

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	76,9 PLN
Cena docelowa	78,5 PLN
Kapitalizacja	1,11 mld PLN
Free float	0,44 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	12,76 mln PLN

Struktura akcjonariatu

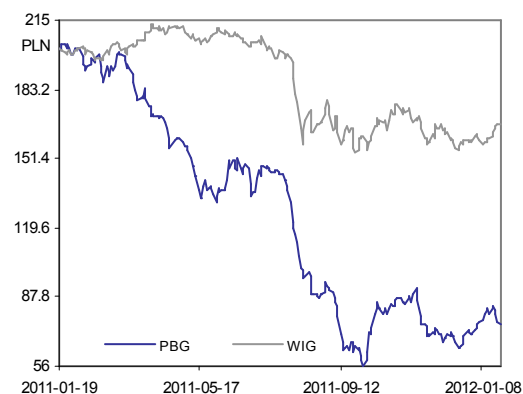
Jerzy Wiśniewski	27,15%
Pionier Pekao IM	18,91%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	12,92%
Pozostali	41,02%

Strategia dotycząca sektora

Nowy rok, nowe „rozdanie”. W 2012 roku WIG Budownictwo nie będzie już słabszy, niż szeroki indeks WIG. Szansą sektora budownictwa są inwestycje energetyki, ryzykiem zaś kontrakty drogowe (słabe przepływy operacyjne, brak łatwej akceptacji roszczeń wykonawców). Na tle sektora zalecamy przeważanie małych i średnich spółek nad dużymi. Małe i średnie spółki realizują małe, relatywnie bezpieczne kontrakty, mają też silne bilanse.

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, energetycznego oraz prowadzącą działalność deweloperską.

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PBG

PBG.PW; PBGG.WA

Trzymaj

(Podtrzymana)

Zadłużenie nie spada, ryzyko rośnie

W przeciwieństwie do konkurencyjnych spółek, PBG w Q4 2011 nie zaprezentuje istotnego spadku zadłużenia netto i dodatnich operacyjnych przepływów pieniężnych. Dług netto / EBITDA pro forma, uwzględniając EBITDA Rafako, wyniesie 3,7. Obecnie należy oczekiwać, że zadłużenie Grupy istotnie zacznie spadać dopiero w Q2 2011. Wyniki Q2 2011 publikowane są dopiero na przełomie sierpnia i września 2012 - niebezpiecznie blisko terminu przedłużenia kredytów krótkoterminowych. W całym II półroczu 2012 roku PBG musi przedłużyć około 900 mln PLN zadłużenia. Plany spółki zakładają emisję euroobligacji - co w świetle obaw o rentowność papierów zadłużonych krajów UE nie daje nam poczucia komfortu. Przyczyną dużego zadłużenia są głównie opóźnione rozliczenia z tytułu realizacji kontraktów, w tym kontraktów drogowych. Część z należności spółki z tytułu kontraktów drogowych może mieć charakter roszczeń, uzasadnionych, jednak trudnych do szybkiego spieniężenia. W zaktualizowanych prognozach uwzględniamy możliwość wygenerowania w 2012 roku straty na kontraktach drogowych. Ryzykiem w PBG są: duże zadłużenie, konieczność przedłużenia finansowania w II połowie roku, duże kontrakty będące podstawą roszczeń, agresywna polityka księgową. Dokonujemy znacznej korekty prognoz i wyceny PBG. Chodzi o błędne założenia dotyczące szybkiego spadku zadłużenia i utrzymania wyników finansowych. Przyjmujemy betę = 1,2. W bardzo dużym stopniu wycenę spółki obniża wycena porównawcza. Podtrzymujemy cenę docelową 78,5 PLN oraz zalecenie trzymaj dla akcji PBG.

