

20 maja 2009

PBG

neutralnie

sektor budowlany

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 205.2

Cena docelowa: 187.0

## Portfel pomaga ograniczyć wpływ recesji

GK PBG podała dobre wyniki za I kw. 2009 roku. Bieżący rok będzie także udany dla spółki, co odzwierciedlają prognozy zarządu, w których spółka zakłada wypracowanie 2.8 mld PLN przychodów, 300 mln PLN EBIT i 190 mln PLN zysku netto. Biorąc pod uwagę konserwatywne podejście PBG do prognoz sądzimy, że w roku bieżącym wyniki spółki będą lepsze, co odzwierciedlamy w naszych prognozach na 2009 rok.

### Znaczny portfel zamówień

Obecnie portfel zamówień PBG wynosi blisko 6.4 mld PLN (wyłączono z niego przychody partnerów w konsorcjach). Część sprzedaży z dużych kontraktów przypadnie na 2010 rok. Szacowana wartość przychodów z dwóch umów realizowanych dla PGNiGu w segmencie ropy i gazu wyniesie w przyszłym roku 765 mln PLN. Wpływy ze stadionów w Warszawie, Poznaniu i Gdańsku, a także spalarnia w Gdańsku dadzą w sumie 910 mln PLN w segmencie budownictwa w 2010 roku. Tym samym można oczekiwać, że w kolejnym roku pomimo zakładanego przez nas spadku marż w segmencie wody oraz dróg (rosnąca konkurencja), a także nieznacznie w segmencie budownictwa (konsekwencja realizacji w większym stopniu stadionów w Warszawie i Gdańsku, gdzie zaoferowano najniższą cenę) prognozowane przez nas skonsolidowane wyniki w 2010 roku będą, pomimo dekonunktury gospodarczej, tylko nieznacznie gorsze od tych wypracowanych w 2009 roku.

### Wyniki I kwartału

PBG podało dobre wyniki za I kw. 2009 roku. Skonsolidowane przychody wyniosły 349.1 mln PLN i były wyższe o 10.2% r/r. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 17.3% i była pochodną realizacji portfela zamówień podpisanego na lepszych warunkach. Zysk netto wyniósł 23.2 mln PLN.

### Wycena i rekomendacja

Nasza wycena wyznacza poziom jednej akcji PBG w wysokości 187.0 PLN. Przy pomocy metody DCF oszacowaliśmy wartość akcji na poziomie 198.3 PLN, a przy pomocy metody porównawczej w wysokości 175.7 PLN, co pokazuje, że spółka notowana jest ze znaczną premią w stosunku do innych spółek budowlanych. Biorąc pod uwagę dobre perspektywy w bieżącym, jak i kolejnym roku pozostawiamy neutralne nastawienie do akcji PBG.



Max/Min 52 tygodnie	318.0 / 175.3		
Liczba akcji (mln)	13.4		
Kapitalizacja (mln PLN)	2 756		
EV (mln PLN)	3 507		
Free float (mln PLN)	1 457		
Średni obrót 3m (mln PLN)	13.7		
Główny akcjonariusz	Jerzy Wiśniewski		
% akcji / % głosów	33.47/50.14		
	1m	3m	12m
Zmiana ceny (%)	-1.9	4.9	-34.1
Zmiana rel. WIG (%)	10.7	36.5	-36.5

**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	7.8	9.8	55.9	26.4	3.7	22.0	18.5	13.9%
2008	2 091.4	225.6	270.8	215.9	158.2	11.8	15.1	69.1	17.4	3.0	15.5	13.0	17.0%
2009P	2 928.0	332.8	391.4	311.9	208.9	15.6	19.9	78.5	13.2	2.6	11.2	9.6	19.8%
2010P	3 074.4	327.9	387.1	296.6	198.7	14.8	19.2	93.3	13.9	2.2	11.0	9.3	15.9%
2011P	2 982.2	310.3	363.8	278.5	186.6	13.9	17.9	107.2	14.8	1.9	10.7	9.2	13.0%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

