



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

PBG

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 210,0 PLN

3 SIERPIEŃ 2010

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji (Akumuluj z 25 lutego 2010) kurs akcji PBG zyskał 19% (w tym czasie indeks WIG wzrósł o 13%). W lipcu spółka podpisała umowę na wykonanie terminalu LNG w Świnoujściu (33% udział w kontrakcie wartym 2,4 mld PLN z perspektywą pozyskania prac podwykonawczych od pozostałych konsorcjantów, co może zwiększyć udział PBG do 60-70%). Nie wpłynęło to jednak znacząco na zachowanie kursu spółki. W 2010 roku PBG, w obliczu przesunięcia w czasie wielu innych dużych przetargów, znacząco zwiększyło aktywność w segmencie drogowym (wartość czterech podpisanych w czerwcu i lipcu umów bez udziału konsorcjantów: 1,8 mld PLN, co stanowi około 30% obecnego backlogu). Pozwoli to spółce na utrzymanie dynamicznego wzrostu przychodów w kolejnych latach, jednakże obniży rentowność. Biorąc pod uwagę ostatni wzrost kursu spółki, wyraźne przekroczenie naszej poprzedniej ceny docelowej oraz ryzyko szybszej niż się wcześniej spodziewaliśmy erozji marż, obniżamy naszą cenę docelową z 220,8 PLN do 210,0 PLN a tym samym rekomendację z AKUMULUJ do REDUKUJ.

Spółka na przestrzeni ostatnich dwóch miesięcy pozyskała dość znaczny portfel zleceń. W segmencie drogowym pozyskano umowy na 2 odcinki autostrady A1 (734 mln PLN netto dla grupy PBG), odcinek autostrady A4 (717 mln PLN netto dla grupy PBG) oraz odcinek drogi S5 (311 mln PLN netto dla grupy PBG). PBG w ramach konsorcjum z Saipem oraz Techint zawarła także umowę na projekt i budowę terminalu LNG w Świnoujściu o wartości 2,4 mld PLN, z czego przynajmniej 33% przypadnie na PBG (około 0,8 mld PLN). Zdaniem zarządu PBG wartość prac przynależnych spółce może jeszcze znacząco wzrosnąć. W lipcu PBG pozyskało także pierwszy znaczący kontrakt w segmencie energetyki: wykonanie i dostarczenie turbozespołów gazowych dla KGHM. Obecnie portfel zamówień spółki wynosi około 6,2 mld PLN (uwzględniając wykonanie 2Q'10).

Kolejnym etapem rozwoju grupy ma być wejście w segment budownictwa energetycznego. Pierwszym poważnym testem dla możliwości pozyskiwania przez spółkę dużych kontraktów w tym obszarze jest opóźniony już o kilka miesięcy przetarg na budowę 2 bloków w Elektrowni Opole (wartość około 10 mld PLN). Spółka startuje także w przetargu na budowę nowego bloku w Elektrowni Kozienice (5 mld PLN), w związku z czym zawiązała konsorcjum z Alstom Power.

Zarząd spółki zapowiedział możliwość rewizji obecnych prognoz na 2010 rok po wynikach 3Q'10 (obecnie przychody: 3,0 mld PLN, EBIT: 300 mln PLN, ZN: 220 mln PLN). Biorąc pod uwagę pozyskane w ostatnim czasie kontrakty przychody mogą być wyższe o 10-20%. Nasza prognoza już wcześniej zakładała osiągnięcie przez spółkę ponad 3,3 mld PLN sprzedaży. W zaktualizowanym modelu dokonaliśmy tylko nieznacznych korekt szacunków wyników na 2010. Spodziewamy się 3,29 mld PLN sprzedaży, 314,5 mln PLN wyniku EBIT oraz 225,0 mln PLN zysku netto. W samym 2Q'10 oczekujemy 725,3 mln PLN sprzedaży, 67,6 mln PLN wyniku EBIT oraz 54,0 mln PLN zysku netto (szczegółowe omówienie znajduje się w dalszej części raportu).

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Wycena DCF [PLN] | 203,8 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 216,3 |
| Wycena końcowa [PLN] | 210,0 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | -8,7% |
| Koszt kapitału | 10,9% |
| Cena rynkowa [PLN] | 230,0 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 3287,9 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 14,3 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 235,5 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 190,8 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | -1,1% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 10,7% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 2,5% |
| Struktura akcjonariatu: | |
| Wiśniewski Jerzy | 29,6% |
| Pioneer Pekao IM | 11,3% |
| Aviva OFE | 9,4% |
| ING OFE | 8,8% |
| Pozostali | 40,9% |

Krzysztof Pado

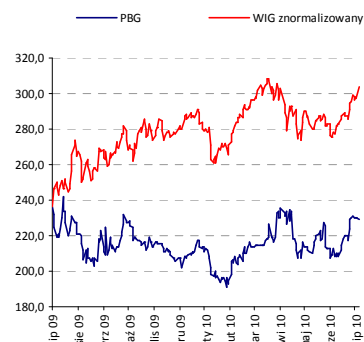
pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Beskidzki Dom Maklerski S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

| | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN] | 2 091,4 | 2 578,0 | 3 289,3 | 3 914,2 | 4 370,8 | 4 656,9 |
| EBITDA [mln PLN] | 268,7 | 333,6 | 363,4 | 383,1 | 408,9 | 440,2 |
| EBIT [mln PLN] | 223,6 | 286,5 | 314,5 | 331,7 | 357,0 | 387,8 |
| Zysk netto [mln PLN] | 156,3 | 210,6 | 225,0 | 245,9 | 267,7 | 290,2 |
| P/BV | 3,0 | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 1,3 |
| P/E | 21,0 | 15,6 | 14,6 | 13,4 | 12,3 | 11,3 |
| EV/EBITDA | 14,2 | 11,3 | 9,5 | 8,6 | 7,8 | 6,9 |
| EV/EBIT | 17,0 | 13,1 | 11,0 | 10,0 | 8,9 | 7,9 |



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

| | |
|---|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE..... | 3 |
| WYCENA DCF | 4 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA..... | 7 |
| PROGNOZA WYNIKÓW ZA 2Q'10 | 9 |
| WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'10..... | 9 |
| PORTFEL ZAMÓWIEŃ GRUPY PBG..... | 13 |
| AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW..... | 14 |
| DANE FINANSOWE I WSKAŹNIKI RYNKOWE..... | 17 |

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki PBG opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2010-2019 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 203,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2010 – 2012, dała wartość 1 akcji na poziomie 216,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 210,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

| | Waga | Wycena |
|---------------------------------|------|--------------|
| Wycena DCF | 50% | 203,8 |
| Wycena metodą porównawczą | 50% | 216,3 |
| Wycena 1 akcji PBG [PLN] | | 210,0 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

W 2010 roku PBG zaistniało w obszarze największych zleceń z strony GDDKiA. W dużej mierze podyktowane jest to jednak przesunięciem w czasie dużych przetargów w innych segmentach rynku (poza budownictwem gazowym). Dotychczas spółka wykazywała ponadprzeciętne marże na tle sektora. Wypełnienie portfela przez kontrakty drogowe (stanowią obecnie około 30% wartego 6,2 mld PLN backlogu), które ze względu na wysoką konkurencję należą do najmniej rentownych na rynku budowlanym, zwiększa ryzyko dalszej erozji marż spółki w 2011 i 2012 roku. Uważamy jednocześnie jednak, że dzięki kompetencjom w innych segmentach rynku (gaz, woda) spółka może utrzymać marże na ponadprzeciętnym poziomie, jednakże premia nie będzie już tak wysoka jak miało to miejsce w latach poprzednich.

Wolniej niż można było oczekiwać rozwija się rynek dużych przetargów energetycznych, który ma być kolejnym etapem rozwoju grupy. Obecnie spodziewany termin rozstrzygnięcia przetargu na budowę bloków w Elektrowni Opolo o wartości około 10-11 mld PLN to 4Q'10/1Q'11. Ogłoszono przetarg na budowę nowego bloku w Kozienicach o wartości około 5 mld PLN (spodziewany termin rozstrzygnięcia to 2011 rok). W przetargu tym PBG startuje razem z jednym z potentatów rynku, Alstomem (udział PBG w konsorcjum to około 35%, w przetargu na Opolo PBG i Alstom są w różnych konsorcjach, jednakże w przypadku wygranej Alstomu, PBG także mogłoby prawdopodobnie liczyć na kontrakty podwykonawcze). W przetargu na Kozienice w osobnym konsorcjum (z chińskim Dongfang) startuje Energomontaż Południe, co ma na celu zwiększenia szans grupy. Obecnie jednym z czynników wstrzymującym duże przetargi w energetyce jest niepewność w kwestii darmowych pozwoleń na emisji CO₂ (Polska toczy spór z UE w kwestii tego, które inwestycje rozpoczęły się przed końcem 2008 roku, co umożliwi dostęp do darmowych pozwoleń – ostatnie wypowiedzi przedstawicieli rządu oraz UE świadczą o tym, że ostateczna interpretacja będzie korzystna dla Polski, co umożliwi pozyskanie darmowych uprawnień do emisji CO₂ po 2013 roku dla nowo budowanych 15,0 tys MW mocy, wartość inwestycji w 1,0 tys MW w elektrowni węglowej można szacować na około 5-6 mld PLN a gazowej 3-4 mld PLN, w przypadku jądrowej jest to około 15-20 mld PLN). Zwracamy uwagę, że grupa PBG, poza skupiającym się na pracach podwykonawczych Energomontażem Południe, nie posiada doświadczenia w segmencie energetyki, dlatego wysokość uzyskiwanych marż może być ograniczona w pierwszych latach..

