

PBG

neutralnie

sektor budowlany

poprzednia rekomendacja:

redukuj

Cena: 182.2

Cena docelowa: 167.8

Dobry portfel na gorsze czasy

GK PBG zaprezentowała bardzo dobre wyniki za III kwartał bieżącego roku poprawiając rentowność działalności. Również bardzo pozytywnie oceniamy jakość portfela zamówień, który w najbliższym czasie zwiększy swoją wartość o kolejne dwa duże kontrakty i przekroczy poziom 6 mld PLN. Biorąc pod uwagę kontrahentów spółki i sposób finansowania przez nich inwestycji, uważamy, że spowolnienie gospodarcze nie powinno przełożyć się na wycofywanie się z umów, co zapewni spółce poprawę wyników finansowych w kolejnych latach.

Wyniki III kwartału

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki finansowe za III kw. 2008 roku. Skonsolidowane przychody wyniosły 543.2 mln PLN, co oznacza wzrost o 50.8% w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. W III kw. GK PBG wypracowała marże brutto na sprzedaży w wysokości 15%, czyli o 2.8 p.p. więcej niż w III kw. ubiegłego roku, na co wpływ miała lepsza rentowność realizowanych kontraktów wypełniających portfel zamówień.

Wysokość marż mogłaby być wyższa, lecz obecnie na rentowność wpływają rezultaty dokonanych w 2007 roku akwizycji, konieczność przeprowadzenia restrukturyzacji przejętych spółek oraz rozliczanie starych kontraktów Hydrobudowy 9.

Wyniki III kwartału potwierdzają, że 2008 roku, będzie kolejnym rekordowym dla PBG pod kątem wypracowanych wyników finansowych. Również IV kw. powinien charakteryzować się dobrymi wynikami finansowymi i poprawą rentowności, przede wszystkim dzięki rozliczeniu bardzo rentownych krótkoterminowych kontraktów w obszarze gazu i ropy naftowej.

Wycena i rekomendacja

Naszym zdaniem GK PBG ma przed sobą bardzo dobre perspektywy rozwoju, dzięki realizacji stabilnego portfela zamówień, znacznie przewyższającego tegoroczne prognozy przychodów. W naszej analizie zwracamy uwagę na zwiększenie zadłużenia spółki w III kw. ze względu na konieczność finansowania realizacji bieżących kontraktów. Nasza wycena wyznacza wartość jednej akcji PBG na poziomie 167.8 PLN, a więc o 7.9% mniej od obecnej ceny rynkowej. Na spadek ceny docelowej wpłynęła niższa wycena z analizy porównawczej. Od naszej poprzedniej rekomendacji redukuj akcje PBG spadły o 22.5%, stąd podwyższenie zalecenia inwestycyjnego do neutralnie.



Max/Min 52 tygodnie	345 / 180		
Liczba akcji (mln)	13.4		
Kapitalizacja (mln PLN)	2 447		
EV (mln PLN)	2 970		
Free float (mln PLN)	1 295		
Średni obrót 3m (mln PLN)	10.7		
Główny akcjonariusz	Jerzy Wiśniewski		
% akcji / % głosów	33.47/50.14		
	1m	3m	12m
Zmiana Ceny (%)	-5.2	-25.6	-39.3
Zmiana rel. WIG (%)	-9.9	-36.7	-53.6

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

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

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2006	674.3	74.1	90.7	72.4	54.2	4.0	5.3	27.4	45.2	6.6	36.0	29.4	14.7%
2007	1 376.8	109.4	138.2	144.1	102.1	7.6	9.7	55.7	24.0	3.3	24.1	19.1	13.6%
2008P	2 010.1	239.3	281.9	219.4	157.4	11.7	14.9	87.5	15.5	2.1	12.3	10.4	13.4%
2009P	2 773.9	301.8	365.7	280.6	206.3	15.4	20.1	95.2	11.9	1.9	9.7	8.0	16.1%
2010P	3 287.1	397.7	480.8	377.9	280.0	20.9	27.0	104.4	8.7	1.7	6.9	5.7	20.0%

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki III kwartału

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki finansowe za III kw. 2008 roku. Skonsolidowane przychody wyniosły 543.2 mln PLN, co oznacza wzrost o 50.8% w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego.

