

13 maja 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	208,3 PLN
Cena docelowa	201,6 PLN
Kapitalizacja	2,80 mld PLN
Free float	1,48 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	14,36 mIn PLN

Struktura akcjonariatu

Jerzy Wiśniewski	33,47%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	6,80%
BZ WBK AIB TFI	6,82%
Pozostali	52,91%

Strategia dotycząca sektora

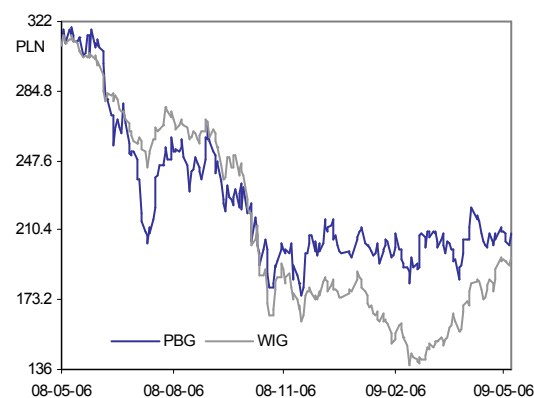
Obecnie na segmenty budownictwa patrzymy z punktu widzenia skali walki konkurencyjnej i portfela zamówień. Naszym zdaniem najmniejsza presja konkurencyjna występuje w segmencie energetycznym, kolejowym i chemicznym. Obserwujemy oznaki wzrostu konkurencji w segmencie drogowym i ekologicznym. Bardzo duża konkurencja panuje w segmencie kubaturowym. Faworyzujemy spółki z dużym portfelem zleceń.

Profil spółki

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

Ważne daty

31.08 - sprawozdanie finansowe za H1 2009
16.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Kurs akcji PBG na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PBG

PBGG.WA; PBG.PW

Trzymaj

(Podtrzymana)

Wyniki bez większych zaskoczeń

Wyniki Q1 2009 nie przyniosły naszym zdaniem większych zaskoczeń. Różnice w stosunku do naszych prognoz wynikały z takich zdarzeń jednorazowych jak wycena rezerwy na kontrakt Hydrobudowy 9, wielkość rozwiązanej rezerwy, różnice kursowe, naliczone podatki (niższa niż zakładana efektywna stopa podatkowa). Stosunkowo neutralnie oceniamy zdarzenia, jakie miały miejsce w spółce w Q1 2009. Dużym pozytywnym zaskoczeniem było zdobycie aż 3 kontraktów na budowę stadionów, co głównie wpływa na atrakcyjność inwestycyjną Hydrobudowy. Z drugiej strony, jesteśmy lekko rozczarowani rewizją prognozy spółki, gdyż spodziewaliśmy się w bieżącym roku wygenerowania wyższej rentowności. Zapelnienie portfela zamówień na trudny rok 2009 to ponad 80%. Obecna cena rynkowa PBG naszym zdaniem w pełni dyskontuje perspektywę spółki. Szansy na podniesienie wyceny dopatrujemy się w „odbiciu” rynku inwestycyjnego. Ryzyka spadku wyceny obawiamy się w przypadku spadku marż na nowych kontraktach (zauważamy, że rentowność PBG jest znacząco wyższa niż średnia w branży i w przyszłości może być niemożliwa do utrzymania). Podtrzymujemy opinię, że na wzrostowym rynku PBG powinno zachowywać się słabiej, zaś w przypadku korekty rynkowej lepiej niż większość notowanych na GPW walorów.

Rewizja prognozy na rok 2009

Dokonałiśmy rewizji prognozy na rok 2009, w oparciu o prognozę spółki. Drobne modyfikacje, jakie wprowadziliśmy do prognozy zarządu, to zaliczenie kontraktu na budowę Stadionu Narodowego i kanałów dosyłowych do oczyszczalni Czajka do wyniku (w prognozie zarządu z prawdopodobieństwem = 50%). Z wyniku usunęliśmy zaś przewidywany wynik z realizacji budowy biurowca w Poznaniu (nie prognozujemy wyniku na realizacji przedsięwzięć deweloperskich nie posiadających jeszcze finansowania).