## Wyniki I kwartału

PBG podała dobre wyniki za I kw. 2009 roku. Skonsolidowane przychody wyniosły 349.1 mln PLN i były wyższe o 10.2% r/r. Rentowność brutto na sprzedaży wyniosła 17.3% i była pochodną realizacji portfela zamówień podpisanego na lepszych warunkach. Koszty ogólnego zarządu stanowiły 7.9% w ogóle przychodów i wzrosły z poziomu 6.9% w I kw. 2008 roku. Pozostałe przychody operacyjne ukształtowały się na poziomie 10.4 mln PLN (wzrost o 96% r/r), a istotną pozycję stanowiło częściowe rozwiązanie rezerwy na przyszłe kary oraz rozwiązanie odpisów aktualizujących należności w sumie na kwotę ponad 9 mln PLN. Pozostałe koszty operacyjne były w ujęciu rocznym wyższe o 149% i osiągnęły poziom 8.4 mln PLN, a na ich wartość wpłynęło przeszacowanie rezerw na przyszłe kary zgodnie z aktualnym kursem walutowym. Saldo finansowe wyniosło -9.5 mln PLN, a zarówno po stronie przychodów i kosztów znaczące pozycje stanowiły odsetki i prowizje od kredytów, a także transakcje na rynku finansowym (przychody finansowe) i różnice kursowe (koszty finansowe). W I kw. 2009 roku spółka rozliczyła odroczony podatek dochodowy na niezrealizowane straty podatkowe w Hydrobudowie 9, co wpłynęło na niższy podatek i wyższą wartość zysku netto, który ukształtował się na poziomie 23.2 mln PLN.

W podziale na segmenty na uwagę zasługuje spadek rentowności w niektórych obszarach działalności. W segmencie dróg marża brutto na sprzedaży wyniosła 2.7%, a spadek rentowności w ujęciu rocznym wynikał z faktu, że spółki z GK PBG realizują krótkoterminowe kontrakty (3-9 miesięcy), które pozyskują na początku roku wykonując prace w późniejszym terminie. W segmencie paliw spadek marż wynikał ze zlecenia części prac podwykonawcom, z kolei w segmencie budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego spadek rentowności spowodowany był małą liczbą prac w tym segmencie, do którego zalicza się takie duże projekty jak stadiony i sortownie odpadów.

### Skonsolidowane wyniki kwartalne PBG

	I kwartał 2009	I kwartał 2008	zmiana
Przychody	349.1	316.7	10.2%
Wynik brutto na sprzedaży	60.3	50.1	20.5%
EBITDA	46.5	39.2	18.7%
EBIT	34.8	30.0	16.1%
Zysk netto	23.2	14.8	56.6%
<b>Marże</b>			
Marża brutto na sprzedaży	17.3%	15.8%	
Marża EBITDA	13.3%	12.4%	
Marża EBIT	10.0%	9.5%	
Marża netto	6.7%	4.7%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

### Przychody GK PBG w podziale na segmenty

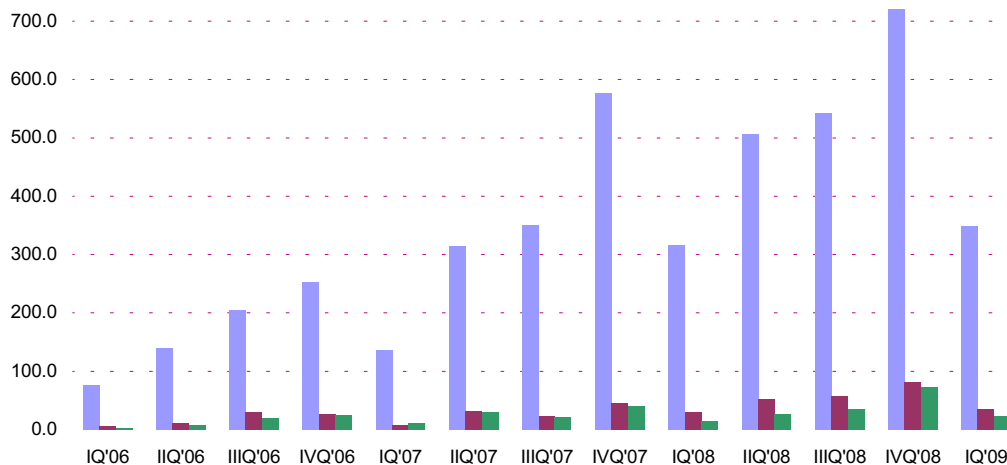
	Przychody		Wynik segmentu		Marża na segmencie	
	I kw. 09	I kw. 08	I kw. 09	I kw. 08	I kw. 09	I kw. 08
Gaz ziemny i ropa naftowa	39.9	34.4	8.4	5.1	21.1%	14.7%
Woda	220.7	205.3	30.2	14.2	13.7%	6.9%
Paliwa	56.2	28.9	7.8	8.2	13.8%	28.3%
Budownictwo mieszkaniowe i przem.	70.3	20.7	7.6	3.9	10.8%	19.0%
Drogi	26.6	6.7	0.7	0.8	2.7%	12.5%
Inne	11.2	39.6	1.6	17.2	14.6%	43.5%

