską oraz akwizycje lub powołanie spółek zagranicznych. Dodatkowo planowana jest organizacja struktur odpowiedzialnych za pozyskanie kontraktów zagranicznych. Obecnie spółka reprezentowana jest we Włoszech i w Norwegii.

PBG planuje także umacnianie swojej pozycji na rynku ochrony środowiska i hydrotechniki. W tym celu dokonano w ubiegłym roku połączenia Hydrobudowy Śląsk i Włocławek tworząc Hydrobudowę Polska, do której do końca III kw. 2008 roku przyłączona zostanie Hydrobudowa 9. Grupa ta ma odpowiadać za pozyskanie rentownych kontraktów finansowanych ze środków UE, które dzięki dywersyfikacji obszarów zamówień mają przynieść stale rosnące przychody.

Analiza SWOT

Szanse/mocne strony

❑ Sprzyjająca sytuacja na rynku

Polski rynek budowlany rozwija się bardzo dynamicznie. Motorem napędowym są nakłady inwestycyjne finansowane ze środków Unii Europejskiej oraz inwestycje infrastrukturalne związane z finałami Euro 2012.

❑ Działalność w różnych obszarach rynku

PBG jest jedną z większych spółek działających na polskim rynku budowlanym. Dzięki realizacji kontraktów w różnych obszarach, w tym niszach rynkowych, dotyczących kontraktów związanych z infrastrukturą wodną i ochroną środowiska, wyniki finansowe nie są w znacznym stopniu uzależnione od pojedynczych czynników i zleceń z jednej branży.

❑ Własne zaplecze surowcowe

PBG posiada własne kamieniołomy, z których może pozyskiwać niezbędny w budownictwie kruszec wykorzystywany m.in. przy budowie dróg. Pozwala to zabezpieczyć się spółce przed wahaniami cen materiałów i zapewnić sobie stałe dostawy.

❑ Określony plan rozwoju

GK PBG realizuje jasno określony plan działania. Strategia zakłada rozwój spółek związanych z budową dróg i ochroną środowiska, co zważywszy na liczne środki UE przeznaczone na ten cel pozwoli pozyskać w najbliższej przyszłości znaczne kontrakty. Dodatkowo, ekspansja na rynki zagraniczne pozwoli z pewnym stopniem uniezależnić się od koniunktury w Polsce.

❑ Stabilny portfel zamówień

Spółka posiada stabilny portfel zamówień, którego wartość na koniec bieżącego roku może osiągnąć poziom 5 mld PLN, co przełoży się na poprawę osiąganych przychodów w najbliższych latach.

Zagrożenia/słabe strony

❑ Konkurencja na rynku

Spółka działa w konkurencyjnym rynku specjalistycznych usług budowlanych w obszarze gazu, ropy naftowej i wodno - kanalizacyjnym. O wyborze oferty decyduje nie tylko cena, czy odpowiednie referencje, ale także jakość i termin wykonania usług. Dodatkowo, wstąpienie Polski do Unii Europejskiej wpłynęło na większe zainteresowanie zagranicznych podmiotów polskim rynkiem.

GK PBG stara się wyszukiwać kontrakty w niszach rynku, a podczas realizacji dba o jak najlepszą jakość wykonywanych prac. Dodatkowo, systematycznie inwestuje w technologie oraz dywersyfikuje obszar działania. Spółka uczestniczy także w przetargach w konsorcjum wraz z renomowanymi podmiotami z zagranicy działającymi na polskim rynku.

❑ **Ryzyko kursu walutowego**

Część realizowanych przez PBG kontraktów jest rozliczana w walucie obcej, przede wszystkim w euro ze względu na realizacje kontraktów finansowanych ze środków unijnych.

GK PBG minimalizuje ryzyko kursu walutowego stosując odpowiednie instrumenty finansowe oraz przenosząc część ryzyka na podwykonawców i dostawców materiałów i urządzeń.

❑ **Możliwość utraty kluczowych specjalistów**

Spółka realizacje swoich kontraktów opiera w dużej mierze na wiedzy i doświadczeniu pracowników technicznych, głównie inżynierów. Brak odpowiednich specjalistów na rynku i konkurencyjne wynagrodzenie w branży sprawia, że część pracowników może zmienić prace.