W III kw. GK PBG wypracowała marże brutto na sprzedaży w wysokości 15%, czyli o 2.8 p.p. więcej niż w III kw. ubiegłego roku, na co wpływ miała lepsza rentowność realizowanych kontraktów wypełniających portfel zamówień. Wysokość marż mogłaby być wyższa, lecz obecnie na rentowność wpływają rezultaty dokonanych w 2007 roku akwizycji, konieczność przeprowadzenia restrukturyzacji przejętych spółek oraz rozliczanie starych kontraktów Hydrobudowy 9.

Przychody finansowe GK PBG wyniosły w III kw. 2008 roku 8.5 mln PLN, na co wpłynęły odsetki bankowe oraz przychody z transakcji rynku kapitałowego i różnice kursowe.

W podziale na segmenty najwyższą wartość przychodów zarówno w III kwartale jak i w III kwartałach bieżącego roku wygenerował segment wody. Narastająco sprzedaż w tym obszarze ukształtowała się na poziomie 859 mln PLN. Kolejną pozycję przychodów stanowi segment gazu ziemnego i ropy naftowej, którego sprzedaż po III kwartałach wyniosła 197.5 mln PLN. Przychody z obszaru paliw wyniosły 117.7 mln PLN, z budownictwa 88.3 mln PLN, a dróg 89.9. mln PLN.

Wyniki III kwartału potwierdzają, że 2008 roku, będzie kolejnym rekordowym dla PBG pod kątem wypracowanych wyników finansowych. Również IV kw. powinien charakteryzować się dobrymi wynikami finansowymi i poprawą rentowności, przede wszystkim dzięki rozliczeniu bardzo rentownych krótkoterminowych kontraktów w obszarze gazu i ropy naftowej. Stabilny portfel zamówień, który na dzień 1 września 2008 roku wyniósł 4.87 mld PLN (w najbliższym czasie zostaną podpisane kontrakty z PGNiG na budowę magazynu w Wierchowicach o wartości 1.09 mld PLN netto i z miastem Poznań na rozbudowę stadionu Lecha o wartości około 400 mln PLN netto), daje pewność, że także kolejny rok przyniesie poprawę wyników i rentowności.

Skonsolidowane wyniki kwartalne PBG

	III kw. 2008	III kw. 2007	zmiana	I-III kw. 2008	I-III kw. 2007	zmiana
Przychody	543.2	360.2	50.8%	1370.0	814.5	68.2%
Wynik brutto na sprzedaży	81.7	43.9	86.1%	208.4	120.6	72.7%
EBITDA	69.1	40.1	72.4%	173.8	95.6	81.7%
EBIT	57.8	33.0	75.0%	142.6	75.8	88.2%
Zysk netto	34.5	20.8	66.3%	84.5	62.3	35.6%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	15.0%	12.2%		15.2%	14.8%	
Marża EBITDA	12.7%	11.1%		12.7%	11.7%	
Marża EBIT	10.6%	9.2%		10.4%	9.3%	
Marża netto	6.4%	5.8%		6.2%	7.7%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

Przychody GK PBG w podziale na segmenty

	Przychody		Wynik segmentu		Marża na segmencie	
	III kw. 08	I - III kw. 08	III kw. 08	I - III kw. 08	III kw. 08	I - III kw. 08
Gaz ziemny i ropa naftowa	81.8	197.5	5.7	38.0	7.0%	19.2%
Woda	318.7	859.0	18.7	41.7	5.9%	4.8%
Paliwa	43.3	117.7	3.3	22.3	7.7%	18.9%
Budownictwo mieszkaniowe i przem.	36.6	88.3	3.3	18.6	9.1%	21.0%
Drogi	45.4	89.9	6.1	13.9	13.5%	15.5%
Inne	85.8	176.2	43.3	76.4	50.4%	43.3%