Przy cenie akcji = 0 PLN, korygowany EV/EBITDA 2011 = 5,9

Duży dług i duży udział akcjonariuszy mniejszościowych powoduje, że na poziomie EV/EBITDA spółka jest droga na tle sektora. Nawet przy cenie akcji = 0 PLN, korygowany EV/EBITDA 2011 = 5,9. Szereg małych spółek budowlanych jest notowanych na poziomie EV/EBITDA 2012 < 3,5-4. Spółki te realizują małe, bezpieczne kontrakty i mają gotówkę netto.

Udział PBG w konsorcjach z Alstomem jest bezpieczny

Konflikt Rafako z Alstomem o 135 mln PLN nie budzi ryzyka, jeśli chodzi o współpracę w ramach konsorcjów na budowę bloków energetycznych. Udział PBG jest sprecyzowany, co do wartości, zakresu i partycypacji w zyskach. Zagrożeniem mogą być za to roszczenia, wysuwane przez niemieckie koncerny energetyczne w stosunku do Alstom Power Systems.

Niepewna sytuacja na kontraktach drogowych

Kontrakty drogowe nadal są dużym źródłem ryzyka. GDDKiA nie uznaje roszczeń spółek o roboty dodatkowe, które naszym zdaniem są uzasadnione, a które muszą być wykonane, aby droga była gotowa. Roszczenia mogą być uznane przy zakończeniu kontraktu, lub po 2-3 letniej ścieżce sądowej.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	2 578,0	2 740,3	3 280,5	4 950,6	4 408,5
EBITDA	333,6	319,4	299,2	294,9	375,6
marża EBITDA	12,9%	11,7%	9,1%	6,0%	8,5%
EBIT	286,5	272,7	243,0	234,6	315,1
Zysk netto	210,6	224,3	215,4	100,2	156,5
P/E	5,2	4,9	5,1	11,0	7,0
P/CE	4,3	4,1	4,0	6,9	5,1
P/BV	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	5,4	6,0	10,7	9,4	6,9
EV/EBITDA kor.			9,7	8,3	5,9
DYield	0,0%	1,8%	0,0%	2,0%	0,9%

Portfel zamówień na rok 2012

Portfel zamówień Grupy PBG na rok 2012 ma wartość blisko 3,9 mld PLN, z czego 1,0 mld PLN to portfel zamówień Rafako. Wypełnienie portfela na ten rok sięga 78,3%. W 2012 roku Grupa PBG będzie starać się o pozyskanie kontraktów:

- na budowę dużych bloków energetycznych (wartość: 26 mld PLN);
- na budowę spalarni odpadów (2,5-3 mld PLN);
- na budowę gazociągów (2,5-3 mld PLN).

Pomimo rekordowo wysokiego udziału segmentu drogowego w przyszłorocznych przychodach, ekspozycja na budownictwo drogowe będzie w przyszłych latach ograniczana do minimum (działalność spółki Aprivia na rynkach lokalnych i miejskich).

Portfel zamówień Grupy PBG

(mln PLN)	2012	2012+
Segment		
Gaz ziemny i ropa naftowa	551,0	465,5
Woda	406,0	152,0
Budownictwo ogólne	116,0	57,0
Drogi	1 508,0	266,0
Budownictwo energetyczne	290,0	9,5
Budownictwo energetyczne: Rafako	1 004,5	439,8
Suma	3 875,5	1 389,8
Prognoza przychodów	4 950,6	4 408,5
Wypełnienie portfela	78,3%	31,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG, Rafako; dane na połowę listopada 2011

Perspektywa przetargów energetycznych

Wartość oczekujących na rozstrzygnięcie przetargów energetycznych szacujemy na blisko 26 mld PLN. Alstom w przetargach występuje w konsorcjum z Alstom Power Systems. Oczekujemy, że wszystkie duże, zaawansowane przetargi zostaną rozstrzygnięte w 2012 roku. W najbliższym czasie rozstrzygnie się kwestia kontraktu na budowę bloków energetycznych w Opolu (9,3 mld PLN). Oczekujemy pozytywnego rozstrzygnięcia na rzecz „polskiego konsorcjum” (Rafako, Polimex Mostostal, Mostostal Warszawa).