Źródło: raporty finansowe spółki

# Informacje o spółce

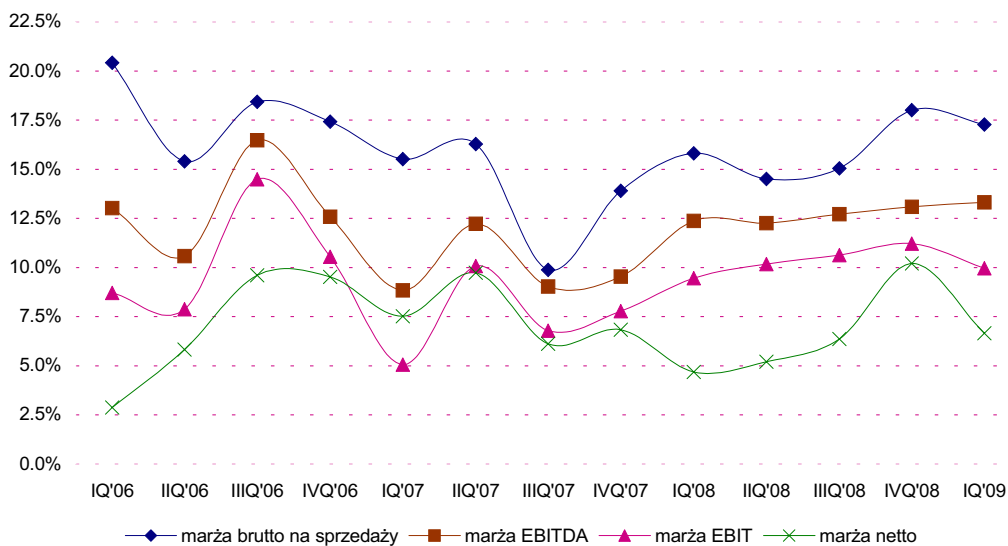
## Przychody, zyski i marże

### Skonsolidowane kwartalne wyniki finansowe w mln PLN



Źródło: raporty spółki

### Kwartalne marże GK PBG w %



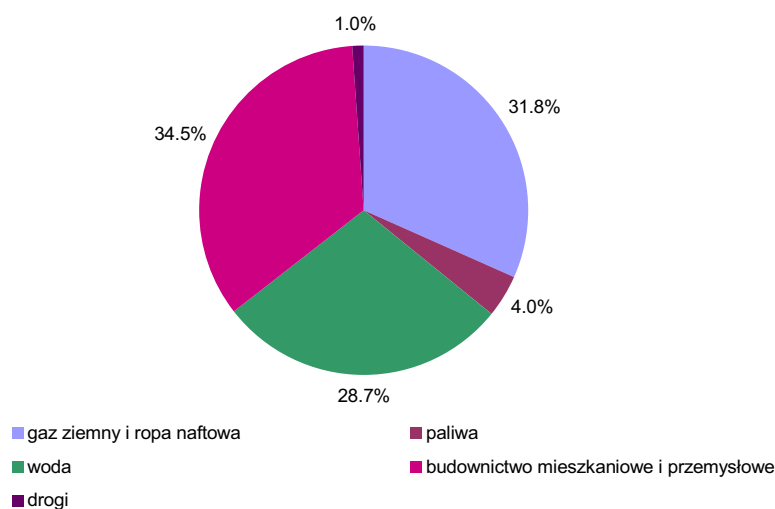
Źródło: raporty spółki

## Portfel zamówień

Obecnie portfel zamówień GK PBG wynosi 6.4 mln PLN, z czego około ponad 2.4 mld PLN przypadnie na 2009 rok, a pozostała część przede wszystkim na lata 2010 - 2011. Największy udział w portfel stanowią kontrakty związane w budownictwem przemysłowym i mieszkaniowym (34.5% ogółu i 2.2 mld PLN), a w tym kontrakty na stadiony w Poznaniu, Warszawie i Gdańsku. Drugą pozycję zajmują kontrakty z segmentu gazu i ropy naftowej (31.8% całości i 2.04 mld PLN), a w nim kontrakty dla PGNiG. Obszar wody wypełnia portfel z 28.7%, paliw w 4%, a dróg w 1%.