PBG stara się zabezpieczyć przed tego typu ryzykiem stosując odpowiedni program motywacyjny i lojalnościowy oraz odpowiednie formy wynagradzania pracowników. Dodatkowo, początkującym pracownikom oferowane są odpowiednie szkolenia podnoszące ich kwalifikacje.

❑ **Ryzyko niewywiązania się z warunków umowy**

Zawierane przez spółkę kontrakty obejmują szereg klauzul dotyczących terminowego i właściwego wykonania prac. Niewywiązanie się z tych zapisów obciąża spółkę karami lub odsetkami.

Spółka minimalizuje ten rodzaj ryzyka stosując odpowiednie ubezpieczenia w odniesieniu do realizowanych kontraktów oraz podwykonawców prac.

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą dla polskich i zagranicznych spółek. Bazując na metodzie DCF, oszacowaliśmy wartość jednej akcji PBG na poziomie 216.3 PLN. Z kolei przy użyciu metody porównawczej dla polskich spółek wycena wyniosła 186.6 PLN na akcję, a dla spółek zagranicznych (premia w wysokości 20%) 167.9 PLN na akcję. Wycena końcowa przy zastosowaniu średniej ważonej daje wartość akcji PBG na poziomie 196.8 PLN.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Waga
Wycena porównawcza do polskich spółek	2506.1	186.6	25%
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	2255.2	167.9	25%
Wycena DCF	2905.5	216.3	50%
Wycena 1 akcji PBG (PLN)		196.8	

Źródło: DM Millennium

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników finansowych na lata 2008 - 2017. 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:

- poprawa wyników finansowych w związku ze sprzyjającą koniunkturą,
- realizacja całości portfela zamówień,
- zmniejszenie efektywnej stopy podatkowej w latach 2008 - 2010 w wyniku rozliczenia strat spółki zależnej,
- 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 po 2010 roku - 19%.

Wycena metodą DCF daje wartość spółki na poziomie 2.9 mld PLN, czyli 216.3 PLN na akcję.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	2 074.8	2 863.2	3 392.9	3 664.3	3 884.2	3 961.8	3 882.6	3 649.7	3 576.7	3 648.2	
EBIT	208.4	295.2	380.1	432.2	454.3	451.5	426.9	394.0	389.7	400.4	
stopa podatkowa (%)	12	13	14	19	19	19	19	19	19	19	
EBIT (1-T)	183.2	257.2	325.7	350.1	368.0	365.7	345.8	319.1	315.7	324.3	
amortyzacja	42.6	63.9	83.1	66.5	53.2	42.5	38.3	34.5	31.0	28.2	
inwestycje	280.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	20.0	25.0	28.2	
zmiana kap.obrotowego	-234.2	-125.5	-88.3	-70.9	-65.0	-46.7	-38.2	-16.5	-14.0	-12.8	
FCF	-288.4	180.6	305.5	330.7	341.1	346.6	330.9	317.1	307.6	311.6	4234.0
zmiana FCF	-	-	69.2%	8.2%	3.2%	1.6%	-4.5%	-4.2%	-3.0%	1.3%	1.5%
dług/kapitał (%)	31.0	28.3	25.6	23.6	22.4	21.6	21.2	21.1	20.7	20.0	20.0
stopa wolna od ryzyka (%)	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8	5.9	5.8	5.8	5.0
marża długu (%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
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) (%)	6.4	6.3	6.1	5.7	5.6	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	4.9
koszt kapitału (%)	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9	10.9	10.8	10.9	10.8	10.8	10.0
WACC (%)	9.7	9.8	9.8	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.0
PV (FCF)	-281.8	160.6	247.5	244.4	230.2	213.1	185.6	161.7	143.3	131.8	1790.8
wartość DFCF	3227.3										
											w tym wartość rezydualna 1790.8
dług netto	321.7										
wart. kapitału własnego	2905.5										
liczba akcji (mln)	13.4										
wycena 1 akcji (PLN)	216.3										

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 2008 - 2010.