Będzie to dla PBG wiadomość pozytywna – wraz z podpisaniem umowy wykonawcy będzie wypłacona zaliczka w wysokości 3% wartości brutto kontraktu (340 mln PLN, z czego udział Rafako to około 120 mln PLN). W dalszej części 2012 roku będzie wypłacona zaliczka w wysokości 5% wartości brutto kontraktu (567 mln PLN, z czego Rafako pozyska blisko 200 mln PLN). Środki z zaliczki pojawią się na bilansie wykonawców i z pewnym opóźnieniem będą wydatkowane, m.in. jako zaliczka dla dostawcy turbiny i generatora.

Duże przetargi energetyczne

Lp.	Lokalizacja, moc, inwestor	Wartość prac (mln PLN)
1	Opole, 2*1000 MW, PGE	9 300
2	Kozienice, 900-1000 MW, Enea	5 200
3	Jaworzno, 800-910 MW, Tauron	4 732
4	Turów, 430-450 MW, PGE	2 392
5	Stalowa Wola, 400-430 MW, Tauron i PGNiG	1 600
6	Włocławek, 400-500 MW, PKN Orlen	1 500
7	Wrocław, 400 MW, Fortum	1 200

Źródło: DI BRE Banku S.A.

W pozostałych dużych przetargach PBG startuje w konsorcjum z Alstomem. Współpraca nie układa się jednak dobrze, na co wskazuje roszczenie wypłaty 135 mln PLN przez Rafako na poczet Alstomu z tytułu opóźnień w realizacji prac w Bełchatowie. Środki te zostały wypłacone Alstomowi, pomimo zakazującej tego decyzji Sądu Okręgowego. Uważamy, że w sporze z Alstomem, Rafako ma silniejsze argumenty i środki w ciągu kilku miesięcy wrócą do Rafako.

W kontekście wspólnego udziału PBG i Alstomu w konsorcjach na budowę dużych bloków energetycznych, roszczenie Alstomu nie jest dobrym sygnałem, ale też nie bardzo złym. Warto zwrócić uwagę, że:

- a) udział PBG w konsorcjach z Alstomem jest sprecyzowany (pod względem udziału procentowego, udziału w zyskach, zakresu prac do wykonania);
- b) Alstom nie może usunąć PBG z konsorcjum, bez wycofania całej oferty, nie może też zredukować udziału PBG w konsorcjum.

Więszym ryzykiem jest z kolei sama sytuacja finansowa Alstom Power Systems, spółki zależnej Alstomu, startującej wraz z PBG w konsorcjach. Spółka ta była odpowiedzialna za budowę bloków energetycznych w Niemczech, przy której doszło do splotu wielu bardzo negatywnych czynników:

- a) opóźnienia w realizacji skutkujące ryzykiem kar;
- b) zastosowanie nowatorskich stopów stali, w tym stali T24 (pękanie kotłów, koszty napraw, opóźnienia, ryzyka kar);
- c) wzrost kosztów budowy, wzrost cen stali i innych surowców (straty finansowe).

W efekcie, spółka Alstom Power Systems jest w trudnej sytuacji finansowej, a względem niej wysuwane są duże roszczenia. Naturalnie, cała Grupa Alstom jest w komfortowej sytuacji i ma duże zasoby gotówki netto.

Ryzyka kontraktów drogowych

Kontrakty drogowe okazały się dla spółek bardzo niekorzystne, z uwagi na:

- a) Wzrost kosztów budowy (kruszywa, koszty transportu, ceny mas bitumicznych). Spółki generalnie zakładały brak wzrostu kosztów budowy (stałe koszty budowy w okresie realizacji prac). Szacujemy, że już z tego tytułu marża kontraktów zamiast być dodatnia okazuje się być zbliżona do zera.
- b) Błędów w ofertowaniu (przykładowo, kontrakt Poldimu „pograżyło” założenie, że kruszywa da się transportować z nowego pobliskiego kamieniołomu, który nie otrzymał jednak licencji na funkcjonowanie).
- c) Opóźnienia w płatnościach (spółka może wystawić fakturę, płatną po 30-45 dniach, dopiero po zatwierdzeniu prac przez inżyniera kontraktu, co często dzieje się z opóźnieniem).
- d) Kwestie sporne. Często okazuje się, że budowa drogi wymaga wykonania dodatkowych prac, nie objętych umową. W efekcie, spółki budowlane składają do GDDKiA roszczenia finansowe. Szacujemy, że wartość roszczeń na kontraktach drogowych w przypadku dużych spółek notowanych na GPW może sięgać po 150-300 mln PLN na spółkę.

Roszczenia spółek dotyczą prac już częściowo wykonanych (historyczny odpływ gotówki), jak i prac pozostających do wykonania (przyszły odpływ gotówki). Generalnie, sądzimy, że roszczenia firm są uzasadnione, problem jednak w tym, kiedy zostaną uznane.

Roszczenia musi uznać:

- a) Inżynier kontraktu (firma zewnętrzna);
- b) GDDKiA.

Problem jednak w tym, że GDDKiA roszczeń na razie nie uznaje (uznanie roszczeń to duże ryzyko dla pracowników Dyrekcji, chodzi m.in. o obawy korupcyjne). W takim przypadku, jedyną drogą do odzyskania uzasadnionych roszczeń jest droga sądowa. Ryzyko nie uregulowanych przez GDDKiA roszczeń uwzględniamy w wycenie w postaci bardziej konserwatywnych założeń co do zmian zadłużenia netto.

Nasze prognozy zakładają, że w 2012 roku PBG dokona „rachunku sumienia” na kontraktach drogowych. Zakładamy, że marża EBIT w segmencie drogowym w 2012 roku wyniesie -5%.

Prognoza zadłużenia netto Grupy PBG

Na poziomie rachunku zysków i strat wyniki Grupy PBG w 2011 roku są dobre. Problem jednak w tym, że wynikom Grupy nie towarzyszy cash flow. Oczekujemy, że w Q4 2011 dług netto Grupy PBG istotnie nie spadnie. Na spadek zadłużenia nie można też raczej liczyć w Q1 2012. Gotówka powinna wracać do Grupy dopiero w Q2 2012.

W I półroczu 2012 roku PBG musi przedłużyć kredyty warte 0,2 mld PLN. W II półroczu jest to odpowiednio 0,9 mld PLN. Przy założeniu niższego wyniku netto w 2012 roku i niższego EBITDA, dług netto / EBITDA średniorocznie może się zbliżyć do pułapu ~ 5,0, co nie będzie sprzyjać negocjacom z bankami / emisji obligacji.

Zadłużenie netto PBG, prognozy (mld PLN)



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Czynniki mogące pozytywnie wpływać na spadek zadłużenia netto

(mln PLN)	Najwcześniejszy moment	Kwota	Szanse
Sprzedaż biurowca Skalar	Q1 2012	105,0	Duże
Strateg Capital	Q4 2012	280,0	Małe
Grunt w Bydgoszczy	Q3 2012	45,0	Małe
Zaliczka, kontrakt w Opolu (1)	Q2 2012	120,0	Duże
Zaliczka, kontrakt w Opolu (2)	Q4 2012	200,0	Duże
Zwrot pożyczek	Q2 2012	45,0	Duże

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Należności – zobowiązania a przychody PBG

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Należności	1 062,5	1 524,0	1 885,5	1 783,2	2 510,6	2 429,2	2 131,2
Zobowiązania	587,4	584,9	1 136,0	1 370,9	1 586,6	1 964,3	1 742,2
Różnica	475,1	939,1	749,6	412,3	924,1	464,8	388,9
Przychody segmentu dróg i wody	936,6	1256,9	1183,1	942,9	1535,8	1937,8	777,3
Różnica / przychody	50,7%	74,7%	63,4%	43,7%	60,2%	24,0%	50,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

Wycena akcji PBG

Wycenę akcji PBG dokonaliśmy przy wykorzystaniu metody porównawczej i metody DCF. Wyznaczamy cenę docelową dla PBG na poziomie 78,5 PLN, czyli na poziomie o 2,4% wyższym od ceny rynkowej. Rekomendujemy trzymanie akcji PBG.