Nieliczne czynniki ryzyka na lata przyszłe

Nie zmaterializowało się ryzyko braku zapelnienia portfela Hydrobudowy Polska na rok 2010, ze względu na wzrost konkurencji i spadek podaży nowych kontraktów ekologicznych. Mimo to, naszym zdaniem wycena tej spółki jest bardzo wymagająca. Spadek rentowności w Hydrobudowie może naszym zdaniem nastąpić w latach kolejnych. Nie wykluczamy też, że niektórzy „przemysłowi” klienci PBG będą dążyć do renegotjacji podpisanych już kontraktów budowlanych, co zmniejszałoby marże możliwe do wygenerowania przez PBG. Obawiamy się, że ambitne plany zarządu PBG w segmencie drogowym mogą być niemożliwe do zrealizowania (brak tak dużego wzrostu rynku). Nasza prognoza w segmencie pozostaje konserwatywna.

(mIn PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1376,8	2089,3	2902,0	3198,8	3357,9
EBITDA	138,2	270,3	360,1	383,6	362,7
marża EBITDA	10,0%	12,9%	12,4%	12,0%	10,8%
EBIT	109,4	223,4	313,4	336,6	315,5
Zysk netto	102,1	158,0	196,4	217,6	217,3
P/E	27,4	17,7	14,2	12,9	12,9
P/CE	21,4	13,7	11,5	10,6	10,6
P/BV	3,7	2,8	2,3	2,0	1,7
EV/EBITDA	22,8	13,5	10,1	9,5	10,1
DYield	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q1 2009

Wyniki Q1 2009 vs. prognoza DI BRE, konsensus prognoz

(mln PLN)	Wyniki	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica
Przychody	349,1	342,6	1,91%	341,0	2,39%
Marża brutto ze sprzedaży	60,3	57,9	4,16%	-	-
%	17,3%	16,9%		-	-
EBIT	34,8	24,9	39,72%	31,2	11,51%
%	10,0%	7,3%	-	9,1%	-
Zysk brutto	25,3	20,9	20,94%	-	-
Zysk netto	23,2	15,4	50,94%	19,2	21,06%
%	6,7%	4,5%	-	5,6%	-

Źródło: DI BRE Banku SA, PBG, PAP

Wyniki Q1 2009

Wyniki PBG okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami, jeśli chodzi o wysokość przychodów i marżę brutto ze sprzedaży (odchylenie o +1,9% na przychodach i o +4,2% na poziomie brutto ze sprzedaży). Znacznie wyższy niż zakładaliśmy okazał się zaś zysk operacyjny (34,8 mln PLN, oczekiwaliśmy: 24,9 mln PLN, konsensus: 31,2 mln PLN). Spodziewaliśmy się, że pozycja z tytułu rozwiązania rezerwy na budowę oczyszczalni ścieków w Rybniku wyniesie 7 mln PLN. Rezerwy rozwiązane w całej Hydrobudowie 9 wyniosły 8,9 mln PLN. Równocześnie szacowaliśmy, że pozostałe koszty operacyjne z tytułu przeszacowania wartości pozostałej rezerwy (kontrakt w EUR) wyniosą 13 mln PLN, pozycje z tego tytułu w Hydrobudowie 9 wyniosły zaś jedynie 4,7 mln PLN. W efekcie, zakładając, że pozycje w Hydrobudowie 9 wynikają z kwestii rozwiązania i wyceny rezerwy na kontrakt w Rybniku, różnica z tego tytułu sięga 10,2 mln PLN i w zasadzie w pełni wyjaśnia różnicę w prognozie zysku operacyjnego (skorygowana o te zdarzenia prognoza EBIT wyniosłaby 35,1 mln PLN). Saldo pozostałych kosztów finansowych okazało się wyższe niż oczekiwaliśmy (4 mln PLN) i wyniosło 9,5 mln PLN. Wynika to z przeszacowania wartości dodatnich różnic kursowych. Oczekiwaliśmy z tego tytułu 4,5 mln PLN przychodu, jest 1,1 mln PLN przychodu z tytułu transakcji rynku finansowego oraz 2,3 mln PLN ujemnych różnic kursowych. Koszty odsetkowe netto były nieznacznie niższe niż oczekiwaliśmy (7 mln PLN, przewidywaliśmy 8 mln PLN). Niższe niż oczekiwaliśmy okazały się podatki. Z tytułu rozliczenia straty podatkowej z lat ubiegłych w Hydrobudowie Polska (a konkretnie Hydrobudowie 9) oczekiwaliśmy efektywnej stopy podatkowej = 13,0%, jest: 9,1%. Niższy niż prognozowany okazał się także zysk akcjonariuszy mniejszościowych. Podsumowując, na poziomie operacyjnym (marża brutto ze sprzedaży, przychody), wyniki zgodne są z oczekiwaniami. Pozytywne zaskoczenia wynikają jedynie ze zdarzeń o charakterze jednorazowym (rozliczenia dot. rezerwy na kontrakt w Rybniku, różnice kursowe, naliczony podatek).