Źródło: raporty finansowe spółki

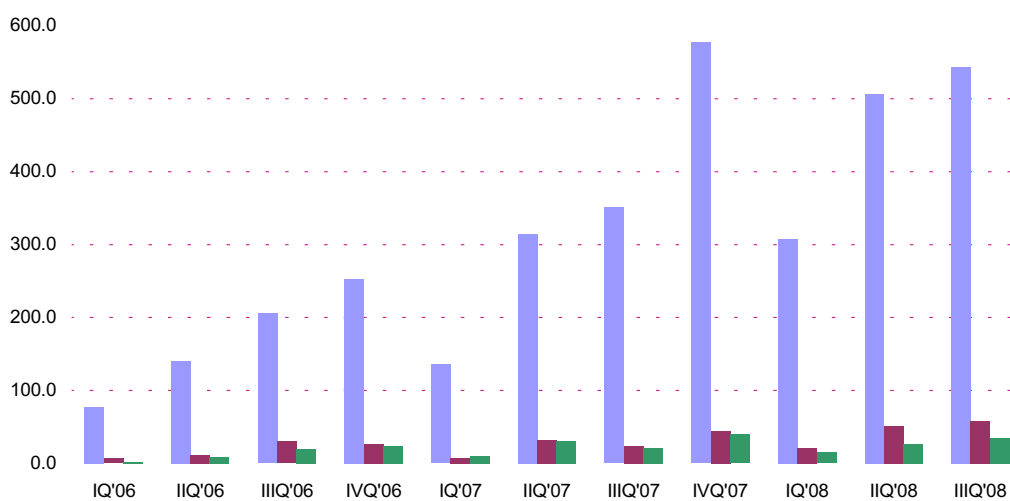
Informacje o spółce

Przychody, zyski i marże

Przychody większości spółek budowlanych w tym PBG charakteryzują się sezonowością. Po słabszym początku roku w kolejnych kwartałach następuje poprawa wyników, a najlepsze rezultaty osiągnane są zazwyczaj w IV kwartale.

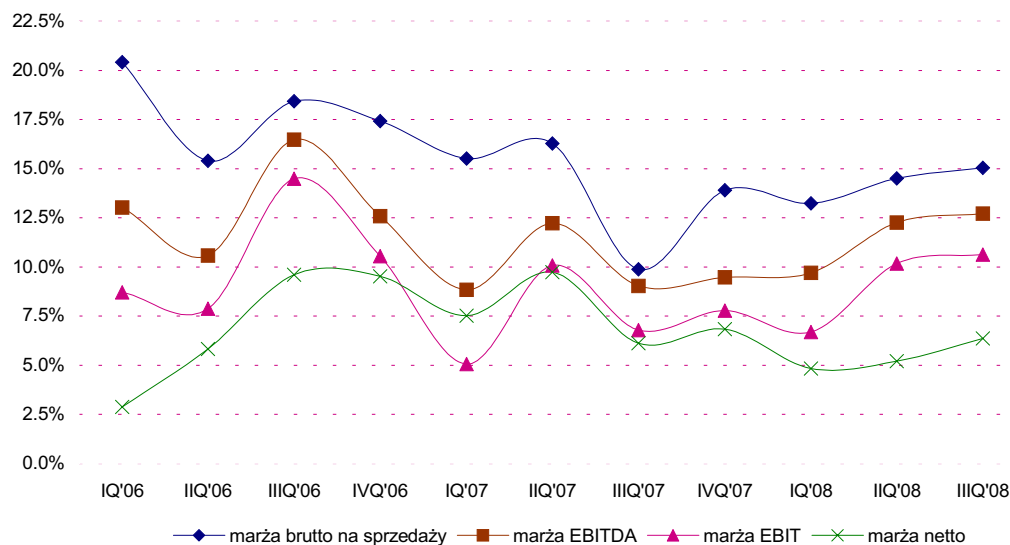
W kwartałach ubiegłych lata marże GK PBG charakteryzowały się zmiennością. Od początku 2008 roku rentowność spółki systematycznie się poprawia, pomimo konieczności rozliczenia starych kontraktów Hydrobudowy 9, realizowanych często na zerowej marży oraz ponoszenia kosztów akwizycji. Stabilna poprawa marż jest możliwa dzięki wypełnieniu portfela zamówień bardziej rentownymi kontraktami.

