

Rekomendacje

		Kurs*	Kapitalizacja rynkowa*	C/Z* (x)		EV/EBITDA* (x)		Wycena	Potencjał wzrostu
		(PLN)	(mln €)	2010P	2011P	2010P	2011P	(PLN)	(%)
Budimex	Trzymaj	80,90	514	11,9	12,8	7,1	7,4	77,90	-3,7
PBG	Kupuj	21,0	779	12,5	12,1	7,8	7,5	245,3	12,0
Polimex	Kupuj	4,36	504	12,2	13,3	7,4	7,6	5,40	23,9

Źródło : KBC Securities, Bloomberg

* kurs zamknięcia z 19 stycznia 2010

Rozpoczynamy pokrywanie sektora budowlanego i wydajemy rekomendację Kupuj dla Polimeksu i PBG, oraz Trzymaj dla Budimeksu. Ostatnio kursy spółek budowlanych pozostawały pod negatywnym wpływem obaw inwestorów związanych ze spowolnieniem wzrostu i zaostrzeniem konkurencji. Jednak uważamy, że perspektywy sektora się poprawiły i są widoki na wzrost przychodów w kolejnych latach.

- **Ożywienie wzrostu przychodów.** Oczekiwane spowolnienie wzrostu do 0,6% r/r w 2009 roku rzuciło cień na perspektywy sektora w przyszłości. Jednakże wiele czynników wspiera oczekiwania rynku i naszą prognozę składanej rocznej stopy wzrostu przychodów w latach 2009-2012 w wysokości 6,7%. Wśród tych czynników dostrzegamy i) budowę infrastruktury (drogi, koleje, energetyka), ii) zapewnione finansowanie za pomocą funduszy infrastrukturalnych UE, oraz iii) oczekiwane ożywienie budownictwa mieszkaniowego i komercyjnego.
- **Trzymaj Budimex.** Spółka położyła nacisk na zamówienia z sektora budowy dróg i oczekujemy, że w związku z tym stanie się beneficjentem inwestycji publicznych w infrastrukturę i osiągnie 9,1% składanej rocznej stopy wzrostu przychodów w latach 2009-2012. Zakładamy równocześnie, że duża konkurencja w publicznych przetargach i presja na ceny w przypadku projektów mieszkaniowych spółki przyczyni się do erozji marż. W rezultacie prognozujemy -2,8% składanej rocznej stopy wzrostu zysków spółki w latach 2009-2012.
- **Kupuj PBG.** Utrzymując wysoką ekspozycję na prace w segmencie budownictwa inżynierskiego, PBG zwiększa nacisk na bardziej zyskowne inwestycje dla sektora paliw realizując marże powyżej średniej. Spółka ma plan rozwoju w nowych sektorach takich jak energetyka i budowa dróg, które zapewnią wysoki wzrost, nawet w przypadku początkowo niskiej bazy. Pozytywnie postrzegamy dynamikę rentowności PBG i uważamy, że spółka zasługuje na premię na tle polskiego sektora budowlanego.
- **Preferujemy Polimex.** Oceniamy Polimex jako najlepszą inwestycję w sektorze budowlanym. Spółka ma wysoką ekspozycję na energetykę i budownictwo kolejowe (31% całego portfela zamówień spółki o łącznej wartości 6,6 mld zł – jest to najwyższy poziom wśród spółek, które pokrywamy), co powinno zapewnić ponadprzeciętną stopę wzrostu. Ponadto ekspozycja na takie nisze jak energetyka i konstrukcje stalowe powinna gwarantować ponadprzeciętne marże z uwagi na wymaganą specjalizację. Uważamy, że w sektorze budowlanym Polimex zapewni wysoki wskaźnik zysku.

Lucian Albulescu, CFA

+40 21 408 42 19

lucian.albulescu@kbcsecurities.ro

Robert Maj

+48 22 581 08 24

robert.maj@kbcsecurities.pl

Cezary Bernatek

+48 22 581 08 20

cezary.bernatk@kbcsecurities.pl

Zsolt Papp

Chief Economist CEE

+44 207 614 66 67

zsolt.papp@kbcfp.com

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja

EPS = zysk netto/ liczba akcji

DPS = dywidenda na akcję

BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji

Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży

Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży

CFPS = Cash flow/ liczba akcji

Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka

ROE = zysk netto/ średni kapitał własny

EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto

P/E = kurs rynkowy/ EPS

P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)

P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa

P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży

Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metody wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%.

Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sell - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje wydane dla spółki Budimex w ciągu ostatnich 9 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Budimex	77.90	80.90	Trzymaj	21 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla spółki PBG w ciągu ostatnich 9 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
PBG	245.3	219.0	Kupuj	21 stycznia 2010

Rekomendacje wydane dla spółki Polimex w ciągu ostatnich 9 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Polimex	5.40	4.36	Kupuj	21 stycznia 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 41 rekomendacji inwestycyjnych:

20 KUPUJ	49%
12 TRZYMAJ	29%
9 SPRZEDAJ	22%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Bałdyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media, IT	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>

Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>
----------------	--------------	------------------	--------------------------------------

Makroekonomia

	Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
--	------------	------------------	-----------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright: © 2010 KBC Securities