Analiza porównawcza wyceny akcji spółki

Przeprowadziliśmy analizę porównawczą wyceny akcji spółki. Jako bazę porównawczą wybraliśmy polskie spółki budowlane i zagraniczne specjalistyczne firmy inżynieryjne (segment ropy naftowej i gazu ziemnego). Naszym zdaniem polskie i zagraniczne spółki budowlane w sposób dość ograniczony mogą być porównywane z PBG, głównie ze względu na specyfikę kontraktów ekologicznych. Struktura kontraktów wymusza finansowanie robót ze środków własnych firmy budowlanej w początkowej fazie prac, dodatni cashflow pojawia się często dopiero w drugim roku od rozpoczęcia budowy. W efekcie, w porównaniu do działalności w innych segmentach budownictwa, kontrakty ekologiczne ze względu na koszt pieniądza w czasie generują wyższą rentowność brutto. Model DCF jest w stanie wykluczyć ten efekt.

PBG notowane jest z premią w stosunku do polskich spółek budowlanych. Niewielkie dyskonto przy zastosowaniu wskaźnika P/E na rok 2010 jest spowodowane wysokimi notowaniami wskaźnika dla Budimexu i Erbudu. Przewidujemy, że prognoza dla Trakcji Polskiej będzie zrewidowana (obniżenie przychodów w 2009 roku, przy zachowaniu poziomów rentowności procentowej). W przypadku pozytywnego zaskoczenia, rozważamy także rewizję prognoz dla Mostostalu Warszawa (podniesienie). Zauważamy, że w stosunku do połowy lutego 2009 premia w stosunku do zagranicznych spółek inżynieryjnych z segmentu budownictwa specjalistycznego zmalała, ciągle jednak utrzymuje się na znacznym poziomie. Spadek premii tłumaczymy wzrostem kursów zagranicznych spółek oraz obniżeniem prognoz wyników finansowych.

Analiza porównawcza: polskie spółki budowlane

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/S 2010P
Mostostal Warszawa	10,7	13,6	5,6	7,1	0,44	0,42
Budimex	12,5	15,9	6,7	7,7	0,54	0,40
Erbud	12,1	19,7	8,5	14,0	0,51	0,54
Elektrobudowa	12,7	12,6	10,2	10,2	0,86	0,85
Polimex Mostostal	11,6	13,6	7,0	7,4	0,36	0,38
Trakcja Polska	8,6	8,6	6,4	6,5	0,67	0,60
Mediana	11,8	13,6	6,8	7,6	0,53	0,48
PBG	14,2	13,0	10,1	9,5	0,96	0,96
Premia	20,3%	-4,2%	48,5%	25,3%	82,6%	100,6%