Skonsolidowane kwartalne wyniki finansowe w mln PLN



Źródło: raporty spółki

Kwartalne marże GK PBG w %



Źródło: raporty spółki

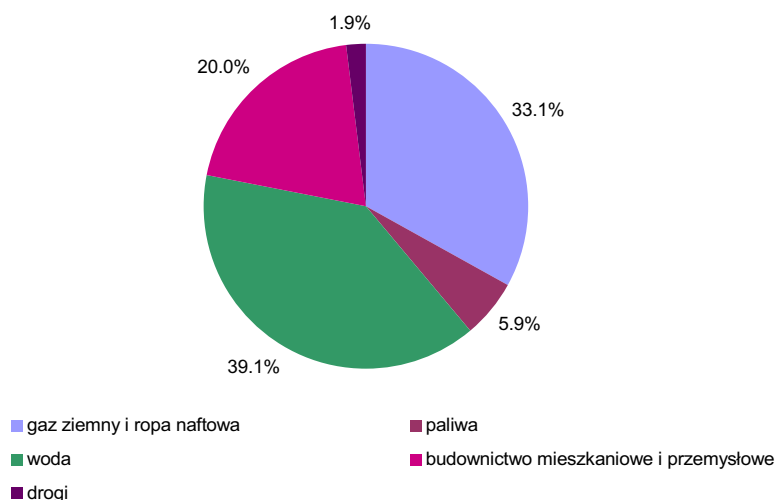
Portfel zamówień

Na dzień 1 września 2008 roku portfel zamówień GK PBG wyniósł ponad 4.87 mld PLN. Największy udział w portfelu mają kontrakty związane z pracami w obszarze wody. Stanowią one 39.1%, czyli w ujęciu wartościowym 1.91 mld PLN. Prace prowadzone w tym obszarze związane są z infrastrukturą wodnokanalizacyjną (30.8% całości portfela), budownictwem hydrotechnicznym (1.6% ogółu) i renowacjami (6.7% całości). Głównym źródłem finansowania tych prac są środki unijne (w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko do 2013 roku Unia Europejska przeznaczyła na gospodarkę wodno - ściekową 3.3 mld euro).

Biorąc pod uwagę spowolnienie gospodarcze sądzimy, że w tym obszarze istnieje nadal możliwość pozyskania znacznych kontraktów związanych z pracami wodno - kanalizacyjnymi, a ryzyko wycofania się kontrahenta na skutek braku finansowania jest minimalne.

Segment gazu i ropy naftowej to 33.1% portfela zamówień PBG (1.61 mld PLN). Znaczną część stanowi kontrakt z PGNiG na budowę kopalni ropy naftowej Międzychód - Lubiatów - Grotów (LMG) o wartości 1.4 mld PLN netto, który spółka zrealizuje w konsorcjum. W najbliższym czasie zostanie podpisany kolejny duży projekt realizowany dla PGNiG na budowę magazynu w Wierchowicach o wartości 1.09 mld PLN netto. Podobnie jak w przypadku segmentu wody, w tym obszarze spowolnienie gospodarcze nie powinno wpłynąć na zawieszenie tych inwestycji przez PGNiG.

Struktura portfela zamówień w %



Źródło: raporty spółki

Portfel zamówień w segmencie budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego wynosi 975 mln PLN, a więc 20% całości. Główną część portfela stanowi projekt w Armenii o wartości 210 mln USD netto oraz dotyczący rozbudowy zakładu utylizacji w Gdańsku - Szadółkach za 299.0 mln PLN netto. Pozostałą część stanowią kontrakty deweloperskie, które w naszej ocenie stanowią największe ryzyko ze względu na kryzys na rynku budowy mieszkań. Dodatkowo do tego segmentu spółka zaliczy kontrakt o wartości około 400 mln PLN netto (podpisanie umowy nastąpi do końca grudnia 2008 roku), a dotyczący generalnego wykonania przebudowy stadionu Lecha Poznań.

Segment paliw stanowi 5.9% wartości portfela zamówień spółki, a więc 288 mln PLN. PBG realizuje w tym obszarze prace głównie dla organizacji wchodzących w skład Traktatu Północnoatlantyckiego. Ze względu na stabilność finansową kontrahenta, podobnie jak w przypadku segmentu wody i gazu nie widzimy większych zagrożeń wynikających z możliwości wycofania się z inwestycji.

Udział segmentu drogowego w strukturze portfela zamówień GK PBG wynosi 1.9%, co stanowi kwotę jedynie 0.93 mln PLN. Obecnie PBG przygotowuje spółki GK z tego obszaru do pozyskiwania kontraktów, głównie przy realizacji bardziej rentownych dróg powiatowych i gminnych. W tym celu spółka przeniesie udziały do spółki zależnej Aprivia.