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	82,6	50%
Wycena metodą porównawczą	61,9	50%
Średnia	72,3	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,7%	
Cena docelowa	78,5	

Wycena metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla PBG są polskie spółki budowlane. Przy wykorzystaniu wskaźników P/E i EV/EBITDA na lata 2011-2013, PBG notowane jest z 28% premii na tle grupy porównawczej. Za bardzo dużą premię odpowiada wskaźnik EV/EBITDA. Wskaźnik EV/EBITDA korygujemy o różnicę w księgowej i rynkowej wycenie kapitałów mniejszości (pakiety mniejszościowe akcji Rafako, Hydrobudowy, Energomontażu Południe).

Analiza porównawcza akcji PBG na tle branży budowlanej

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,1	8,3	11,0	2,2	4,1	6,9
Erbud	<0	8,6	8,4	<0	5,2	4,6
Elektrobudowa	11,9	10,3	8,7	6,7	6,3	5,3
Mostostal Warszawa	<0	9,3	6,8	<0	3,3	2,5
Polimex Mostostal	8,3	8,9	8,3	5,9	5,7	5,3
Rafako	7,6	8,2	7,0	6,1	5,0	3,7
Unibep	9,2	7,6	7,5	5,7	6,8	4,1
ZUE	7,5	8,0	7,9	5,5	4,0	3,6
Mediana	8,2	8,4	8,1	5,8	5,1	4,3
PBG	5,1	10,9	7,0	9,6	8,2	5,9
Premia (dyskonto)	-37,8%	29,6%	-13,4%	65,8%	61,7%	35,1%
Waga wskaźnika	15,0%	20,0%	15,0%	15,0%	20,0%	15,0%

* analiza porównawcza na dzień 23 stycznia 2012

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Brak sprzedaży Strateg Capital, projektu deweloperskiego w Kijowie i biurowca Skalar.
- Nie uwzględniamy w prognozach ani możliwości budowy galerii handlowej w Bydgoszczy, ani możliwości sprzedaży gruntu.
- Wprowadzamy nieznaczną korektę (50 mln PLN) poziomów zadłużenia na koniec roku o średnioroczne poziomy zadłużenia.
- Udziały mniejszości wyceniamy wg wycen rynkowych.
- Przyjmujemy betę = 1,2, w celu odzwierciedlenia dużego ryzyka związanego z: a) zadłużeniem; b) realizacją dużych kontraktów budowlanych.

Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	3 280,5	4 950,6	4 408,5	4 581,1	4 942,5	5 135,7	5 327,4	5 517,1	5 699,0	5 875,7	
zmiana	19,7%	50,9%	-10,9%	3,9%	7,9%	3,9%	3,7%	3,6%	3,3%	3,1%	
EBITDA	299,2	294,9	375,6	402,3	426,7	438,9	451,3	463,0	473,0	479,1	
marża EBITDA	9,1%	6,0%	8,5%	8,8%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	
Amortyzacja	56,2	60,3	60,5	60,7	60,9	61,1	61,4	61,6	61,8	61,8	
EBIT	243,0	234,6	315,1	341,6	365,8	377,8	390,0	401,4	411,3	417,3	
marża EBIT	7,4%	4,7%	7,1%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%	
Opodatkowanie EBIT	46,2	44,6	59,9	64,9	69,5	71,8	74,1	76,3	78,1	79,3	
NOPLAT	196,9	190,0	255,2	276,7	296,3	306,0	315,9	325,2	333,1	338,0	
CAPEX	-866,7	-229,8	-63,5	-63,7	-64,0	-64,2	-64,4	-64,6	-64,9	-61,8	
Kapitał obrotowy	-558,1	528,3	41,4	-39,1	-70,3	-37,2	-37,0	-36,4	-34,5	-32,2	
Wycena nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
	0,0	-4,5	-5,4	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1	-6,2	-6,4	-6,6	
FCF											
WACC	-1171,8	544,3	288,2	229,0	217,2	259,9	269,7	279,4	289,1	299,2	308,2
współczynnik dyskonta	9,6%	10,2%	10,6%	10,8%	11,1%	11,4%	11,7%	11,7%	11,7%	11,6%	
PV FCF	100,0%	90,7%	82,0%	74,0%	66,6%	59,8%	53,6%	48,0%	42,9%	38,5%	
	-1171,8	493,7	236,4	169,5	144,8	155,5	144,5	134,0	124,2	115,1	
WACC											
Koszt długu	9,6%	10,2%	10,6%	10,8%	11,1%	11,4%	11,7%	11,7%	11,7%	11,6%	
Stopa wolna od ryzyka	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	
Efektywna stopa podatkowa	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Dług netto / EV	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
	45%	31%	24%	19%	14%	7%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego											
Premia za ryzyko	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,6%	
Beta	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Wzrost FCF po okresie prognozy		3,0%									
Wartość rezydualna (TV)		3 583,8									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		1 378,9									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy		545,9									
Zdyskontowana wartość FCF		1 924,8									
Dług netto		585,0									
Inne nieruchomości inwestycyjne		242,2									
Udziałowcy mniejszościowi		330,7									
Korekta o średnioroczne zadłużenie		50,0									
Wyplacona dywidenda		20,0									
Wartość firmy		1 181,4									
Liczba akcji (mln)		14,3									
Wartość firmy na akcję (PLN)		82,6									
9-cio miesięczny koszt kapitału wł.		8,7%									
Cena docelowa		89,8									
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej		10,2									
P/E('11) dla ceny docelowej		6,0									
Udział TV w EV		72%									

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	79,3	84,9	91,2	98,2	106,2
WACC -0,5pp	78,6	84,2	90,5	97,5	105,4
WACC	78,0	83,5	89,8	96,8	104,7
WACC +0,5pp	77,3	82,9	89,1	96,0	103,9
WACC +1,0pp	76,7	82,2	88,4	95,3	103,2