Źródło: DI BRE Banku SA

Analiza porównawcza: zagraniczne spółki budowlane

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/S 2010P
Technip	9,8	12,9	2,7	3,2	0,58	0,65
McDermott International	12,3	9,9	5,9	5,1	0,68	0,67
Fluor Corporation	11,4	12,9	4,7	5,2	0,33	0,36
Foster Wheeler	9,5	10,2	5,3	5,6	0,56	0,58
KBR	10,3	11,2	3,5	3,8	0,24	0,27
Shaw Group	13,0	10,8	7,4	6,3	0,34	0,32
JGC	11,9	11,2	3,8	3,8	0,72	0,72
Chiyoda	31,1	27,1	4,5	4,5	0,35	0,47
Linde	13,1	11,6	7,2	6,7	0,82	0,79
Tecnicas Reunidas	10,8	11,1	5,6	5,9	0,59	0,61
Mediana	11,7	11,2	5,0	5,2	0,57	0,60
PBG	14,2	13,0	10,1	9,5	0,96	0,87
Premia	22,3%	16,4%	102,9%	84,9%	69,1%	47,0%
Premia (połowa lutego 2009)	32,3%	51,9%	187,5%	221,4%	154,6%	139,8%

Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki PBG szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 201,6 PLN. Rekomendujemy trzymanie walorów spółki.

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Zakładamy utrzymanie długich cykli finansowania realizacji kontraktów ze środków własnych w segmencie ekologicznym.
- Pomijamy wycenę przyszłej działalności deweloperskiej na zasadzie wartości likwidacyjnej gruntów (wartość księgowa gruntów to około 52 mln PLN tzn. około 3,9 PLN na akcję PBG).
- Nie bierzemy pod uwagę ewentualnych zysków z budowy i sprzedaży biurowca w Poznaniu przez spółkę Hydrobudowa Polska.



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	2 902,0	3 198,8	3 357,9	3 605,1	3 849,8	4 081,7	4 324,5	4 565,6	4 812,8	5 055,2	
zmiana	38,9%	10,2%	5,0%	7,4%	6,8%	6,0%	5,9%	5,6%	5,4%	5,0%	
EBITDA	360,1	383,6	362,7	399,7	411,6	433,2	455,8	478,5	501,2	523,1	
marża EBITDA	12,4%	12,0%	10,8%	11,1%	10,7%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	
Amortyzacja	46,7	47,0	47,2	47,4	47,7	47,9	48,1	48,4	48,4	48,4	
EBIT	313,4	336,6	315,5	352,2	363,9	385,3	407,7	430,2	452,8	474,8	
marża EBIT	10,8%	10,5%	9,4%	9,8%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
Opodatkowanie EBIT	59,5	64,0	59,9	66,9	69,1	73,2	77,5	81,7	86,0	90,2	
NOPLAT	253,8	272,7	255,6	285,3	294,8	312,1	330,2	348,5	366,8	384,6	
CAPEX	-48,9	-49,1	-49,4	-49,6	-49,9	-50,1	-50,4	-50,6	-50,6	-48,4	
Kapitał obrotowy	-103,3	295,3	93,7	-38,4	-30,1	-33,4	-31,3	-28,1	-24,7	0,5	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	148,4	565,8	347,0	244,7	262,4	276,4	296,7	318,0	339,9	385,1	396,6
WACC	10,4%	11,1%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
współczynnik dyskonta	92,1%	82,9%	74,5%	66,9%	60,1%	54,0%	48,5%	43,6%	39,2%	35,4%	
PV FCF	136,6	469,0	258,4	163,7	157,8	149,3	144,0	138,7	133,1	136,4	
WACC	10,4%	11,1%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
Koszt długu	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,1%	
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	18%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	5 218,5										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 848,5										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 887,1										
Zdyskontowana wartość FCF	3 735,6										
Dług netto	751,2										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	486,4										
Wartość firmy	2 498,0										
Liczba akcji (mln.)	13,4										
Wartość firmy na akcję (PLN)	186,0										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
Cena docelowa	201,6										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,6										
P/E('09) dla ceny docelowej	13,8										
Udział TV w EV	49%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	184,4	193,3	203,3	214,7	227,9
WACC -0,5pp	183,7	192,5	202,5	213,9	227,0
WACC	182,9	191,7	201,6	213,0	226,0
WACC +0,5pp	182,2	190,9	200,8	212,1	225,1
WACC +1,0pp	181,4	190,1	200,0	211,2	224,2