Biorąc pod uwagę strukturę portfela zamówień GK PBG oraz kontrahentów sądzimy, że spółka nie powinna odczuć problemów spowolnienia gospodarczego i wynikającego z tego ograniczenia inwestycji. Tym samym zapewniamy sobie stabilny przychody w kolejnych latach.

Plany rozwoju, prognozy i zadłużenie

W najbliższym czasie GK PBG planuje dalszą konsolidację spółek w segmencie wodnym, w celu umocnienia swojej pozycji na rynku ochrony środowiska i hydrotechniki. Skupienie spółek z obszaru budowy dróg wokół spółki Aprivia przełoży się na pozyskanie większej liczby kontraktów z tego segmentów. Spółka planuje zwrócić szczególną uwagę na drogi gminne i powiatowe, gdzie marża netto może sięgnąć nawet 10%.

GK PBK prognozuje na 2008 rok przychody na poziomie 1.92 mld PLN, a zysk EBIT w wysokości 194 mln PLN. W październiku spółka podwyższyła prognozę dla zysku netto przypadającego akcjonariuszom jednostki dominującej z poziomu 142.6 mln PLN do wysokości 157.8 mln PLN, a więc o 10.7%. Po III. kwartałach tego roku skonsolidowany zysk netto wyniósł 84.5 mln PLN, co sugerowałoby konieczność wypracowania w IV kwartale tego roku 73.3 mln PLN zysku. Zdaniem spółki prognoza jest możliwa do osiągnięcia, gdyż w ostatnich miesiącach roku zostaną rozliczone krótkoterminowe kontrakty z obszaru gazu i ropy, które charakteryzują się wysoką rentownością.

Po III. kwartałach 2008 roku zadłużenie spółki wyniosło 791.3 mln PLN, a dług netto 523.2 mln PLN. W ciągu III kwartału spółka zwiększyła swój dług o 123.5 mln PLN, co jest rezultatem finansowania realizacji bieżących kontraktów spółki.

Obecnie GK PBG posiada limity bankowo - ubezpieczeniowe na finansowanie bieżącej działalności do kwoty 1.75 mld PLN. Zważywszy jednak na bardzo stabilny portfel zamówień, sądzimy, że spółka nie będzie miała problemu ze spłatą swojego zadłużenia w najbliższym czasie.

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą dla polskich spółek. Bazując na metodzie DCF, oszacowaliśmy wartość jednej akcji PBG na poziomie 202.5 PLN. Z kolei przy użyciu metody porównawczej dla polskich spółek wycena wyniosła 133.0 PLN na akcję. Wycena końcowa przy zastosowaniu średniej ważonej daje wartość akcji PBG na poziomie 167.8 PLN.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Waga
Wycena porównawcza do polskich spółek	1786.7	133.0	50%
Wycena DCF	2719.3	202.5	50%
Wycena 1 akcji PBG (PLN)		167.8	

Źródło: DM Millennium

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników finansowych na lata 2008 - 2017. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach przyjęliśmy rentowność obligacji skarbowych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który bazuje na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta.

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

- poprawa wyników finansowych w związku ze sprzyjającą koniunkturą,
- realizacja całości portfela zamówień,
- zmniejszenie efektywnej stopy podatkowej w latach 2008 - 2010 w wyniku rozliczenia strat spółki zależnej,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5%,
- premia rynkowa w wysokości 5%,
- współczynnik Beta na poziomie 1.0,
- długoterminowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych - 1.5%,
- stopa podatkowa po 2010 roku - 19%.