PBG szacuje wartość portfela według nowej metody rozpoznawania przychodów, co przekłada się na uwzględnienie jedynie tej części kontraktu realizowanego w konsorcjum, które przypada spółce z grupy kapitałowej.

### Struktura portfela zamówień GK PBG (w %)



Źródło: raporty spółki

## Plany emisji

W dniu 4 czerwca 2009 roku spółka zwołuje WZA, na którym podejmie decyzje mające na celu pozyskania środków na dalszy rozwój. Jedną z możliwości jest emisja obligacji zamiennych na akcje (do 4 mln sztuk akcji). Kolejna dotyczy podwyższenia kapitału poprzez emisję akcji ( 865 tys. akcji) oraz upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału w ciągu 2 lat w ramach kapitału docelowego (2.7 mln akcji). Spośród propozycji WZA wybierze jeden wariant. PBG planuje pozyskać około 200 mln PLN, które chce przeznaczyć na akwizycje.

# 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 198.3 PLN. Z kolei przy użyciu metody porównawczej dla polskich spółek wycena wyniosła 175.7 PLN na akcję. Wycena końcowa przy zastosowaniu średniej ważonej daje wartość akcji PBG na poziomie 187.0 PLN.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Waga
Wycena porównawcza do polskich spółek	2359.8	175.7	50%
Wycena DCF	2663.1	198.3	50%
<b>Wycena 1 akcji PBG (PLN)</b>		<b>187.0</b>	

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:

- spadek rentowności brutto na sprzedaży w latach 2009 - 2011 z 16.5% do 15.6%,
- 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
<b>sprzedaż</b>	<b>2 928.0</b>	<b>3 074.4</b>	<b>2 982.2</b>	<b>3 131.3</b>	<b>3 287.8</b>	<b>3 452.2</b>	<b>3 624.8</b>	<b>3 697.3</b>	<b>3 771.3</b>	<b>3 846.7</b>	
<b>EBIT</b>	<b>332.8</b>	<b>327.9</b>	<b>310.3</b>	<b>339.3</b>	<b>356.3</b>	<b>374.1</b>	<b>392.8</b>	<b>400.7</b>	<b>408.7</b>	<b>416.8</b>	
stopa podatkowa (%)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	
EBIT (1-T)	269.5	265.6	251.4	274.8	288.6	303.0	318.2	324.5	331.0	337.6	
amortyzacja	58.6	59.1	53.5	47.6	42.0	41.3	41.2	41.1	41.2	41.5	
inwestycje	95.0	50.0	40.0	35.0	35.0	40.0	41.0	42.0	44.0	45.0	
zmiana kap.obrotowego	-151.6	-62.2	60.1	-31.0	-29.4	-27.4	-25.1	-21.7	-18.2	-14.5	
<b>FCF</b>	<b>81.5</b>	<b>212.5</b>	<b>325.0</b>	<b>256.4</b>	<b>266.2</b>	<b>276.9</b>	<b>293.3</b>	<b>302.0</b>	<b>310.0</b>	<b>319.6</b>	<b>4424.2</b>
zmiana FCF	-	161%	53%	-21%	4%	4%	6%	3%	3%	3%	1.5%
dług/kapitał (%)	44.8	35.3	32.6	30.8	29.2	27.7	26.4	25.3	24.3	23.5	23.5
stopa wolna od ryzyka (%)	5.0	5.5	5.7	5.8	6.0	6.0	6.1	6.1	6.1	6.2	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) (%)	5.0	5.4	5.6	5.7	5.8	5.8	5.9	5.9	5.9	6.0	5.0
koszt kapitału (%)	10.0	10.5	10.7	10.8	11.0	11.0	11.1	11.1	11.1	11.2	10.0
<b>WACC (%)</b>	<b>7.7</b>	<b>8.7</b>	<b>9.0</b>	<b>9.2</b>	<b>9.4</b>	<b>9.6</b>	<b>9.7</b>	<b>9.8</b>	<b>9.9</b>	<b>9.9</b>	<b>8.8</b>
<b>PV (FCF)</b>	<b>78.1</b>	<b>186.3</b>	<b>260.0</b>	<b>187.0</b>	<b>176.0</b>	<b>166.2</b>	<b>159.5</b>	<b>148.9</b>	<b>138.1</b>	<b>129.0</b>	<b>1785.5</b>
<b>wartość DFCF</b>	<b>3414.7</b>										
											w tym wartość rezydualna 1785,5
dług netto	751.6										
<b>wartość kapitału włas.</b>	<b>2663.1</b>										
liczba akcji (mln)	13.4										
<b>wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>198.3</b>										