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 376,8	2 089,3	2 578,0	2 740,3	3 280,5	4 950,6	4 408,5
<i>zmiana</i>	104,2%	51,8%	23,4%	6,3%	19,7%	50,9%	-10,9%
Koszt własny sprzedaży	1 191,7	1 751,2	2 185,9	2 393,1	2 925,4	4 527,4	3 927,0
Zysk brutto na sprzedaży	185,0	338,1	392,1	347,2	355,1	423,1	481,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	13,4%	16,2%	15,2%	12,7%	10,8%	8,5%	10,9%
Koszty sprzedaży	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-4,9	-28,6	-25,5
Koszty ogólnego zarządu	-79,6	-106,8	-109,8	-109,1	-116,8	-158,4	-141,1
Wycena nieruchomości komercyjnych				24,2	0,0	4,5	5,4
Pozostała działalność operacyjna netto	4,3	-7,8	4,1	10,4	9,6	-6,0	-5,3
EBIT	109,4	223,4	286,5	272,7	243,0	234,6	315,1
<i>zmiana</i>	52,0%	104,3%	28,2%	-4,8%	-10,9%	-3,5%	34,3%
<i>marża EBIT</i>	7,9%	10,7%	11,1%	10,0%	7,4%	4,7%	7,1%
Wynik na działalności finansowej	34,7	-9,9	-23,9	-5,1	22,4	-82,8	-59,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	144,1	213,5	262,6	267,6	265,4	151,8	255,2
Podatek dochodowy	-26,7	-25,8	-40,6	-49,1	-39,5	-28,8	-48,5
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-15,4	-29,7	-11,4	5,8	-10,5	-22,8	-50,2
Zysk netto	102,1	158,0	210,6	224,3	215,4	100,2	156,5
<i>zmiana</i>	95,6%	54,9%	33,3%	6,5%	-4,0%	-53,5%	56,3%
<i>marża</i>	7,4%	7,6%	8,2%	8,2%	6,6%	2,0%	3,6%
Amortyzacja	28,8	47,1	47,1	46,7	56,2	60,3	60,5
EBITDA	138,2	270,6	333,6	319,4	299,2	294,9	375,6
<i>zmiana</i>	56,1%	95,8%	23,3%	-4,3%	-6,3%	-1,5%	27,4%
<i>marża EBITDA</i>	10,0%	12,9%	12,9%	11,7%	9,1%	6,0%	8,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	13,4	13,4	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
EPS	7,6	11,8	14,7	15,7	15,1	7,0	11,0
CEPS	9,7	15,3	18,0	19,0	19,0	11,2	15,2
ROAE	18,3%	18,0%	17,5%	15,0%	12,7%	5,5%	8,1%
ROAA	6,1%	6,1%	6,1%	5,1%	3,9%	1,6%	2,7%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	2 289,3	2 857,0	4 008,3	4 755,0	6 229,0	5 948,1	5 722,7
Majątek trwały	717,9	909,3	1 011,5	1 599,1	2 583,9	2 597,9	2 606,3
WNIPI	13,3	14,6	33,0	41,6	55,6	55,6	55,6
Wartość firmy	267,4	333,1	319,0	346,9	994,7	994,7	994,7
Rzeczowe aktywa trwałe	307,0	411,5	368,3	665,4	736,5	739,5	742,6
Nieruchomości inwestycyjne	34,2	41,6	154,1	369,5	488,5	499,5	504,9
Pozostałe aktywa finansowe	63,4	57,2	115,0	114,8	203,8	203,8	203,8
Pozostałe	32,6	51,4	22,2	60,9	104,7	104,7	104,7
Majątek obrotowy	1 571,3	1 947,6	2 996,8	3 155,8	3 645,0	3 350,2	3 116,4
Zapasy	40,1	69,3	233,7	293,5	428,5	341,6	383,5
Należności	602,6	725,1	1 135,8	1 335,0	1 712,3	2 034,5	1 811,7
Należności z tyt. kontraktów budowlanych	445,2	777,8	725,6	393,6	539,3	203,4	120,8
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokres.	14,7	21,1	24,2	54,6	259,0	259,0	259,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	410,3	289,7	660,3	863,8	416,7	272,4	302,1
Pozostałe aktywa finansowe	58,4	64,7	217,3	215,4	289,2	239,2	239,2