Wycena metodą DCF daje wartość spółki na poziomie 2.7 mld PLN, czyli 202.5 PLN na akcję.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	2 010.1	2 773.9	3 287.1	3 550.0	3 763.0	3 838.3	3 761.5	3 686.3	3 612.6	3 684.8	
EBIT	239.3	301.8	397.7	424.2	434.6	443.3	434.4	425.8	417.2	420.1	
stopa podatkowa (%)	11	13	15	19	19	19	19	19	19	19	
EBIT (1-T)	212.4	261.1	338.5	343.6	352.0	359.1	351.9	344.9	338.0	340.2	
amortyzacja	42.6	63.9	83.1	66.5	53.2	42.5	38.3	34.5	31.0	28.2	
inwestycje	220.0	90.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	28.2	
zmiana kap.obrotowego	-197.6	-169.4	-109.7	-63.4	-40.3	-38.3	-36.4	-34.4	-32.4	-29.6	
FCF	-162.6	65.6	281.8	316.7	334.9	333.3	323.8	314.9	306.5	310.6	4340.5
zmiana FCF	-	-	329%	12.4%	5.7%	-0.5%	-2.9%	-2.7%	-2.7%	1.3%	1.5%
dług/kapitał (%)	32.9	30.7	28.4	26.8	26.2	25.8	25.5	25.3	25.1	24.8	24.8
st. wolna od ryzyka (%)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	5.0
marża długu (%)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
premia rynkowa (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu (1-T) (%)	6.8	6.5	6.4	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	5.0
koszt kapitału (%)	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4	11.3	11.3	11.3	11.3	10.0
WACC (%)	9.9	9.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.8
PV (FCF)	-161.4	59.3	231.2	236.2	227.0	205.2	181.3	160.5	142.2	131.0	1830.1
wartość DFCF	3242.5										w tym wartość rezydualna 1830.1
dług netto	523.2										
wart. kapitału własnego	2719.3										
liczba akcji (mln)	13.4										
wycena 1 akcji (PLN)	202.5										

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy względem polskich i zagranicznych spółek budowlanych notowanych na giełdach. Do określenia wartości akcji PBG wykorzystaliśmy najczęściej stosowane wskaźniki rynkowe EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E oraz prognozy dla spółki na lata 2008 - 2010.

Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
BUDIMEX	BDX PW	11.6	9.1	6.8	14.5	11.0	7.8	20.4	16.1	11.1
POLIMEX MOSTOSTAL	PXM PW	6.6	5.7	4.9	8.5	7.3	6.3	12.1	9.9	7.8
POL-AQUA	PQA PW	5.4	4.2	3.8	7.7	5.8	5.2	10.0	8.0	7.1
MOSTOSTAL WARSZAWA	MSW PW	7.0	5.3	4.4	9.0	6.7	5.4	13.4	11.3	9.5
ERBUD	ERB PW	5.8	4.8	4.3	6.4	5.2	4.7	9.0	7.1	6.2
ELEKTROBUDOWA	ELB PW	8.9	7.8	7.0	10.2	9.6	8.6	12.4	11.2	9.4
Mediana		6.8	5.5	4.7	8.8	7.0	5.9	12.2	10.5	8.6

Dług netto

Wyniki PBG	523.2	281.9	365.7	480.8	239.3	301.8	397.7	157.4	206.3	280.0
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Wycena przy danym wskaźniku w porównaniu do spółek

Wycena (mln PLN)	1403.4	1487.0	1713.1	1577.7	1581.7	1808.8	1924.2	2173.3	2411.4
------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Wycena ważona PBG (mln PLN) **1786.7**

Wycena 1 akcji PBG (PLN) **133.0**

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
przychody netto	408.5	674.3	1 376.8	2 010.1	2 773.9	3 287.1
koszty wytworzenia	337.4	555.6	1 191.7	1 673.3	2 326.5	2 716.8
zysk brutto na sprzedaży	71.2	119.1	185.0	336.8	447.4	570.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	33.8	54.2	80.0	105.5	145.6	172.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	4.0	9.2	4.3	8.0	0.0	0.0
EBITDA	50.2	90.7	138.2	281.9	365.7	480.8
EBIT	41.3	74.1	109.4	239.3	301.8	397.7
saldo finansowe	4.0	-1.7	6.6	-19.9	-21.1	-19.8
zysk przed opodatkowaniem	45.3	72.4	144.1	219.4	280.6	377.9
podatek dochodowy	8.4	15.5	26.7	24.7	37.8	56.3
korekty udziałów mniejszościowych	0.9	2.7	15.4	37.3	36.5	41.6
zysk netto	36.1	54.2	102.1	157.4	206.3	280.0
EPS	3.4	4.5	7.6	11.7	15.4	20.9