W 2010 roku spodziewamy się, że przychody wzrosną o 27,6% r/r do poziomu 3,3 mld PLN (zakładamy, że spółka po 3Q'10 podniesienie prognozę). EBIT zgodnie z naszymi szacunkami powinien wynieść 314,5 mln PLN. Zysk netto w 2010 roku wg naszych założeń wyniesie 225,0 mln PLN (prognozy PBG zakładają wypracowanie 300 mln PLN EBIT oraz 220 mln PLN zysku netto, zwracamy uwagę, że prognoza uwzględnia około 15 mln PLN dodatniego salda na pozostałej działalności operacyjnych, głównie z przeszacowania nieruchomości oraz brak wykazywania wyniku mniejszości na konsolidacji Hydrobudowy 9 ze względu na ujemne kapitały własne tej spółki). Przy cenie rynkowej na poziomie 230,0 PLN spółka jest handlowana dla mnożnika P/E'10 na poziomie 14,6x (13,4x w 2011 oraz 12,3x w 2012). Dla EV/EBITDA wskaźnik dla roku 2010 wynosi 9,5x a w 2012 roku spada do 7,8x. Na podstawie EV/EBITDA spółka notowana jest z premią zarówno w stosunku do sektora jak i stanowiącego w dłuższym terminie najmocniejszą konkurencję Polimexu-Mostostal (który w przeciwieństwie do PBG posiada wysokie kompetencje w najbardziej perspektywnym sektorze energetycznym). Biorąc pod uwagę ostatni wzrost kursu akcji PBG, **wydajemy rekomendację REDUKUJ, obniżając cenę docelową z 220,8 PLN do 210,0 PLN, co daje 9% potencjał spadkowy kursu akcji.**

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,87%, w poprzednim modelu było to 6,12%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta=1,0$.

Główne założenia modelu:

- W porównaniu z poprzednim modelem przyjęliśmy znacznie większy udział w przychodach PBG segmentu drogowego (spółka pozyskała w tym czasie kilka znaczących umów). Skutkuje to jednakże większym spadkiem uzyskiwanych rentowności (spodziewamy się, że marże na kontraktach drogowych nie będą odbiegać od średnich rynkowych i tym samym będą wyraźnie niższe od obecnej średniej dla spółki).
- Podtrzymujemy założenie o wzroście znaczenia segmentu energetycznego, szczególnie po 2012 roku. Po zapoznaniu się z opiniami branży na temat oczekiwanych marż w tym segmencie (generalne wykonawstwo 10-15%, prace ogólnobudowlane <10%) skorygowaliśmy jednak w dół nasze wcześniejsze zbyt optymistyczne oczekiwania w tym zakresie.
- Zakładamy spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy w latach 2010-2011 związany jest ze spadkiem udziału (i przychodów) w ramach segmentu woda (cykl rotacji należności w tym segmencie jest dużo wyższy niż w pozostałych segmentach ze względu na sposób rozliczania inwestycji finansowanych ze środków UE).
- Wycena uwzględnia skonsolidowany dług netto na koniec 2009 (po skorygowaniu o dywidendę wypłaconą w 2010 roku w kwocie 1,4 PLN/akcję), wartość udzielonych pożyczek (głównie dla Strateg Capital, realizującego inwestycję w kopalnię surowców budowlanych), wartość bilansową nieruchomości inwestycyjnych oraz wartość rynkową posiadanych akcji Energomontażu Południe.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,0%.

Ponadto zakładamy:

- Do obliczeń przyjęliśmy 14 295,0 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 3 sierpnia 2010 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2 913 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 203,8 PLN.

Model DCF

| | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|--|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 3 289,3 | 3 914,2 | 4 370,8 | 4 656,9 | 4 981,1 | 5 019,7 | 5 069,5 | 5 159,5 | 5 257,4 | 5 360,3 |
| EBIT [mln PLN] | 314,5 | 331,7 | 357,0 | 387,8 | 418,0 | 423,5 | 427,3 | 434,9 | 443,3 | 452,1 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 59,8 | 63,0 | 67,8 | 73,7 | 79,4 | 80,5 | 81,2 | 82,6 | 84,2 | 85,9 |
| NOPLAT [mln PLN] | 254,7 | 268,7 | 289,2 | 314,1 | 338,6 | 343,1 | 346,1 | 352,3 | 359,1 | 366,2 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 48,9 | 51,4 | 51,9 | 52,4 | 53,1 | 53,6 | 53,7 | 53,6 | 53,4 | 53,1 |
| CAPEX [mln PLN] | -67,4 | -60,7 | -60,8 | -62,2 | -63,8 | -61,5 | -59,3 | -58,0 | -56,8 | -56,6 |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN] | -61,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | 89,6 | -109,2 | -83,9 | -59,9 | -59,1 | -15,1 | -17,2 | -23,8 | -25,2 | -26,2 |
| FCF [mln PLN] | 264,6 | 150,3 | 196,5 | 244,5 | 268,8 | 320,0 | 323,3 | 324,1 | 330,4 | 336,4 |
| DFCF [mln PLN] | 254,5 | 131,2 | 155,3 | 174,9 | 173,8 | 186,9 | 170,4 | 154,1 | 141,7 | 130,2 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 1673,0 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 3 907,4 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 1 511,6 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 3 184,6 | | | | | | | | | |
| Dług netto [mln PLN] | 494,6 | | | | | | | | | |
| Wartość rynkowa udziałów w Energomontażu [mln PLN] | 71,3 | | | | | | | | | |
| Pozostałe aktywa [mln PLN] | 416,6 | | | | | | | | | |
| Udziały mniejszości [mln PLN]* | 264,6 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału [mln PLN] | 2 913,4 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | 14 295 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 203,8 | | | | | | | | | |

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r | 27,6% | 19,0% | 11,7% | 6,5% | 7,0% | 0,8% | 1,0% | 1,8% | 1,9% | 2,0% |
| EBIT zmiana r/r | 9,8% | 5,5% | 7,6% | 8,6% | 7,8% | 1,3% | 0,9% | 1,8% | 1,9% | 2,0% |
| FCF zmiana r/r | 52,9% | -43,2% | 30,7% | 24,4% | 9,9% | 19,1% | 1,0% | 0,2% | 1,9% | 1,8% |
| Marża EBITDA | 11,0% | 9,8% | 9,4% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,4% | 9,4% |
| Marża EBIT | 9,6% | 8,5% | 8,2% | 8,3% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% |
| Marża NOPLAT | 7,7% | 6,9% | 6,6% | 6,7% | 6,8% | 6,8% | 6,8% | 6,8% | 6,8% | 6,8% |
| CAPEX / Przychody | 2,1% | 1,6% | 1,4% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,2% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| CAPEX / Amortyzacja | 137,8% | 118,0% | 117,0% | 118,5% | 120,1% | 114,7% | 110,4% | 108,2% | 106,4% | 106,6% |
| Zmiana KO / Przychody | -2,7% | 2,8% | 1,9% | 1,3% | 1,2% | 0,3% | 0,3% | 0,5% | 0,5% | 0,5% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -12,6% | 17,5% | 18,4% | 20,9% | 18,2% | 39,2% | 34,6% | 26,4% | 25,8% | 25,5% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

*wg wartości rynkowej Hydrobudowy Polskiej

Kalkulacja WACC

| | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,87% | 5,87% | 5,87% | 5,87% | 5,87% | 5,87% | 5,87% | 5,87% | 5,87% | 5,87% |
| Premia za ryzyko | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Beta lewarowana | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Premia kredytowa | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% |
| Koszt kapitału własnego | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% |
| Udział kapitału własnego | 77,4% | 85,6% | 91,2% | 93,2% | 95,1% | 96,6% | 98,0% | 99,4% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Udział kapitału obcego | 22,6% | 14,4% | 8,8% | 6,8% | 4,9% | 3,4% | 2,0% | 0,6% | 0,0% | 0,0% |
| WACC | 9,8% | 10,2% | 10,4% | 10,5% | 10,6% | 10,7% | 10,8% | 10,8% | 10,9% | 10,9% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| beta | 0,7 | 186,5 | 194,6 | 204,2 | 215,9 | 230,4 | 248,8 | 273,0 | 306,2 | 354,5 |
| | 0,8 | 177,8 | 185,0 | 193,5 | 203,7 | 216,2 | 231,9 | 252,1 | 279,3 | 317,6 |
| | 0,9 | 169,8 | 176,2 | 183,7 | 192,7 | 203,5 | 217,0 | 234,1 | 256,6 | 287,5 |
| | 1,0 | 162,4 | 168,1 | 174,8 | 182,7 | 192,2 | 203,8 | 218,4 | 237,2 | 262,5 |
| | 1,1 | 155,5 | 160,6 | 166,6 | 173,6 | 181,9 | 192,0 | 204,6 | 220,5 | 241,4 |
| | 1,2 | 149,1 | 153,7 | 159,0 | 165,2 | 172,6 | 181,4 | 192,3 | 205,9 | 223,4 |
| | 1,3 | 143,1 | 147,3 | 152,1 | 157,6 | 164,1 | 171,9 | 181,3 | 193,0 | 207,8 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|------|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | -3,00% | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| Premia za ryzyko | 3,0% | 196,0 | 205,1 | 216,1 | 229,6 | 246,4 | 268,2 | 297,4 | 338,5 | 400,9 |
| | 4,0% | 177,8 | 185,0 | 193,5 | 203,7 | 216,2 | 231,9 | 252,1 | 279,3 | 317,6 |
| | 5,0% | 162,4 | 168,1 | 174,8 | 182,7 | 192,2 | 203,8 | 218,4 | 237,2 | 262,5 |
| | 6,0% | 149,1 | 153,7 | 159,0 | 165,2 | 172,6 | 181,4 | 192,3 | 205,9 | 223,4 |
| | 7,0% | 137,6 | 141,3 | 145,6 | 150,6 | 156,3 | 163,2 | 171,4 | 181,5 | 194,2 |
| | 8,0% | 127,5 | 130,6 | 134,1 | 138,0 | 142,7 | 148,1 | 154,5 | 162,1 | 171,6 |
| | 9,0% | 118,6 | 121,1 | 124,0 | 127,3 | 131,0 | 135,3 | 140,3 | 146,3 | 153,5 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