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	2 289,3	2 857,0	4 008,3	4 755,0	6 229,0	5 948,1	5 722,7
Kapitał własny	748,0	1 010,9	1 395,3	1 605,2	1 774,4	1 853,1	1 999,6
Kapitał mniejszości	34,6	103,7	228,2	226,3	656,9	679,6	729,8
Zobowiązania długoterminowe	330,0	364,8	561,8	985,6	722,8	722,8	722,8
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	258,6	323,1	493,1	914,0	574,6	574,6	574,6
Rezerwy i inne	71,4	41,7	68,7	71,6	148,2	148,2	148,2
Zobowiązania krótkoterminowe	1 176,7	1 377,7	1 823,1	1 937,9	3 074,9	2 692,6	2 270,5
Pożyczki i kredyty	466,7	717,8	641,8	534,7	1 300,9	700,9	500,9
Zobowiązania wobec dostawców	543,2	538,0	1 046,2	1 234,8	1 216,6	1 550,5	1 344,8
Zobowiązania z tyt. kontraktów bud.	19,6	15,4	60,5	89,6	80,1	124,0	107,6
Inne	147,2	106,4	74,6	78,8	477,1	317,1	317,1
Dług	725,2	1 040,9	1 134,9	1 448,7	1 875,5	1 275,5	1 075,5
Dług netto	314,9	751,2	474,6	585,0	1 458,8	1 003,1	773,4
(Dług netto / Kapitał własny)	42,1%	74,3%	34,0%	36,4%	82,2%	54,1%	38,7%
(Dług netto / EBITDA)	2,3	2,8	1,4	1,8	4,9	3,4	2,1
BVPS	55,7	75,3	97,6	112,3	124,1	129,6	139,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-117,6	-255,2	306,5	433,6	-335,0	789,9	363,1
Zysk netto	102,1	158,0	210,6	224,3	215,4	100,2	156,5
Amortyzacja	28,8	47,1	47,1	46,7	56,2	60,3	60,5
Kapitał obrotowy	-177,7	-469,2	121,0	215,9	-558,1	528,3	41,4
Pozostałe	-70,7	8,8	-72,2	-53,3	-48,5	101,1	104,7
Przepływy inwestycyjne	-179,0	-191,7	-352,0	-530,0	-598,4	-229,8	-63,5
CAPEX *	-131,8	-191,9	-151,0	-390,1	-694,7	-229,8	-63,5
Inwestycje kapitałowe	-41,7	19,7	14,5	-104,6	103,2	0,0	0,0
Pozostałe	-5,5	-19,6	-215,5	-35,2	-6,9	0,0	0,0
Przepływy finansowe	655,5	325,1	416,9	144,9	349,0	-704,4	-269,9
Emisja akcji	333,1	292,3	181,8	-0,3	2,8	0,0	0,0
Dług	342,2	74,0	278,5	226,9	412,0	-600,0	-200,0
Dywidenda (buy-back)	-1,9	0,0	0,0	-20,0	0,0	-21,5	-10,0
Pozostałe	-17,9	-0,4	-1,2	0,0	-0,2	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	358,9	-121,9	371,4	48,5	-584,4	-144,3	29,7
Środki pieniężne na koniec okresu	410,3	289,7	660,3	863,8	416,7	272,4	302,1
DPS (PLN)	0,1	0,0	0,0	1,4	0,0	1,5	0,7
FCF	-207,7	-473,6	249,2	-200,4	-1 171,8	544,3	288,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	9,6%	9,2%	5,9%	14,2%	21,2%	4,6%	1,4%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	10,1	6,5	5,2	4,9	5,1	11,0	7,0
P/CE	7,9	5,0	4,3	4,1	4,0	6,9	5,1
P/BV	1,4	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
P/S	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
FCF/EV	-15,0%	-25,1%	13,8%	-10,5%	-36,4%	19,6%	11,1%
EV/EBITDA	10,0	7,0	5,4	6,0	10,7	9,4	6,9
EV/EBITDA korygowany **	10,0	7,0	5,4	6,0	9,7	8,3	5,9
EV/EBIT	12,6	8,4	6,3	7,0	13,2	11,9	8,3
EV/S	1,0	0,9	0,7	0,7	1,0	0,6	0,6
DYield	0,2%	0,0%	0,0%	1,8%	0,0%	2,0%	0,9%

Cena (PLN)

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Cena (PLN)	76,9						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	13,4	13,4	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
MC (mln PLN)	1032,8	1032,8	1099,3	1099,3	1099,3	1099,3	1099,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	34,6	103,7	228,2	226,3	656,9	679,6	729,8
EV (mln PLN)	1 382,3	1 887,7	1 802,1	1 910,5	3 215,0	2 782,0	2 602,5

* Na pozycję składają się wydatki kapitałowe w PBG, Strateg Capital (w 2011 roku kończona będzie inwestycja polegająca na budowę zakładu stacjonarnego), wydatki na realizację projektów deweloperskich w segmencie komercyjnym; ** korekta o różnicę w księgowej i rynkowej wycenie pakietów mniejszościowych

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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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 stanowić 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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie 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	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2011-05-20	2011-08-11	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	142,00	101,90	76,6
WIG w dniu rekomendacji	48747,55	37368,93	39518,87