W wycenie do spółek budowlanych notowanych za granicą postanowiliśmy zastosować dla akcji PBG premię. Uważamy, że polski rynek budowlany znajduje się w fazie rozwoju, dzięki m.in. napływowi środków unijnych do sektorów, w których zlecenia realizuje PBG, co daje podstawy do ustalenia premii w wysokości 20%.

Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
BUDIMEX	BDX PW	11.7	9.5	6.7	14.6	11.3	7.7	20.3	16.4	13.0
POLIMEX MOSTOSTAL	PXM PW	8.4	6.8	5.7	10.9	8.8	7.3	16.2	12.6	9.6
POL-AQUA	PQA PW	9.7	7.5	6.6	13.4	10.0	8.9	16.5	12.8	11.2
MOSTOSTAL WARSZAWA	MSW PW	7.7	6.0	4.9	9.8	7.5	6.1	14.3	12.0	10.1
ERBUD	ERB PW	9.7	8.2	7.4	10.7	9.0	8.1	13.7	11.3	9.8
ELEKTROBUDOWA	ELB PW	10.7	9.4	8.3	12.3	11.5	10.3	16.7	13.4	11.3
Mediana		9.7	7.9	6.7	11.6	9.5	7.9	16.3	12.7	10.7

Dług netto

Wyniki PBG	321.7	251.0	359.1	463.2	208.4	295.2	380.1	147.0	205.9	271.2
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Wycena przy danym wskaźniku w porównaniu do spółek

Wycena (mln PLN)	2106.0	2509.0	2772.0	2088.9	2485.0	2682.8	2401.2	2620.2	2890.1
------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Wycena ważona PBG (mln PLN) **2506.1**

Wycena 1 akcji PBG (PLN) **186.6**

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
TECHNIP	TEC FP	2.9	2.6	2.3	3.7	3.3	2.9	9.8	8.6	7.5
AKER SOLUTIONS	AKSO NO	4.9	4.1	3.6	5.5	4.6	3.9	9.2	7.6	6.5
GRUPO FERROVIAL	FER SM	11.9	10.7	9.8	21.7	18.3	16.3		23.3	19.5
SAIPEM	SPM IM	7.6	6.1	5.0	10.3	8.4	6.8	13.3	10.9	8.8
J&P-AVAX	AVAX GA	9.1	8.2	8.2	15.8	11.6	12.0	8.5	7.0	6.4
Mediana		7.6	6.1	5.0	10.3	8.4	6.8	9.5	8.6	7.5

Dług netto

Wyniki PBG	321.7	251.0	359.1	463.2	208.4	295.2	380.1	147.0	205.9	271.2
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Wycena przy danym wskaźniku w porównaniu do spółek

Wycena (mln PLN)	1579.8	1864.6	2013.2	1826.4	2162.8	2281.4	1390.8	1771.1	2023.5
------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Wycena ważona PBG (mln PLN) **1879.3**

Wycena 1 akcji PBG (PLN) **139.9**

Premia **20%**

Wycena ważona PBG z premią (mln PLN) **2255.2**

Wycena 1 akcji PBG (PLN) **167.9**

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
przychody netto	408.5	674.3	1 376.8	2 074.8	2 863.2	3 392.9
koszty wytworzenia	337.4	555.6	1 191.7	1 758.4	2 419.0	2 836.2
zysk brutto na sprzedaży	71.2	119.1	185.0	316.4	444.2	556.7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	33.8	54.2	80.0	114.5	158.0	187.3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	4.0	9.2	4.3	6.5	9.0	10.7
EBITDA	50.2	90.7	138.2	251.0	359.1	463.2
EBIT	41.3	74.1	109.4	208.4	295.2	380.1
saldo finansowe	4.0	-1.7	6.6	-19.7	-17.5	-17.0
zysk przed opodatkowaniem	45.3	72.4	144.1	188.7	277.7	363.1
podatek dochodowy	8.4	15.5	26.7	22.9	35.8	52.0
korekty udziałów mniejszościowych	0.9	2.7	15.4	18.9	36.1	39.9
zysk netto	36.1	54.2	102.1	147.0	205.9	271.2
EPS	3.4	4.5	7.6	10.9	15.3	20.2