| | | Beta | | | | | | | | |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
| Premia za ryzyko | 3,0% | 311,3 | 295,6 | 281,2 | 268,2 | 256,2 | 245,2 | 235,1 | 225,7 | 217,0 |
| | 4,0% | 276,8 | 260,1 | 245,2 | 231,9 | 219,8 | 208,9 | 198,9 | 189,8 | 181,4 |
| | 5,0% | 248,8 | 231,9 | 217,0 | 203,8 | 192,0 | 181,4 | 171,9 | 163,2 | 155,3 |
| | 6,0% | 225,7 | 208,9 | 194,3 | 181,4 | 170,1 | 160,0 | 150,9 | 142,7 | 135,3 |
| | 7,0% | 206,3 | 189,8 | 175,6 | 163,2 | 152,3 | 142,7 | 134,1 | 126,4 | 119,5 |
| | 8,0% | 189,8 | 173,7 | 160,0 | 148,1 | 137,7 | 128,6 | 120,5 | 113,2 | 106,7 |
| | 9,0% | 175,6 | 160,0 | 146,7 | 135,3 | 125,4 | 116,7 | 109,1 | 102,3 | 96,2 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

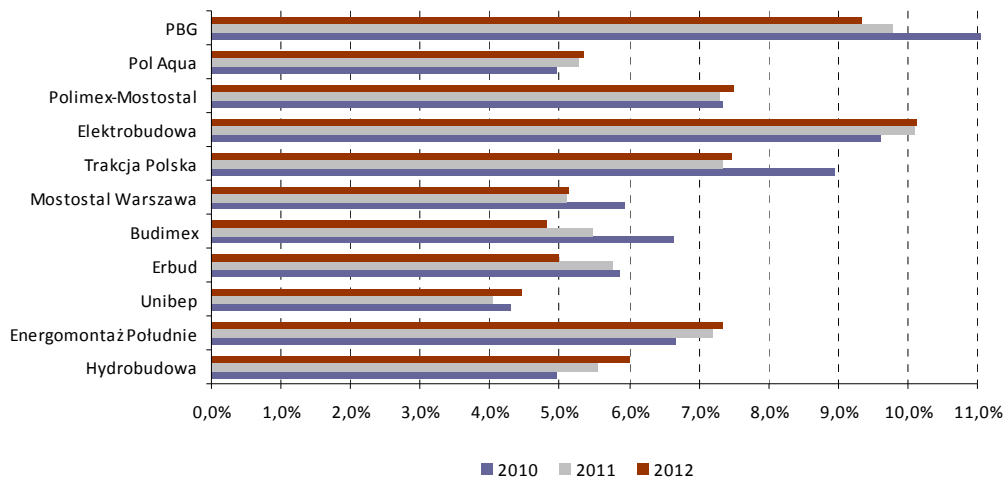
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2010-2012 do wybranych spółek działających w sektorze budowlanym, notowanych na GPW. Analizę oparto na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT (każdemu ze wskaźników przypisaliśmy wagę 33%). Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach, dla których ustaliliśmy wagę równą 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Obliczenia bazują na kursach zamknięcia z 24 lipca 2010 roku. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie spółki jest równy 50%.

Porównując wyniki PBG ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3 092 mln PLN, co odpowiada 216,3 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji spółki na poziomie 230,0 PLN (cena rynkowa z 3.08.2010) w odniesieniu do wskaźnika P/E PBG jest notowane z 4-6% dyskontem w latach 2010-12. Dla wskaźnika EV/EBIT w roku 2010 spółka będzie handlowana z 1% premią. Natomiast dla EV/EBITDA w 2010 roku premia dla PBG wynosi 8%.

Wycena porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | |
|---|--------------|--------------|-------|-----------|--------------|-------|---------|--------------|-------|
| | 2010P | 2011P | 2012P | 2010P | 2011P | 2012P | 2010P | 2011P | 2012P |
| Pol Aqua | 19,3 | 15,6 | 14,7 | 5,0 | 4,5 | 3,9 | 10,6 | 9,2 | 7,3 |
| Polimex-Mostostal | 13,9 | 13,0 | 11,0 | 7,5 | 7,5 | 6,4 | 10,6 | 10,8 | 9,0 |
| Elektrobudowa | 16,4 | 14,9 | 13,4 | 10,4 | 8,9 | 7,7 | 12,4 | 11,1 | 9,7 |
| Trakcja Polska | 20,7 | 16,5 | 13,6 | 10,0 | 8,3 | 6,7 | 13,6 | 10,6 | 8,3 |
| Mostostal Warszawa | 12,7 | 14,3 | 13,6 | 6,3 | 6,7 | 6,4 | 8,0 | 8,6 | 8,2 |
| Budimex | 11,2 | 13,9 | 16,4 | 7,9 | 10,1 | 11,8 | 8,6 | 11,1 | 13,3 |
| Erbud | 13,3 | 12,0 | 12,0 | 8,8 | 7,4 | 7,3 | 9,8 | 8,0 | 7,5 |
| Unibep | 14,0 | 14,5 | 11,0 | 10,6 | 10,6 | 8,2 | 12,8 | 13,0 | 9,7 |
| Energomontaż Południe | 20,3 | 14,0 | 12,7 | 12,5 | 8,5 | 7,9 | 17,6 | 10,9 | 10,0 |
| Hydrobudowa | 16,8 | 12,0 | 9,7 | 8,9 | 7,0 | 6,3 | 11,3 | 8,7 | 7,6 |
| Mediana | 15,2 | 14,2 | 13,0 | 8,8 | 7,9 | 7,0 | 10,9 | 10,7 | 8,7 |
| PBG | 14,6 | 13,4 | 12,3 | 9,5 | 8,6 | 7,8 | 11,0 | 10,0 | 8,9 |
| Premia / dyskonto | -3,8% | -5,7% | -5,7% | 7,6% | 9,2% | 11,0% | 0,5% | -6,9% | 2,6% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN] | 239,1 | 243,9 | 243,9 | 189,5 | 190,7 | 195,2 | 205,5 | 227,2 | 211,5 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | | 242,3 | | | 191,8 | | | 214,8 | |
| Waga wskaźnika | | 33% | | | 33% | | | 33% | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 216,3 | | | | | | | | |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Bloomberg, ceny z 2.08.2010

Porównanie rentowności EBITDA


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Najbardziej porównywalnym do PBG podmiotem na GPW, ze względu na wysoką dywersyfikację przychodów, jest Polimex-Mostostal, jednakże można zauważyć kilka dość ważnych różnic pomiędzy grupami. Polimex posiada ekspozycję na rynek konstrukcji stalowych (lider pod względem produkcji w Polsce), wysokie doświadczenie na rynku budownictwa energetycznego oraz ekspozycję na rynek budownictwa kolejowego. Wszystkich tych elementów brakuje obecnie PBG, które z kolei posiada dużo wyższe kompetencje w obszarze gazu i ochrony środowiska (segment woda). W stosunku do Polimexu PBG jest wyceniane ze sporą premią dla wszystkich wskaźników (za wyjątkiem EV/EBIT w 2011). Zwracamy uwagę na wyższy stosunek amortyzacji do przychodów w Polimexie, co związane jest z działalnością produkcyjną spółki.

Wycena porównawcza względem Polimexu-Mostostal

| | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | 2010P | 2011P | 2012P | 2010P | 2011P | 2012P | 2010P | 2011P | 2012P |
| Polimex-Mostostal | 13,9 | 13,0 | 11,0 | 7,5 | 7,5 | 6,4 | 10,6 | 10,8 | 9,0 |
| PBG | 14,6 | 13,4 | 12,3 | 9,5 | 8,6 | 7,8 | 11,0 | 10,0 | 8,9 |
| Premia / dyskonto | 4,9% | 2,8% | 11,5% | 26,6% | 15,2% | 22,0% | 3,5% | -7,8% | -1,6% |
| Wycena 1 akcji PBG wg wskaźnika [PLN] | 219,3 | 223,7 | 206,3 | 155,8 | 179,7 | 177,0 | 198,6 | 229,8 | 220,9 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Bloomberg, Polimex dla ceny 4,83 PLN