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	674,3	1 376,8	2 089,3	2 902,0	3 198,8	3 357,9
<i>zmiana</i>	<i>65,1%</i>	<i>104,2%</i>	<i>51,8%</i>	<i>38,9%</i>	<i>10,2%</i>	<i>5,0%</i>
Koszt własny sprzedaży	558,2	1 191,7	1 751,2	2 471,9	2 734,5	2 908,3
Zysk brutto na sprzedaży	116,1	185,0	338,1	430,1	464,3	449,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>17,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,5%</i>	<i>13,4%</i>
Koszty sprzedaży	-1,4	-0,4	0,0	-0,6	-0,6	-0,7
Koszty ogólnego zarządu	-52,8	-79,6	-106,8	-116,1	-124,8	-131,0
Pozostała działalność operacyjna netto	10,0	4,3	-7,8	-0,1	-2,3	-2,4
EBIT	72,0	109,4	223,4	313,4	336,6	315,5
<i>zmiana</i>	<i>74,1%</i>	<i>52,0%</i>	<i>104,3%</i>	<i>40,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>-6,3%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>10,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,4%</i>
Wynik na działalności finansowej	-2,0	34,7	-9,9	-37,6	-20,5	-0,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	69,9	144,1	213,5	275,8	316,2	314,7
Podatek dochodowy	-15,0	-26,7	-25,8	-36,4	-60,1	-59,8
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-2,7	-15,4	-29,7	-43,0	-38,4	-37,6
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	196,4	217,6	217,3
<i>zmiana</i>	<i>44,6%</i>	<i>95,6%</i>	<i>54,9%</i>	<i>24,3%</i>	<i>10,8%</i>	<i>-0,1%</i>
<i>marża</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,5%</i>
Amortyzacja	16,6	28,8	46,8	46,7	47,0	47,2
EBITDA	88,5	138,2	270,3	360,1	383,6	362,7
<i>zmiana</i>	<i>76,5%</i>	<i>56,1%</i>	<i>95,6%</i>	<i>33,2%</i>	<i>6,5%</i>	<i>-5,4%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>13,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,0%</i>	<i>10,8%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	12,0	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
EPS	4,3	7,6	11,8	14,6	16,2	16,2
CEPS	5,7	9,7	15,3	18,1	19,7	19,7
ROAE	19,2%	18,3%	18,0%	17,7%	16,5%	14,2%
ROAA	6,1%	6,1%	6,1%	6,7%	7,0%	6,2%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	1 045,1	2 289,3	2 857,0	2 967,6	3 283,1	3 681,4
Majątek trwały	373,6	717,9	909,3	911,5	913,7	915,9
WNIp	4,7	13,3	14,6	14,6	14,6	14,6
Wartość firmy	72,0	267,4	333,1	333,1	333,1	333,1
Rzeczowe aktywa trwałe	266,5	307,0	411,5	413,7	415,9	418,1
Inwestycje długoterminowe	0,7	62,0	53,6	53,6	53,6	53,6
Pozostałe	29,8	68,2	96,6	96,6	96,6	96,6
Majątek obrotowy	671,4	1 571,3	1 947,6	2 056,1	2 369,3	2 765,5
Zapasy	19,4	40,1	69,3	97,8	108,2	115,0
Należności	293,6	602,6	725,1	1 007,1	1 110,1	1 165,3
Należności z tyt. kontraktów budowlanych	275,8	445,2	777,8	815,7	504,8	530,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokres.	7,7	14,7	21,1	21,1	21,1	21,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	51,3	410,3	289,7	49,7	560,5	869,3
Inne	23,5	58,4	64,7	64,7	64,7	64,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
PASYWA	1 045,1	2 289,3	2 857,0	2 967,6	3 283,1	3 681,4
Kapitał własny	367,2	748,0	1 010,9	1 207,2	1 424,9	1 642,2
Kapitał mniejszości	12,1	34,6	103,7	103,7	103,7	103,7
Zobowiązania długoterminowe	212,7	330,0	364,8	301,7	301,7	301,7
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	180,2	258,6	323,1	260,0	260,0	260,0
Rezerwy i inne	32,4	71,4	41,7	41,7	41,7	41,7
Zobowiązania krótkoterminowe	453,1	1 176,7	1 377,7	1 355,0	1 452,8	1 633,8
Pożyczki i kredyty	205,0	466,7	717,8	450,0	450,0	450,0
Zobowiązania wobec dostawców	232,1	543,2	538,0	759,4	840,1	1 009,5
Zobowiązania z tyt. kontraktów bud.	0,9	19,6	15,4	39,2	56,3	67,8
Inne	15,1	147,2	106,4	106,4	106,4	106,4
Dług	385,2	725,2	1 040,9	710,0	710,0	710,0
Dług netto	333,9	314,9	751,2	660,3	149,5	-159,3
(Dług netto / Kapitał własny)	90,9%	42,1%	74,3%	54,7%	10,5%	-9,7%
(Dług netto / EBITDA)	3,8	2,3	2,8	1,8	0,4	-0,4
BVPS	30,5	55,7	75,3	89,9	106,1	122,3