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	201.2	361.1	717.9	1 084.0	1 101.0	1 118.6
wartości niematerialne i prawne	4.4	4.7	13.3	22.5	24.8	27.3
rzeczowe aktywa trwałe	182.8	266.5	307.0	577.0	588.5	600.3
inwestycje długoterminowe	7.3	17.2	103.8	161.4	164.7	168.0
aktywa obrotowe	465.1	683.3	1 571.3	1 825.0	2 070.3	2 279.9
zapasy	11.9	15.6	40.1	78.4	108.2	128.3
należności	218.1	319.6	1 106.2	1 427.4	1 717.9	1 917.0
inwestycje krótkoterminowe	235.1	348.1	468.7	296.9	220.9	210.2
rozliczenia międzyokresowe	6.5	7.7	14.7	22.2	23.3	24.5
aktywa razem	666.3	1 044.4	2 289.3	2 909.0	3 171.4	3 398.5
kapitał własny	177.6	368.1	748.0	1 130.6	1 234.4	1 358.6
zobowiązania	482.0	664.3	1 506.7	1 591.5	1 750.1	1 853.0
zobowiązania długoterminowe	202.1	194.7	330.0	377.6	377.6	169.4
zobowiązania krótkoterminowe	279.9	469.6	1 176.7	1 213.9	1 372.5	1 483.6
pasywa razem	666.3	1 044.4	2 289.3	2 909.0	3 171.4	3 398.5
BVPS	16.9	30.6	55.7	84.2	91.9	101.2

Źródło: spółka, prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
wynik netto	36.1	54.2	102.1	147.0	205.9	271.2
amortyzacja	8.8	16.6	28.8	42.6	63.9	83.1
zmiana kapitału obrotowego	-81.0	-57.5	-177.7	-234.2	-125.5	-88.3
gotówka z działalności operacyjnej	-54.9	-134.2	-117.6	128.9	-20.8	251.8
inwestycje (capex)	97.3	112.5	179.0	280.0	15.0	15.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-97.3	-112.5	-179.0	-336.9	-17.0	-17.5
wypłata dywidendy	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	143.6	58.3	129.1	114.2	-20.8	-227.9
gotówka z działalności finansowej	189.8	217.0	655.5	94.5	-38.2	-244.9
zmiana gotówki netto	37.7	-29.7	358.9	-113.5	-76.1	-10.7
DPS	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
CEPS	4.3	5.9	9.7	14.1	20.1	26.4

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	-	65.1	104.2	50.7	38.0	18.5
zmiana EBITDA	-	80.8	52.4	81.7	43.1	29.0
zmiana EBIT	-	79.3	47.6	90.5	41.6	28.8
zmiana zysku netto	-	50.2	88.4	44.0	40.1	31.7
marża EBITDA	12.3	13.4	10.0	12.1	12.5	13.7
marża EBIT	10.1	11.0	7.9	10.0	10.3	11.2
marża netto	8.8	8.0	7.4	7.1	7.2	8.0
sprzedaż/aktywa	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
dług / kapitał	1.2	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
odsetki / EBIT	9.7	-2.3	6.0	-9.5	-5.9	-4.5
stopa podatkowa	18.5	21.4	18.5	12.1	12.9	14.3
ROE	20.3	14.7	13.6	13.0	16.7	20.0
ROA	5.4	5.2	4.5	5.1	6.5	8.0
dług netto (mln PLN)	133.5	222.3	192.4	420.0	475.3	258.1

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

Łukasz Kołaczkowski

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Analityk

media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Marcin Palenik, CFA

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

Analityk

paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deregowski

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

Asystent

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.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

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

Jakub Banaszek

+22 598 26 90
jakub.banaszek@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

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.

KUPUJ - 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, Srubex. 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. Pomiędzy 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

Nadзор nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzyły 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 opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają 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.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2008 roku			
		Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj		9	24%
Akumuluj		7	19%
Neutralnie		16	43%
Redukuj		5	14%
Sprzedaj		0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj			
Akumuluj	6	30%	
Neutralnie	10	50%	
Redukuj	2	10%	
Sprzedaj	2	10%	

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