PROGNOZA WYNIKÓW ZA 2Q'10

Prognoza wyników skonsolidowanych PBG za 2Q'10 [mln PLN]

| | 2Q'09 | 2Q'10P | zmiana r/r | 1H'09 | 1H'10 | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|--------|------------|-------|---------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 599,4 | 725,3 | 21,0% | 948,6 | 1 194,4 | 25,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 86,7 | 97,9 | 12,9% | 147,0 | 146,6 | -0,3% |
| EBITDA | 79,0 | 79,2 | 0,2% | 125,6 | 114,7 | -8,6% |
| EBIT | 67,7 | 67,6 | -0,2% | 102,5 | 91,6 | -10,7% |
| Zysk (strata) brutto | 69,3 | 66,6 | -3,8% | 94,6 | 89,5 | -5,4% |
| Zysk (strata) netto | 46,9 | 54,0 | 15,0% | 70,2 | 71,7 | 2,2% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 14,5% | 13,5% | | 15,5% | 12,3% | |
| Marża EBITDA | 13,2% | 10,9% | | 13,2% | 9,6% | |
| Marża EBIT | 11,3% | 9,3% | | 10,8% | 7,7% | |
| Marża zysku netto | 7,8% | 7,4% | | 7,4% | 6,0% | |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

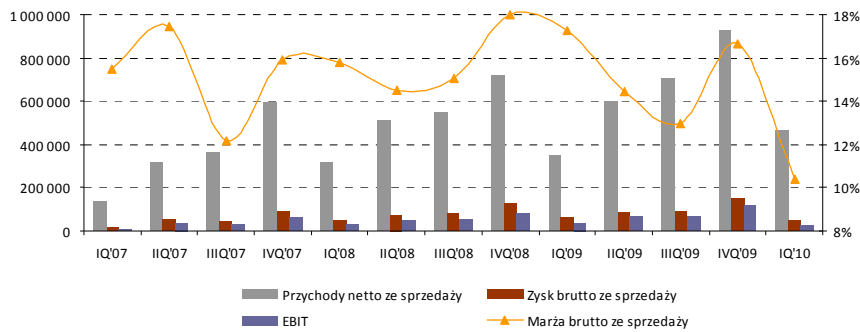
Podobnie jak w 1Q'10 spodziewamy się utrzymania wysokiej dynamiki przychodów (wzrost o 21,0% do 725,3 mln PLN), przy spadku wykazywanych marż (gorsza struktura portfela zamówień, dodatkowo na wynik EBIT w 2Q'09 pozytywny wpływ miało +12,8 mln PLN na saldzie z tytułu pozostałej działalności operacyjnej, nie spodziewamy się jednorazowych zdarzeń w 2Q'10, zapowiadane przeszacowanie nieruchomości w Hydrobudowie 9 nastąpi w 3Q'10). Na poziomie netto zakładamy wypracowanie 54,0 mln PLN (wzrost wyniku ze zmian w wykazywaniu zysków mniejszości w końcówce 2009 roku: spółka ze względu na ujemne kapitały własne Hydrobudowy 9 nie wykazuje jej zysku przydającego mniejszości, poprzez Hydrobudowę Polską).

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'10

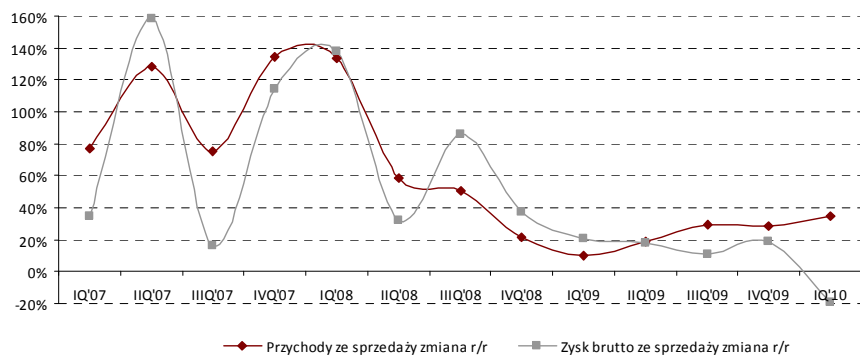
Wyniki skonsolidowane PBG [mln PLN]

| | 1Q'09 | 1Q'10 | zmiana r/r | 2008 | 2009 | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|-------|------------|---------|---------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 349,1 | 469,0 | 34,3% | 2 091,4 | 2 578,0 | 23,3% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 60,3 | 48,7 | -19,3% | 334,6 | 392,1 | 17,2% |
| EBITDA | 46,5 | 35,5 | -23,6% | 268,7 | 333,6 | 24,2% |
| EBIT | 34,8 | 23,9 | -31,2% | 223,6 | 286,5 | 28,1% |
| Zysk (strata) brutto | 25,3 | 22,8 | -9,7% | 213,9 | 262,6 | 22,8% |
| Zysk (strata) netto | 23,2 | 17,8 | -23,6% | 156,3 | 210,6 | 34,7% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 17,3% | 10,4% | | 16,0% | 15,2% | |
| Marża EBITDA | 13,3% | 7,6% | | 12,8% | 12,9% | |
| Marża EBIT | 10,0% | 5,1% | | 10,7% | 11,1% | |
| Marża zysku netto | 6,7% | 3,8% | | 7,5% | 8,2% | |

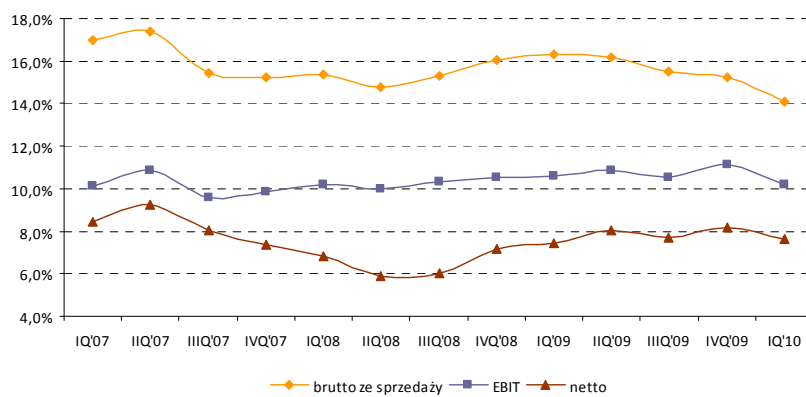
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wybrane skonsolidowane dane finansowe PBG [tys PLN]


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki

Wybrane skonsolidowane dane finansowe PBG


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki

Wskaźniki rentowności na poziomie skonsolidowanym (narastająco za cztery kwartały)


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Raporty okresowe spółki

Wyniki skonsolidowane Hydrobudowy Polskiej za 1Q'10 [mln PLN]

| | 1Q'09 | 1Q'10 | zmiana r/r | 2008 | 2009 | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|-------|------------|---------|---------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 209,4 | 322,7 | 54,1% | 1 225,5 | 1 675,6 | 36,7% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 25,1 | 24,9 | -0,6% | 122,0 | 164,7 | 35,0% |
| EBITDA | 18,9 | 16,6 | -12,1% | 75,1 | 133,0 | 77,1% |
| EBIT | 14,9 | 11,6 | -22,1% | 58,9 | 115,2 | 95,8% |
| Zysk (strata) brutto | 3,7 | 11,4 | 212,5% | 61,1 | 104,0 | 70,3% |
| Zysk (strata) netto | 7,1 | 8,9 | 24,9% | 62,4 | 97,9 | 56,8% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 12,0% | 7,7% | | 10,0% | 9,8% | |
| Marża EBITDA | 9,0% | 5,1% | | 6,1% | 7,9% | |
| Marża EBIT | 7,1% | 3,6% | | 4,8% | 6,9% | |
| Marża zysku netto | 3,4% | 2,8% | | 5,1% | 5,8% | |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane PBG w podziale na segmenty [mln PLN]

| | 1Q'09 | 1Q'10 | zmiana r/r | 2008 | 2009 | zmiana r/r |
|--|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży netto | 349,1 | 469,0 | 34,3% | 2 091,4 | 2 578,0 | 23,3% |
| Gaz ziemny, ropa naftowa, paliwa | 91,5 | 91,3 | -0,3% | 438,2 | 483,1 | 10,3% |
| Woda | 153,0 | 127,9 | -16,4% | 1 115,7 | 996,0 | -10,7% |
| Budownictwo mieszkaniowe i przemysłowe | 70,3 | 221,0 | 214,4% | 199,2 | 881,2 | 342,3% |
| Drogi | 24,4 | 12,9 | -47,0% | 141,2 | 187,0 | 32,5% |
| Inne | 10,0 | 16,0 | 60,7% | 197,1 | 30,6 | -84,5% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 60,3 | 48,7 | -19,3% | 334,6 | 392,1 | 17,2% |
| Gaz ziemny, ropa naftowa, paliwa | 16,2 | 17,4 | 7,5% | 82,1 | 92,0 | 12,0% |
| Woda | 34,2 | 9,5 | -72,1% | 120,1 | 121,1 | 0,8% |
| Budownictwo mieszkaniowe i przemysłowe | 7,6 | 21,5 | 184,0% | 45,6 | 136,8 | 200,2% |
| Drogi | 0,7 | -2,9 | - | 29,2 | 29,7 | 1,9% |
| Inne | 1,6 | 3,1 | 90,4% | 57,6 | 12,5 | -78,3% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 17,3% | 10,4% | | 16,0% | 15,2% | |
| Gaz ziemny, ropa naftowa, paliwa | 17,7% | 19,1% | | 18,7% | 19,0% | |
| Woda | 22,3% | 7,5% | | 10,8% | 12,2% | |
| Budownictwo mieszkaniowe i przemysłowe | 10,8% | 9,7% | | 22,9% | 15,5% | |
| Drogi | 3,0% | -22,6% | | 20,7% | 15,9% | |
| Inne | 16,5% | 19,5% | | 29,2% | 40,9% | |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

PBG

Wyniki grupy za 1Q'10 były dość pozytywnym zaskoczeniem dla rynku. Przychody ze sprzedaży, mimo ostrej zimy, wzrosły o 34,3% (469,0 mln PLN wobec konsensusu na poziomie 373,1 mln PLN). Wyraźnie słabsze niż rok wcześniej były uzyskane rentowności, aczkolwiek wyniki EBIT i netto przekroczyły wyraźnie konsensus rynkowy (odpowiednio 23,9 mln PLN wobec 19,6 mln PLN oraz 17,8 mln PLN wobec 10,8 mln PLN). Odnotowany przez spółkę wzrost skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży to głównie efekt księgowania przychodów z segmentu budownictwa kubaturowego (mieszkaniowo-przemysłowego), co związane jest z realizacją kontraktów stadionowych (Poznań, Warszawa, Gdańsk). Segment ma obecnie największy udział w przychodach grupy.