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	6.6	6.8	6.9	8.0	8.6	9.1	12.1	13.1	13.7
POLIMEX MOSTOSTAL	PXM PW	6.3	7.4	8.6	8.7	10.7	11.6	11.7	13.7	15.6
POL-AQUA	PQA PW	3.3	2.8	2.9	5.8	4.8	4.4	9.7	7.9	7.2
MOSTOSTAL WARSZAWA	MSW PW	5.1	6.7	8.5	5.9	8.5	11.2	12.8	13.6	16.3
ERBUD	ERB PW	8.1	10.7	14.3	9.1	12.5	12.2	11.5	18.6	19.0
ELEKTROBUDOWA	ELB PW	7.5	8.5	8.6	9.5	11.0	11.2	12.2	13.9	13.9
<b>Mediana</b>		<b>6.4</b>	<b>7.1</b>	<b>8.5</b>	<b>8.3</b>	<b>9.6</b>	<b>11.2</b>	<b>11.9</b>	<b>13.6</b>	<b>14.7</b>

#### Dług netto

Wyniki PBG	751.6	391.4	387.1	363.8	332.8	327.9	310.3	208.9	198.7	186.6
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Wycena przy danym wskaźniku w porównaniu do spółek

Wycena (mln PLN)	1770.3	1982.5	2359.0	2026.7	2412.4	2730.2	2494.5	2710.6	2751.7
------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

**Wycena ważona PBG (mln PLN)** **2359.8**

**Wycena 1 akcji PBG (PLN)** **175.7**

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
<b>przychody netto</b>	<b>674.3</b>	<b>1 407.0</b>	<b>2 091.4</b>	<b>2 928.0</b>	<b>3 074.4</b>	<b>2 982.2</b>
koszty wytworzenia	555.6	1 192.0	1 749.5	2 446.0	2 587.7	2 517.8
zysk brutto na sprzedaży	119.1	215.0	341.9	481.9	486.7	464.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	54.2	81.5	108.0	151.2	158.8	154.0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	9.2	5.9	-8.3	2.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>90.7</b>	<b>166.1</b>	<b>270.8</b>	<b>391.4</b>	<b>387.1</b>	<b>363.8</b>
<b>EBIT</b>	<b>74.1</b>	<b>139.3</b>	<b>225.6</b>	<b>332.8</b>	<b>327.9</b>	<b>310.3</b>
saldo finansowe	-1.7	-21.1	-12.0	-20.9	-31.3	-31.8
zysk przed opodatkowaniem	72.4	146.4	215.9	311.9	296.6	278.5
podatek dochodowy	15.5	26.7	26.0	59.3	56.4	52.9
korekty udziałów mniejszościowych	2.7	15.4	31.7	43.7	41.5	39.0
<b>zysk netto</b>	<b>54.2</b>	<b>104.3</b>	<b>158.2</b>	<b>208.9</b>	<b>198.7</b>	<b>186.6</b>
EPS	4.5	7.8	11.8	15.6	14.8	13.9

## Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>361.1</b>	<b>717.9</b>	<b>918.2</b>	<b>988.0</b>	<b>978.9</b>	<b>965.4</b>
wartości niematerialne i prawne	4.7	13.3	14.8	15.9	15.6	15.1
rzeczowe aktywa trwałe	266.5	306.8	403.7	439.0	430.2	417.2
inwestycje długoterminowe	17.2	63.4	92.9	117.9	117.9	117.9
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>683.3</b>	<b>1 540.9</b>	<b>1 940.3</b>	<b>2 282.4</b>	<b>2 354.5</b>	<b>2 564.8</b>
zapasy	15.6	40.1	69.4	97.1	102.0	98.9
należności	319.6	1 017.3	1 513.0	1 844.6	1 936.9	1 878.8
inwestycje krótkoterminowe	348.1	468.7	341.5	323.3	298.4	569.8
rozliczenia międzyokresowe	7.7	14.7	16.5	17.3	17.3	17.3
<b>aktywa razem</b>	<b>1 044.4</b>	<b>2 258.8</b>	<b>2 858.5</b>	<b>3 270.4</b>	<b>3 333.4</b>	<b>3 530.2</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>368.1</b>	<b>750.7</b>	<b>928.1</b>	<b>1 054.1</b>	<b>1 252.8</b>	<b>1 439.5</b>
zobowiązania	664.3	1 473.6	1 744.9	2 108.2	1 972.4	1 982.6
zobowiązania długoterminowe	194.7	331.7	410.0	378.3	161.4	161.4
zobowiązania krótkoterminowe	469.6	1 134.1	1 326.1	1 722.6	1 803.7	1 813.9
<b>pasywa razem</b>	<b>1 044.4</b>	<b>2 258.8</b>	<b>2 858.5</b>	<b>3 270.4</b>	<b>3 333.4</b>	<b>3 530.2</b>
BVPS	30.6	55.9	69.1	78.5	93.3	107.2

Źródło: spółka, prognozy Millennium DM

**Cash flow (mln PLN)**

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
wynik netto	54.2	104.3	158.2	208.9	198.7	186.6
amortyzacja	16.6	26.7	45.1	58.6	59.1	53.5
zmiana kapitału obrotowego	-57.5	-177.7	-568.6	-151.6	-62.2	60.1
gotówka z działalności operacyjnej	-134.2	-117.6	-262.9	136.9	226.9	332.0
inwestycje (capex)	112.5	178.9	174.9	95.0	50.0	40.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-112.5	-178.9	-174.9	-130.0	-50.0	-40.0
wypłata dywidendy	0.0	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	58.3	126.8	236.0	10.7	-170.6	11.2
gotówka z działalności finansowej	217.0	655.5	315.2	-78.1	-201.9	-20.6
zmiana gotówki netto	-29.7	358.9	-122.5	-71.2	-25.0	271.4
DPS	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	5.9	9.8	15.1	19.9	19.2	17.9

**Wskaźniki (%)**

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	65.1	108.6	48.6	40.0	5.0	-3.0
zmiana EBITDA	80.8	83.1	63.1	44.5	-1.1	-6.0
zmiana EBIT	79.3	88.0	61.9	47.5	-1.5	-5.4
zmiana zysku netto	50.2	92.5	51.7	32.0	-4.9	-6.1
marża EBITDA	13.4	11.8	12.9	13.4	12.6	12.2
marża EBIT	11.0	9.9	10.8	11.4	10.7	10.4
marża netto	8.0	7.4	7.6	7.1	6.5	6.3
sprzedaż/aktywa	0.6	0.6	0.7	0.9	0.9	0.8
dług / kapitał	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
odsetki / EBIT	-2.3	-15.2	-5.3	-6.3	-9.5	-10.2
stopa podatkowa	21.4	18.2	12.0	19.0	19.0	19.0
ROE	14.7	13.9	17.0	19.8	15.9	13.0
ROA	5.2	4.6	5.5	6.4	6.0	5.3
dług netto (mln PLN)	222.3	314.9	751.6	982.6	836.9	576.7

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 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.przytula@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**

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

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili 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 nie trafne. 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	Wycena
PBG	Redukuj	2 paź 08	235.00	196.80
PBG	Neutralnie	19 lis 08	182.20	167.80
PBG	Neutralnie	1 kwi 09	191.00	172.40

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2009 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	17	38%
Akumuluj	12	27%
Neutralnie	13	29%
Redukuj	3	7%
Sprzedaj	0	0%

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

Kupuj	6	22%
Akumuluj	8	30%
Neutralnie	12	44%
Redukuj	1	4%
Sprzedaj	0	0%

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