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	-134,2	-117,6	-255,5	114,3	580,4	359,0
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	196,4	217,6	217,3
Amortyzacja	16,6	28,8	46,8	46,7	47,0	47,2
Kapitał obrotowy	-57,1	-177,7	-469,2	-103,3	295,3	93,7
Pozostałe	-145,8	-70,7	8,8	-25,5	20,5	0,8
Przepływy inwestycyjne	-112,5	-179,0	-191,7	-48,9	-49,1	-49,4
CAPEX	-88,1	-131,8	-191,9	-48,9	-49,1	-49,4
Inwestycje kapitałowe	-42,2	-41,7	19,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	17,8	-5,5	-19,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	217,0	655,5	325,1	-305,4	-20,5	-0,8
Emisja akcji	187,3	333,1	292,3	0,0	0,0	0,0
Dług	46,1	342,2	74,0	-267,8	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-16,4	-17,9	-0,4	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-29,7	358,9	-122,2	-240,0	510,8	308,8
Środki pieniężne na koniec okresu	51,3	410,3	289,7	49,7	560,5	869,3
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-76,6	-207,7	-473,9	148,4	565,8	347,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	13,1%	9,6%	9,2%	1,7%	1,5%	1,5%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	48,0	27,4	17,7	14,2	12,9	12,9
P/CE	36,4	21,4	13,7	11,5	10,6	10,6
P/BV	6,8	3,7	2,8	2,3	2,0	1,7
P/S	3,7	2,0	1,3	1,0	0,9	0,8
FCF/EV	-2,7%	-6,6%	-13,0%	4,1%	15,5%	9,5%
EV/EBITDA	32,2	22,8	13,5	10,1	9,5	10,1
EV/EBIT	39,6	28,8	16,3	11,7	10,9	11,6
EV/S	4,2	2,3	1,7	1,3	1,1	1,1
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	208,3					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,0	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
MC (mln PLN)	2505,8	2797,5	2797,5	2797,5	2797,5	2797,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	12,1	34,6	103,7	103,7	103,7	103,7
EV (mln PLN)	2 851,9	3 147,0	3 652,4	3 652,4	3 652,4	3 652,4



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PBG

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