Wyraźny spadek odnotowała natomiast rentowność brutto ze sprzedaży (z 17,3% do 10,4%). Powodem jest kilka czynników: i) spadek rentowności w segmencie woda, ii) znaczny wzrost udziału w przychodach segmentu budownictwa mieszkaniowo-przemysłowego, który charakteryzuje się niższymi marżami, iii) strata w segmencie budownictwa drogowego. PBG tłumaczy spadek rentowności głównie silnymi mrozami w styczniu i lutym, które przełożyły się na konieczność czasowego wstrzymania prac na prowadzonych budowach oraz wymusiły zastosowanie innych technologii pozwalających na kontynuację prac przy minusowych temperaturach. Dotyczyło to głównie kontraktów stadionowych, które realizuje Hydrobudowa Polska. Zima wpłynęła także na stratę brutto ze sprzedaży segmentu drogowego (Aprivia, Dromost, PRiD i Betpol). W tym przypadku jednak kolejne kwartały przyniosą zupełnie nowy obraz segmentu na tle grupy w związku z pozyskaniem dużych zleceń na budowę autostrad w 2Q'10.

Rentowność operacyjna PBG spadła do 5,1% z 10,0% rok wcześniej, co jest pochodną spadku marży brutto ze sprzedaży (spadek ten został częściowo zamortyzowany przez ograniczenie kosztów zarządu o 9,9% r/r). Na poziomie wyniku brutto w 1Q'10 rezultat był o 9,7% niższy niż rok temu i wyniósł 22,8 mln PLN (ujemne saldo z tytułu działalności finansowej wyniosło 1,1 mln PLN wobec 9,5 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej PBG wykazało 17,8 mln PLN wobec 23,2 mln PLN rok wcześniej (w 1Q'09 na wynik miał wpływ stosunkowo niski podatek dochodowy wynikający z rozliczenia odroczonego podatku dochodowego na niezrealizowane straty podatkowe Hydrobudowie 9).

Hydrobudowa

W 1Q'10 Hydrobudowa kontynuowała obserwowany w poprzednich kwartałach wzrost przychodów ze sprzedaży, przy spadającej marży brutto ze sprzedaży w ujęciu r/r. Podobnie jak w przypadku PBG wyniki były lepsze od konsensusu rynkowego. Przychody ze sprzedaży wyniosły 322,7 mln PLN (+54,1% r/r). Marża brutto ze sprzedaży spadła jednak do 7,7% z 12,0% rok wcześniej. Zysk operacyjny spadł o 22,1% r/r. Jednak dzięki ograniczeniu ujemnego salda z tytułu działalności finansowej udało się poprawić zysk netto o 24,9% do 8,9 mln PLN.

Portfel zamówień HBP po 1Q'10 opiewał na 1,9 mld PLN, z czego ponad połowa (55%) przypadła na segment budownictwa przemysłowo-mieszkaniowego. Pozostałe kontrakty pozyskano w segmencie wody. Obecnie wzrósł on m.in. o kontrakty drogowe grupy PBG (spółki nie podają jaki dokładnie będzie rozkład prac pomiędzy spółki z grupy PBG a spółki Hydrobudowy) oraz II etap budowy układu przesyłowego ścieków z Warszawy lewobrzeżnej do oczyszczalni ścieków Czajka (137,5 mln PLN). Hydrobudowa nie zaprezentowała prognoz wyników na 2010 rok. Spodziewamy się wypracowania przez spółkę 1,83 mld PLN przychodów, 71,7 mln PLN zysku operacyjnego oraz 42,7 mln PLN zysku netto. Marże będą wyraźnie niższe niż rok wcześniej, co wynika z innej struktury realizowanego portfela zamówień, (większy udział kontraktów stadionowych). Zwracamy jednocześnie uwagę, że zarząd Hydrobudowy sygnalizował wcześniej, że przyjmuje konserwatywną politykę ujmowania wyniku na kontraktach stadionowych w Warszawie oraz Gdańsku, co może zaowocować wyższymi marżami na tych umowach przy końcowych terminach ich realizacji.

PORTFEL ZAMÓWIEŃ GRUPY PBG

W okresie 2Q'10 grupa podpisała przede wszystkim znaczące umowy w segmencie budownictwa drogowego. W konsorcjum z irlandzkim SRB grupa wybuduje dwa odcinki autostrady A1 (Toruń – Stryków) o wartości 1,5 mld PLN netto. Spółki z grupy PBG posiadają 50% w konsorcjum, co daje 734 mln PLN przychodów (czas realizacji umów to 20 miesięcy bez okresu zimowego). PBG ma także szanse na uczestnictwo w budowie 3 odcinka A1, gdzie przetarg wygrało SRB (bez udziału PBG w konsorcjum). W 3Q'10 PBG pozyskało umowy terminal LNG w Świnoujściu (2,4 mld PLN, 33% udział w konsorcjum z perspektywą jego podwojenia w wyniku pozyskania prac podwykonawczych od pozostałych konsorcjantów), na odcinek autostrady A4 Tarnów (Krzyż) – Dębica (Pustynia) o wartości 1,75 mld PLN (udział PBG w konsorcjum to 50% tej kwoty), wykonanie i dostarczenie turbozespołów gazowych dla KGHM (95 mln PLN), II etap budowy układu przesyłowego ścieków z Warszawy lewobrzeżnej do oczyszczalni ścieków Czajka (95% ze 145 mln PLN dla spółek z grupy Hydrobudowa) oraz budowę 27 km drogi S5 (wartość 777 mln PLN, dla PBG przypada 40% w konsorcjum). Biorąc pod uwagę portfel spółki po 1Q'10, pozyskane nowe kontrakty oraz wykonanie budżetu do lipca 2010 szacujemy potencjalny portfel zamówień na kwotę około 6,2 mld PLN, z czego około 2,4 mld PLN przypada na kontrakty w segmencie gazu i ropy naftowej, a 1,9 mld PLN na kontrakty w budownictwie drogowym.

W 2H'10 można spodziewać się rozstrzygnięcia przetargów na m.in:

- modernizację i rozbudowę układu paleniskowego wraz z częścią ciśnieniową kotła bloków nr 7-12 w PGE Elektrowni Bełchatów (3Q'10, szacowana wartość 1,3 mld PLN),
- dworca kolejowego w Łodzi (4Q'10, 1,5-1,7 mld PLN),
- budowę nowych bloków energetycznych w Elektrowni Opole (4Q'10/1Q'11, 10 mld PLN)
- kolejne drogi ekspresowe i autostrady (PBG uczestniczy m.in. w przetargach na budowę dróg S8 i S17 o łącznej wartości 1,0 mld PLN).

W 2H'10 spodziewane jest także ogłoszenie przetargów na budowę spalarni śmieci w Poznaniu i Krakowie, oraz budowę zbiornika przeciwpowodziowego w Raciborzu.

Najważniejsze nowe kontrakty budowlane PBG pozyskane w 2010 roku

| Data zawarcia umowy | Kontrahent | Skład konsorcjum | Kontrakt | Wartość przypadająca na grupę PBG | Termin rozpoczęcia | Termin zakończenia |
|---------------------|----------------|--|---|-----------------------------------|--------------------|--------------------|
| 30.07.2010 | GDDKIA | Alpine Bau (lider, 60%), PBG, Aprivia, Hydrobudowa Polska | budowa drogi ekspresowej S5 odcinek Kaczkowo – Korzeńsko | 310,9 mln PLN | 30.07.2010 | 30.09.2012 |
| 22.07.2010 | MPWIK Warszawa | Metro (lider, 40%), Hydrobudowa Polska (15%), Hydrobudowa 9 (40%), Infra (5%) | budowa układu przesyłowego ścieków z Warszawy lewobrzeżnej do oczyszczalni ścieków Czajka – Etap II | 137,5 mln PLN | 22.07.2010 | 30.11.2011 |
| 15.07.2010 | Polskie LNG | Saipem (lider), Techint Compagnia, Snamprogetti Canada, PBG, PBG Export | opracowanie projektu oraz wybudowanie Terminalu regazyfikacyjnego skroplonego gazu ziemnego w Świnoujściu | 805,1 mln PLN* | 15.07.2010 | 30.06.2014 |
| 9.07.2010 | KGHM | PBG | wykonanie i dostarczenie czterech kompletnych Turbozespołów Gazowych | 95,1 mln PLN | 9.07.2010 | 30.11.2012 |
| 7.07.2010 | GDDKIA | SIAC (lider, 50%), PBG, Aprivia, Hydrobudowa Polska | Budowa autostrady A-4 Tarnów – Rzeszów na odcinku od węzła Krzyż do węzła Dębica Pustynia | 717,4 mln PLN | 7.07.2010 | 7.07.2012 |
| 17.06.2010 | GDDKIA | SRB (lider, 50% wraz z John Sisk&Son), John Sisk&Son, PBG, Aprivia, Hydrobudowa Polska | budowa 34,5 km autostrady A1 Toruń-Stryków, na odcinku Czerniewice-Brzezie | 382,8 mln PLN | 17.06.2010 | 17.08.2012 |
| 17.06.2010 | GDDKIA | PBG (lider, 50%), Aprivia, Hydrobudowa Polska, SRB, John Sisk&Son | budowa 29,5 km autostrady A1 Toruń-Stryków, na odcinku Brzezie-Kowal | 351,4 mln PLN | 17.06.2010 | 17.08.2012 |
| 2.03.2010 | Gaz System | Control Process (lider), PBG, GasOil engineering | Budowa pod klucz Tłoczni Jarosław II | 58,9 mln PLN | 16.03.2010 | 16.09.2011 |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka, * jako 33,3% (wartość może powiększyć się o kontrakty podwykonawcze dla pozostałych konsorcjantów)

AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW

Skorygowane prognozy wyników na 2010 i 2011 rok [mln PLN]*

| | 2009 prognoza BDM | 2009 wykonanie | różnica | Prognoza PBG na 2010 | 2010 poprzednio (BDM) | 2010 aktualnie (BDM) | zmiana | 2011 poprzednio (BDM) | 2011 aktualnie (BDM) | zmiana |
|---------------------------------|-------------------------|-------------------|---------|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|--------|-----------------------------|----------------------------|--------|
| Przychody | 2 695,8 | 2 578,0 | -4,4% | 3 000,0 | 3 289,3 | 3 289,3 | 0,0% | 3 754,6 | 3 914,2 | 4,3% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 406,7 | 392,1 | -3,6% | - | 470,5 | 422,5 | -10,2% | 537,2 | 472,6 | -12,0% |
| EBITDA | 349,1 | 333,6 | -4,4% | - | 379,6 | 363,4 | -4,3% | 429,0 | 383,1 | -10,7% |
| EBIT | 301,3 | 286,5 | -4,9% | 300,0 | 329,1 | 314,5 | -4,4% | 377,6 | 331,7 | -12,2% |
| Zysk (strata) netto | 195,6 | 210,6 | 7,7% | 220,0 | 225,2 | 225,0 | -0,1% | 272,3 | 245,9 | -9,7% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 15,1% | 15,2% | | | 14,3% | 12,8% | | 14,3% | 12,1% | |
| Marża EBITDA | 12,9% | 12,9% | | | 11,5% | 11,0% | | 11,4% | 9,8% | |
| Marża EBIT | 11,2% | 11,1% | | 10,0% | 10,0% | 9,6% | | 10,1% | 8,5% | |
| Marża zysku netto | 7,3% | 8,2% | | 7,3% | 6,8% | 6,8% | | 7,3% | 6,3% | |

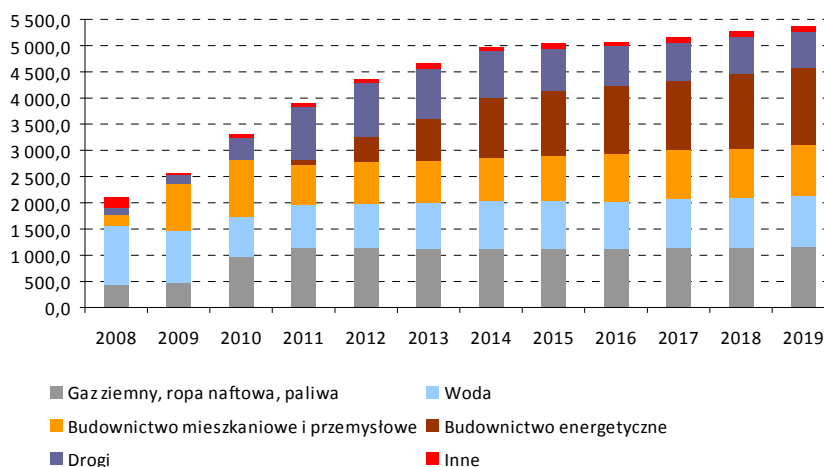
Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., *względem rekomendacji z 25 lutego 2010

Oficjalna prognoza spółki zakłada wypracowanie 3,0 mld PLN przychodów, 300,0 mln PLN zysku operacyjnego oraz 220,0 mln PLN zysku netto (prognoza uwzględnia około 14-15 mln PLN dodatniego wyniku na pozostałej działalności operacyjnej, głównie z tytułu zysku z przeszacowania nieruchomości w grupie). W ostatnim czasie prezes PBG zapowiedział, że biorąc pod uwagę pozyskane przez spółkę kontrakty (szczególnie w segmencie drogowym) po 3Q'10 możliwa będzie rewizja w górę prognozy przychodów o 10-20%.

W naszym modelu już wcześniej zakładaliśmy, że spółka osiągnie około 3,3 mld PLN sprzedaży. W aktualizacji modelu zmiana na wysokości przychodów jest kosmetyczna. Zdecydowaliśmy się jednak zrewidować nieznacznie w dół założenia dotyczące rentowności (biorąc pod uwagę rentowności notowane w 1Q'10 na poszczególnych segmentach oraz po 1H'10 w skali całej grupy a także większy udział segmentu drogowego). Spodziewamy się wypracowania 3,3 mld PLN przychodów w 2010 roku, 314,5 mln PLN zysku EBIT oraz 225,0 mln PLN zysku netto.

Biorąc pod uwagę pozyskany w ostatnich miesiącach portfel zamówień, zrewidowaliśmy także prognozy wyników na 2011 roku. Głównie podwyższając przychody i obniżając marże (wzrost znaczenia segmentu drogowego, na którym nie spodziewamy się, by PBG uzyskiwało marże wyraźnie wyższe od przeciętnej w tym segmencie, pewnym atutem mogą być udziały w kopalni kruszyw spółki Strateg Capital w Tłumaczowie k. Kłodzka, której budowa dotychczas w głównej mierze finansowana jest z pożyczek udzielonych przez PBG). Dla wyników w długim terminie znaczenie ma obniżenie przez nas prognoz marży w budownictwie energetycznym, po zapoznaniu się z opiniami branży na temat oczekiwanych marż w tym segmencie (generalne wykonawstwo 10-15%, prace ogólnobudowlane <10%).

Prognozowana struktura skonsolidowanych przychodów [mln PLN]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

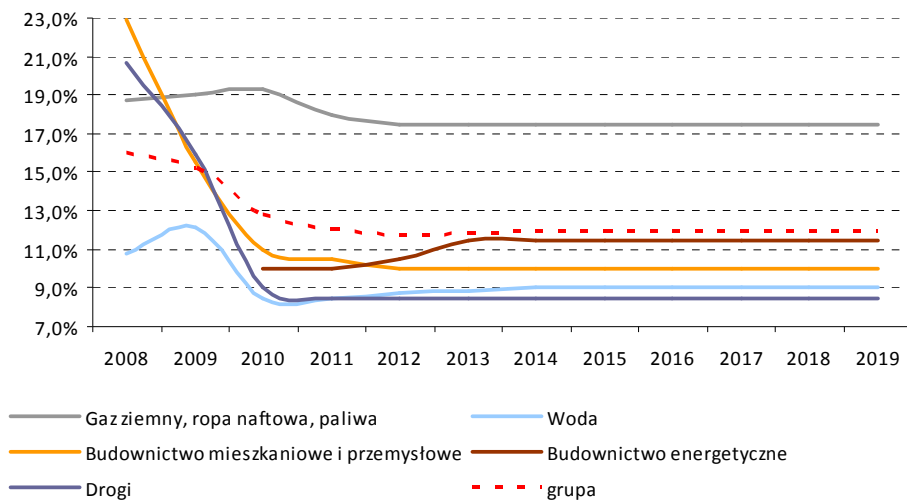
Projekcja skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży netto PBG na lata 20010-2019

| Przychody [mln PLN] | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Gaz ziemny, ropa naftowa i paliwa | 438,2 | 483,1 | 951,4 | 1 144,1 | 1 125,4 | 1 136,1 | 1 142,4 | 1 145,1 | 1 125,4 | 1 129,2 | 1 140,0 | 1 155,4 |
| Woda | 1 115,7 | 996,0 | 786,0 | 807,9 | 831,5 | 859,8 | 875,9 | 892,7 | 910,2 | 928,2 | 946,6 | 965,5 |
| Budownictwo mieszkaniowe i przemysłowe | 199,2 | 881,2 | 1 093,1 | 793,0 | 795,4 | 796,4 | 832,5 | 857,2 | 891,1 | 926,1 | 952,8 | 975,8 |
| Budownictwo energetyczne | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 92,5 | 499,2 | 811,0 | 1 161,1 | 1 235,0 | 1 301,3 | 1 362,3 | 1 417,8 | 1 467,2 |
| Drogi | 141,2 | 187,0 | 408,8 | 1 011,7 | 1 047,8 | 978,5 | 890,4 | 807,8 | 757,0 | 727,5 | 712,3 | 706,7 |
| Inne | 197,1 | 30,6 | 50,0 | 65,0 | 71,5 | 75,1 | 78,8 | 82,0 | 84,4 | 86,1 | 87,9 | 89,6 |
| Razem | 2 091,4 | 2 578,0 | 3 289,3 | 3 914,2 | 4 370,8 | 4 656,9 | 4 981,1 | 5 019,7 | 5 069,5 | 5 159,5 | 5 257,4 | 5 360,3 |