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	201.2	361.1	717.9	1 064.4	1 159.0	1 193.7
wartości niematerialne i prawne	4.4	4.7	13.3	14.5	15.2	16.0
rzeczowe aktywa trwałe	182.8	266.5	307.0	527.0	617.0	647.0
inwestycje długoterminowe	7.3	17.2	103.8	192.1	196.0	199.9
aktywa obrotowe	465.1	683.3	1 571.3	1 678.7	2 179.6	2 495.3
zapasy	11.9	15.6	40.1	72.4	99.9	118.3
należności	218.1	319.6	1 106.2	1 286.4	1 775.3	2 103.7
inwestycje krótkoterminowe	235.1	348.1	468.7	299.5	283.1	250.8
rozliczenia międzyokresowe	6.5	7.7	14.7	20.4	21.4	22.5
aktywa razem	666.3	1 044.4	2 289.3	2 743.1	3 338.6	3 689.0
kapitał własny	177.6	368.1	748.0	1 174.8	1 279.1	1 401.7
zobowiązania	482.0	664.3	1 506.7	1 421.4	1 912.6	2 140.4
zobowiązania długoterminowe	202.1	194.7	330.0	385.1	383.9	173.3
zobowiązania krótkoterminowe	279.9	469.6	1 176.7	1 036.3	1 478.8	1 707.1
pasywa razem	666.3	1 044.4	2 289.3	2 743.1	3 338.6	3 689.0
BVPS	16.9	30.6	55.7	87.5	95.2	104.4

Źródło: spółka, prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
wynik netto	36.1	54.2	102.1	157.4	206.3	280.0
amortyzacja	8.8	16.6	28.8	42.6	63.9	83.1
zmiana kapitału obrotowego	-81.0	-57.5	-177.7	-197.6	-169.4	-109.7
gotówka z działalności operacyjnej	-54.9	-134.2	-117.6	-53.2	105.0	237.0
inwestycje (capex)	97.3	112.5	179.0	220.0	90.0	30.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-97.3	-112.5	-179.0	-220.0	-90.0	-30.0
wypłata dywidendy	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	143.6	58.3	129.1	182.2	-10.3	-219.4
gotówka z działalności finansowej	189.8	217.0	655.5	162.3	-31.4	-239.3
zmiana gotówki netto	37.7	-29.7	358.9	-110.9	-16.4	-32.3
DPS	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
CEPS	4.3	5.9	9.7	14.9	20.1	27.0

Wskaźniki (%)

	2005	2006	2007	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	-	65.1	104.2	46.0	38.0	18.5
zmiana EBITDA	-	80.8	52.4	104.0	29.7	31.5
zmiana EBIT	-	79.3	47.6	118.7	26.1	31.8
zmiana zysku netto	-	50.2	88.4	54.2	31.1	35.7
marża EBITDA	12.3	13.4	10.0	14.0	13.2	14.6
marża EBIT	10.1	11.0	7.9	11.9	10.9	12.1
marża netto	8.8	8.0	7.4	7.8	7.4	8.5
sprzedaż/aktywa	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
dług / kapitał	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
odsetki / EBIT	9.7	-2.3	6.0	-8.3	-7.0	-5.0
stopa podatkowa	18.5	21.4	18.5	11.3	13.5	14.9
ROE	20.3	14.7	13.6	13.4	16.1	20.0
ROA	5.4	5.2	4.5	5.7	6.2	7.6
dług netto (mln PLN)	133.5	222.3	192.4	485.4	491.5	304.4

Źródło: spółka, prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

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

Dyrektor

banki i finanse, handel

Michał Buczyński

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

Analityk

telekomunikacja, przemysł chemiczny

Radosław Łukaszczuk

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

Analityk

przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Łukasz Kołaczkowski

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

Analityk

media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Marcin Palenik, CFA

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

Analityk

paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deręgowski

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

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

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

Dyrektor

Krzysztof Solus

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

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

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

Robert Wiaderny

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

Marek Przytuła

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

Jarosław Oldakowski

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

Jakub Banaszek

+22 598 26 90
jakub.banaszek@millenniumdm.pl

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

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

Stosowane metody wyceny

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

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.
Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

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

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

Pozostałe informacje

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

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
PBG	Redukuj	2 paź 08	235	196.8
Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2008 roku				
		Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj		9	22%	1%
Akumuluj		9	22%	1%
Neutralnie		18	44%	1%
Redukuj		5	12%	0%
Sprzedaj		0	0%	0%

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

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj				
Akumuluj	6	30%	2%	
Neutralnie	10	50%	3%	
Redukuj	2	10%	1%	
Sprzedaj	2	10%	1%	

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