| Zmiana r/r | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gaz ziemny, ropa naftowa i paliwa | 24,2% | 10,3% | 96,9% | 20,2% | -1,6% | 0,9% | 0,6% | 0,2% | -1,7% | 0,3% | 1,0% | 1,3% |
| Woda | 42,7% | -10,7% | -21,1% | 2,8% | 2,9% | 3,4% | 1,9% | 1,9% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Budownictwo mieszkaniowe i przemysłowe | 71,5% | 342,3% | 24,1% | -27,5% | 0,3% | 0,1% | 4,5% | 3,0% | 4,0% | 3,9% | 2,9% | 2,4% |
| Budownictwo energetyczne | | | | | 439,7% | 62,4% | 43,2% | 6,4% | 5,4% | 4,7% | 4,1% | 3,5% |
| Drogi | 352,5% | 32,5% | 118,6% | 147,5% | 3,6% | -6,6% | -9,0% | -9,3% | -6,3% | -3,9% | -2,1% | -0,8% |
| Inne | 57,5% | -84,5% | 63,5% | 30,0% | 10,0% | 5,0% | 5,0% | 4,0% | 3,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Razem | 48,6% | 23,3% | 27,6% | 19,0% | 11,7% | 6,5% | 7,0% | 0,8% | 1,0% | 1,8% | 1,9% | 2,0% |

| Struktura | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Gaz ziemny, ropa naftowa i paliwa | 21,0% | 18,7% | 28,9% | 29,2% | 25,7% | 24,4% | 22,9% | 22,8% | 22,2% | 21,9% | 21,7% | 21,6% |
| Woda | 53,3% | 38,6% | 23,9% | 20,6% | 19,0% | 18,5% | 17,6% | 17,8% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% |
| Budownictwo mieszkaniowe i przemysłowe | 9,5% | 34,2% | 33,2% | 20,3% | 18,2% | 17,1% | 16,7% | 17,1% | 17,6% | 17,9% | 18,1% | 18,2% |
| Budownictwo energetyczne | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,4% | 11,4% | 17,4% | 23,3% | 24,6% | 25,7% | 26,4% | 27,0% | 27,4% |
| Drogi | 6,8% | 7,3% | 12,4% | 25,8% | 24,0% | 21,0% | 17,9% | 16,1% | 14,9% | 14,1% | 13,5% | 13,2% |
| Inne | 9,4% | 1,2% | 1,5% | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% |
| Razem | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Prognozowana rentowność brutto ze sprzedaży wg segmentów


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Prognoza wyników wg segmentów [mln PLN]

| Wyniki spółki | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 2 091 | 2 578 | 3 289 | 3 914 | 4 371 | 4 657 | 4 981 | 5 020 | 5 069 | 5 159 | 5 257 | 5 360 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 335 | 392 | 422 | 473 | 512 | 553 | 595 | 602 | 607 | 618 | 630 | 642 |
| rentowność | 16,0% | 15,2% | 12,8% | 12,1% | 11,7% | 11,9% | 11,9% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Gaz ziemny, ropa naftowa i paliwa | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Przychody | 438 | 483 | 951 | 1 144 | 1 125 | 1 136 | 1 142 | 1 145 | 1 125 | 1 129 | 1 140 | 1 155 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 82 | 92 | 184 | 206 | 197 | 199 | 200 | 200 | 197 | 198 | 200 | 202 |
| rentowność | 18,7% | 19,0% | 19,3% | 18,0% | 17,5% | 17,5% | 17,5% | 17,5% | 17,5% | 17,5% | 17,5% | 17,5% |
| Woda | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Przychody | 1 116 | 996 | 786 | 808 | 831 | 860 | 876 | 893 | 910 | 928 | 947 | 965 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 120 | 121 | 67 | 69 | 73 | 76 | 79 | 80 | 82 | 84 | 85 | 87 |
| rentowność | 10,8% | 12,2% | 8,5% | 8,5% | 8,8% | 8,8% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% |
| Budownictwo mieszkaniowe i przem. | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Przychody | 199 | 881 | 1 093 | 793 | 795 | 796 | 832 | 857 | 891 | 926 | 953 | 976 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 46 | 137 | 120 | 83 | 80 | 80 | 83 | 86 | 89 | 93 | 95 | 98 |
| rentowność | 22,9% | 15,5% | 11,0% | 10,5% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Budownictwo energetyczne | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Przychody | 0 | 0 | 0 | 93 | 499 | 811 | 1 161 | 1 235 | 1 301 | 1 362 | 1 418 | 1 467 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 0 | 0 | 0 | 9 | 52 | 93 | 134 | 142 | 150 | 157 | 163 | 169 |
| rentowność | | | | 10,0% | 10,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% |
| Drogi | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Przychody | 141 | 187 | 409 | 1 012 | 1 048 | 979 | 890 | 808 | 757 | 728 | 712 | 707 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 29 | 30 | 37 | 86 | 89 | 83 | 76 | 69 | 64 | 62 | 61 | 60 |
| rentowność | 20,7% | 15,9% | 9,0% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% |
| Inne | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Przychody | 197 | 31 | 50 | 65 | 72 | 75 | 79 | 82 | 84 | 86 | 88 | 90 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 58 | 12 | 15 | 20 | 21 | 23 | 24 | 25 | 25 | 26 | 26 | 27 |
| rentowność | 29,2% | 40,9% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

DANE FINANSOWE I WSKAŹNIKI RYNKOWE

| Bilans [mln PLN] | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 902 | 1 012 | 1 086 | 1 100 | 1 115 | 1 131 | 1 148 | 1 164 | 1 177 | 1 189 | 1 201 | 1 213 |
| Wartości niematerialne i prawne | 330 | 352 | 350 | 349 | 349 | 349 | 350 | 350 | 351 | 352 | 352 | 353 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 402 | 368 | 389 | 399 | 408 | 417 | 427 | 435 | 440 | 443 | 446 | 449 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 169 | 291 | 347 | 352 | 358 | 364 | 371 | 378 | 386 | 394 | 402 | 411 |
| Aktywa obrotowe | 1 939 | 2 997 | 2 845 | 2 939 | 3 075 | 3 274 | 3 467 | 3 542 | 3 620 | 3 718 | 3 848 | 4 013 |
| Zapasy | 69 | 234 | 274 | 326 | 364 | 388 | 415 | 418 | 422 | 430 | 438 | 447 |
| Należności krótkoterminowe | 1 513 | 1 841 | 1 659 | 1 905 | 2 089 | 2 212 | 2 342 | 2 366 | 2 394 | 2 438 | 2 484 | 2 533 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 341 | 898 | 888 | 683 | 597 | 650 | 686 | 733 | 779 | 826 | 901 | 1 009 |
| -środki pieniężne i ekwiwalenty | 289 | 660 | 717 | 566 | 480 | 532 | 568 | 616 | 662 | 709 | 784 | 891 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 16 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| Aktywa razem | 2 841 | 4 008 | 3 931 | 4 039 | 4 190 | 4 405 | 4 615 | 4 705 | 4 796 | 4 907 | 5 048 | 5 226 |
| | | | | | | | | | | | | |
| Kapitał (fundusz) własny | 928 | 1 395 | 1 634 | 1 834 | 2 040 | 2 223 | 2 383 | 2 512 | 2 642 | 2 778 | 2 916 | 3 058 |
| Udziały mniejszości | 169 | 228 | 234 | 247 | 256 | 266 | 283 | 297 | 306 | 317 | 319 | 322 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 1 745 | 2 385 | 2 062 | 1 959 | 1 894 | 1 915 | 1 949 | 1 897 | 1 848 | 1 812 | 1 813 | 1 846 |
| Rezerwy na zobowiązania | 101 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| Zobowiązania | 387 | 534 | 594 | 364 | 218 | 185 | 153 | 120 | 88 | 55 | 40 | 40 |
| - w tym dług oprocentowany | 805 | 1 135 | 888 | 582 | 369 | 297 | 226 | 161 | 96 | 31 | 0 | 0 |
| Pasywa razem | 2 841 | 4 008 | 3 931 | 4 039 | 4 190 | 4 405 | 4 615 | 4 705 | 4 796 | 4 907 | 5 048 | 5 226 |

| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|---|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody netto ze sprzedaży | 2 091 | 2 578 | 3 289 | 3 914 | 4 371 | 4 657 | 4 981 | 5 020 | 5 069 | 5 159 | 5 257 | 5 360 |
| Koszty produktów, tow. i materiałów | 1 757 | 2 186 | 2 867 | 3 442 | 3 859 | 4 104 | 4 386 | 4 418 | 4 462 | 4 541 | 4 627 | 4 718 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 335 | 392 | 422 | 473 | 512 | 553 | 595 | 602 | 607 | 618 | 630 | 642 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 110 | 110 | 122 | 137 | 151 | 161 | 172 | 173 | 175 | 178 | 181 | 185 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | 225 | 282 | 301 | 336 | 361 | 392 | 423 | 429 | 432 | 440 | 449 | 457 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | -1 | 4 | 14 | -4 | -4 | -5 | -5 | -5 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| EBITDA | 269 | 334 | 363 | 383 | 409 | 440 | 471 | 477 | 481 | 489 | 497 | 505 |
| EBIT | 224 | 286 | 314 | 332 | 357 | 388 | 418 | 424 | 427 | 435 | 443 | 452 |
| Saldo pozostałej działalności finansowej | -12 | -28 | -32 | -18 | -10 | -9 | -7 | -3 | 1 | 6 | 9 | 10 |
| Pozostałe zyski | 2 | 4 | 4 | 5 | 6 | 6 | 7 | 7 | 8 | 8 | 8 | 9 |
| Zysk (strata) brutto | 214 | 263 | 286 | 319 | 352 | 385 | 418 | 428 | 436 | 449 | 460 | 471 |
| Zysk (strata) mniejszości | 31 | 11 | 6 | 13 | 18 | 21 | 33 | 35 | 36 | 37 | 39 | 40 |
| Zysk (strata) netto | 156 | 211 | 225 | 246 | 268 | 290 | 305 | 312 | 318 | 326 | 334 | 342 |

| CF [mln PLN] | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | -253 | 307 | 431 | 223 | 264 | 309 | 335 | 377 | 377 | 376 | 381 | 423 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -186 | -352 | -59 | 7 | -46 | -51 | -54 | -51 | -48 | -45 | -43 | -40 |
| Przepływy z działalności finansowej | 315 | 417 | -315 | -382 | -304 | -206 | -245 | -278 | -284 | -284 | -263 | -276 |
| Przepływy pieniężne netto | -123 | 371 | 57 | -151 | -86 | 53 | 36 | 48 | 46 | 47 | 75 | 108 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 410 | 289 | 660 | 717 | 566 | 480 | 532 | 568 | 616 | 662 | 709 | 784 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 289 | 660 | 717 | 566 | 480 | 532 | 568 | 616 | 662 | 709 | 784 | 891 |

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|-------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r | 23,3% | 27,6% | 19,0% | 11,7% | 6,5% | 7,0% | 0,8% | 1,0% | 1,8% | 1,9% | 2,0% |
| EBITDA zmiana r/r | 24,2% | 8,9% | 5,4% | 6,7% | 7,6% | 7,0% | 1,3% | 0,8% | 1,6% | 1,7% | 1,7% |
| EBIT zmiana r/r | 28,1% | 9,8% | 5,5% | 7,6% | 8,6% | 7,8% | 1,3% | 0,9% | 1,8% | 1,9% | 2,0% |
| Zysk netto zmiana r/r | 34,7% | 6,8% | 9,3% | 8,9% | 8,4% | 5,1% | 2,3% | 1,8% | 2,7% | 2,4% | 2,2% |
| Marża brutto na sprzedaży | 15,2% | 12,8% | 12,1% | 11,7% | 11,9% | 11,9% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Marża EBITDA | 12,9% | 11,0% | 9,8% | 9,4% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,4% | 9,4% |
| Marża EBIT | 11,1% | 9,6% | 8,5% | 8,2% | 8,3% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% |
| Marża brutto | 10,2% | 8,7% | 8,2% | 8,1% | 8,3% | 8,4% | 8,5% | 8,6% | 8,7% | 8,8% | 8,8% |
| Marża netto | 8,2% | 6,8% | 6,3% | 6,1% | 6,2% | 6,1% | 6,2% | 6,3% | 6,3% | 6,4% | 6,4% |
| COGS / przychody | 84,8% | 87,2% | 87,9% | 88,3% | 88,1% | 88,1% | 88,0% | 88,0% | 88,0% | 88,0% | 88,0% |
| SG&A / przychody | 4,3% | 3,7% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |
| SG&A / COGS | 5,0% | 4,2% | 4,0% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% |
| ROE | 13,0% | 12,0% | 11,8% | 11,7% | 11,7% | 11,4% | 11,1% | 10,8% | 10,5% | 10,3% | 10,1% |
| ROA | 5,3% | 5,7% | 6,1% | 6,4% | 6,6% | 6,6% | 6,6% | 6,6% | 6,6% | 6,6% | 6,5% |
| Dług | 1 134,9 | 888,4 | 581,9 | 368,9 | 297,4 | 225,7 | 160,7 | 95,7 | 30,7 | 0,0 | 0,0 |
| D / (D+E) | 28,3% | 22,6% | 14,4% | 8,8% | 6,8% | 4,9% | 3,4% | 2,0% | 0,6% | 0,0% | 0,0% |
| D / E | 39,5% | 29,2% | 16,8% | 9,7% | 7,2% | 5,1% | 3,5% | 2,0% | 0,6% | 0,0% | 0,0% |
| Odsetki / EBIT | -9,8% | -10,3% | -5,4% | -2,9% | -2,4% | -1,8% | -0,7% | 0,3% | 1,3% | 1,9% | 2,3% |
| Dług / kapitał własny | 69,9% | 47,5% | 28,0% | 16,1% | 11,9% | 8,5% | 5,7% | 3,2% | 1,0% | 0,0% | 0,0% |
| Dług netto | 474,6 | 171,6 | 15,9 | -110,7 | -234,9 | -342,4 | -455,2 | -565,9 | -678,0 | -783,8 | -891,4 |
| Dług netto / kapitał własny | 34,0% | 10,5% | 0,9% | -5,4% | -10,6% | -14,4% | -18,1% | -21,4% | -24,4% | -26,9% | -29,2% |
| Dług netto / EBITDA | 142,3% | 47,2% | 4,1% | -27,1% | -53,4% | -72,7% | -95,4% | -117,6% | -138,8% | -157,8% | -176,5% |
| Dług netto / EBIT | 165,7% | 54,6% | 4,8% | -31,0% | -60,6% | -81,9% | -107,5% | -132,4% | -155,9% | -176,8% | -197,2% |
| EV | 3 762,4 | 3 459,4 | 3 303,7 | 3 177,1 | 3 053,0 | 2 945,4 | 2 832,7 | 2 722,0 | 2 609,9 | 2 504,1 | 2 396,5 |
| Dług / EV | 30,2% | 25,7% | 17,6% | 11,6% | 9,7% | 7,7% | 5,7% | 3,5% | 1,2% | 0,0% | 0,0% |
| CAPEX / Przychody | 2,7% | 2,1% | 1,6% | 1,4% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,2% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| CAPEX / Amortyzacja | 148,1% | 137,8% | 118,0% | 117,0% | 118,5% | 120,1% | 114,7% | 110,4% | 108,2% | 106,4% | 106,6% |
| Amortyzacja / Przychody | 1,8% | 1,5% | 1,3% | 1,2% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Zmiana KO / Przychody | 1,4% | -2,7% | 2,8% | 1,9% | 1,3% | 1,2% | 0,3% | 0,3% | 0,5% | 0,5% | 0,5% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 7,5% | -12,6% | 17,5% | 18,4% | 20,9% | 18,2% | 39,2% | 34,6% | 26,4% | 25,8% | 25,5% |
| Wskaźniki rynkowe | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
| MC/S* | 1,3 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/E* | 15,6 | 14,6 | 13,4 | 12,3 | 11,3 | 10,8 | 10,5 | 10,4 | 10,1 | 9,8 | 9,6 |
| P/BV* | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 1,0 |
| P/CE* | 12,8 | 12,0 | 11,1 | 10,3 | 9,6 | 9,2 | 9,0 | 8,9 | 8,7 | 8,5 | 8,3 |
| EV/EBITDA* | 11,3 | 9,5 | 8,6 | 7,8 | 6,9 | 6,3 | 5,9 | 5,7 | 5,3 | 5,0 | 4,7 |
| EV/EBIT* | 13,1 | 11,0 | 10,0 | 8,9 | 7,9 | 7,0 | 6,7 | 6,4 | 6,0 | 5,6 | 5,3 |
| EV/S* | 1,5 | 1,1 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| BVPS | 113,6 | 130,7 | 145,5 | 160,6 | 174,1 | 186,5 | 196,5 | 206,3 | 216,5 | 226,3 | 236,4 |
| EPS | 14,7 | 15,7 | 17,2 | 18,7 | 20,3 | 21,3 | 21,8 | 22,2 | 22,8 | 23,4 | 23,9 |
| CEPS | 18,0 | 19,2 | 20,8 | 22,4 | 24,0 | 25,1 | 25,6 | 26,0 | 26,6 | 27,1 | 27,6 |
| FCFPS | 12,1 | 18,5 | 10,5 | 13,7 | 17,1 | 18,8 | 22,4 | 22,6 | 22,7 | 23,1 | 23,5 |
| DPS | 1,4 | 3,0 | 4,3 | 7,5 | 10,2 | 12,8 | 13,1 | 13,3 | 13,7 | 14,0 | 14,3 |
| Payout ratio | 9,5% | 19,1% | 25,0% | 40,0% | 50,0% | 60,0% | 60,0% | 60,0% | 60,0% | 60,0% | 60,0% |

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A. * Obliczenia przy cenie 230,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI

Maciej Bobrowski
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.com.pl

Dyrektor Wydziału
IT, media, handel

Marcin Stebakow
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-438
e-mail: stebakow@bdm.com.pl

handel

Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.com.pl

Specjalista ds. analiz
materiały budowlane,
budownictwo

Krzysztof Zarychta
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: zarychta@bdm.com.pl

chemia, surowce,
energetyka

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
Pozzczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Poprzednie rekomendacje spółki

| | |
|--|------------|
| Poprzednia rekomendacja | AKUMULUJ |
| Wycena poprzedniej rekomendacji | 220,8 |
| Data poprzedniej rekomendacji | 25.02.2010 |
| Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji | 230,0 |

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'10

| | | |
|----------|---|-----|
| Kupuj | 0 | 0% |
| Akumuluj | 1 | 33% |
| Trzymaj | 0 | 0% |
| Redukuj | 2 | 67% |
| Sprzedaj | 0 | 0% |

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.
Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 03.08.2010 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 06.08.2010 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.
Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.
Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.
W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.
Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.
Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczy, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.
BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.
Pomiędzy BDM 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 ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.
BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.