

Energomontaż Płd.

Neutralnie

sektor / branża: Budownictwo

Ticker: EPD

ISIN: PLENMPD00018

3,27 zł

Profil spółki

Grupa Kapitałowa realizuje inwestycje i modernizacje szczególnie dla sektora energetycznego. Działalność usługową uzupełnia produkcja specjalistycznych konstrukcji stalowych.

Dane podstawowe

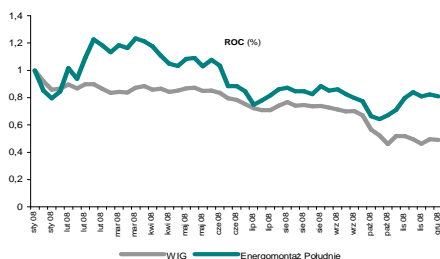
Kurs (16/12/08)	2,59
Wycena DCF (zł)	3,17
Deweloperka (zł)	0,31
Wycena porównawcza (zł)	3,05
Liczba akcji (tys.)	48 390
Kapitalizacja (mln zł)	125,3
EV (mln zł)	175,9

Notowania

EPD

max cena 52 tygodnie (zł)	3,99
min cena 52 tygodnie (zł)	1,86
Mediana wolumenu obrotów (1m-c/tys. zł)	235,84

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Renata Gasinowicz	18,0%	18,0%
Andrzej Mikucki	6,0%	6,0%
Piotr Mikucki	3,1%	3,1%
Pozostali akcjonariusze	72,9%	72,9%



Analityk:

Grzegorz Kujawski tel. (0-22) 329 43 46
e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

Wyniki Grupy w 3 kw.

Energomontaż Południe może zaliczyć 3 kw. 2008 roku do udanych. Spółka zrealizowała sprzedaż na poziomie 71,9 mln zł, tj. 85,7% większym niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Zanotowała również znacznie lepszą rentowność na realizowanych kontraktach - marża brutto ze sprzedaży wyniosła 18,0% i po trzech kwartałach rentowność na tym poziomie kształtuje się w granicach 13,8%. Tym samym w ciągu dziewięciu miesięcy przychody Grupy wyniosły 180 mln zł i były wyższe o 63,7 % w porównaniu analogicznym okresem poprzedniego roku. Zysk brutto dzięki wysokiej rentowności na tym poziomie w 3 kw. wyniósł 23,4 mln zł, a czysty zarobek w Spółce wyniósł 5,86 mln zł (z czego 1,6 mln zł pochodziło z Amontexu).

Portfel zamówień

Spółka szacuje swój bieżący portfel zamówień wyłączając działalność deweloperską na ok. 185 mln zł. Większość z tych kontraktów (ok. 85%) będzie realizowana przez Spółkę w 2009 roku. Istotną część tych zleceń stanowią kontrakty realizowane w Niemczech, z których największy (Spółka informowała o nim 8 grudnia br.) opiewa na ok. 16,9 mln EUR, tj. 66,2 mln zł licząc przy kursie 3,92 zł. Energomontaż łączy duże nadzieje z rynkiem niemieckim, aktywnie składa oferty niemieckiej energetyce poprzez własne biuro techniczne w miejscowości Ludenscheid.

Polityka zabezpieczeń

Obecnie pozycja walutowa netto w EUR zabezpieczona jest 75%. Spółka monitoruje bieżący poziom kursu walutowego i jego wpływ na rentowność danego kontraktu i na podstawie tych informacji podejmuje decyzje co do wielkości jaka będzie zabezpieczona na rynku terminowym. W celu zrealizowania marży na zakontraktowanym poziomie, w momencie podpisania umowy Spółka zawiera transakcję na rynku terminowym wykorzystując kontrakty terminowe typu forward. Na chwilę obecną kwota przepływów zabezpieczona tymi instrumentami wynosi 17,2 mln EUR, a okres realizacji zobowiązań wynikających z tych instrumentów kończy się w 1 kw. 2011. Średnia cena wykonania tych instrumentów wynosi 3,7 zł. Ukształtowanie kursu na obecnym poziomie (3,9 zł) skutkować będzie rozpoznaniem kosztów finansowych w wysokości 3,4 mln zł na przestrzeni tego okresu.

Buy-back

Spółka na podstawie uchwały WZA z dnia 8 maja 2008 r. do dnia 14 marca 2009 r. zamierza dokonać skupu 4,39 mln sztuk akcji własnych, których średnia cena nabycia akcji nie może przekroczyć 5,15 zł, a łączna wartość środków przeznaczonych na ten cel wynosi 8,4 mln zł. W marcu 2009 Spółka podejmie decyzję dalszego losu nabytych akcji własnych, choć najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada ich umorzenie. Na dzień przekazania raportu łączna liczba akcji nabytych w ramach skupu wynosi 0,85 mln akcji, stanowiących 1,8% udział w podwyższonym kapitale Spółki, nabytych po średniej cenie 2,67 zł.

Wycena Spółki

Wartość podstawowej działalności spółki na podstawie modelu DCF szacujemy na 153,3 mln zł, czyli 3,17 zł za jedną akcję. Dodatkowo w wycenie uwzględniliśmy dwa projekty deweloperskie Spółki zlokalizowane we Wrocławiu. W pierwszym z nich Spółce pozostało do sprzedaży ok. 25 mieszkań, natomiast drugi stanowi nieruchomość biurową, której sprzedaż jest obecnie w końcowej fazie negocjacji za zainteresowanym podmiotem. Łączne zyski ze sprzedaży tych inwestycji szacujemy na 15 mln zł, czyli 0,31 zł na akcję, natomiast cash flow z tych inwestycji szacujemy na 62,7 mln zł, czyli 1,29 zł na akcję. Wycena porównawcza implikuje wartość Spółki na poziomie 147,8 mln zł, czyli 3,05 zł na jedną akcję.

mln zł	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	127,4	232,3	236,7	286,2	326,4	372,8
zmiana r/r (%)	-	82,4%	1,9%	20,9%	14,1%	14,2%
EBITDA	-5,0	15,1	22,9	26,8	29,7	33,3
EBIT	-8,4	10,9	18,5	21,1	23,3	26,2
marża EBIT (%)	-6,6%	4,7%	7,8%	7,4%	7,1%	7,0%
Zysk netto	-11,5	12,4	9,7	12,8	14,9	17,1
marża netto (%)	-9,0%	5,4%	4,1%	4,5%	4,6%	4,6%
EPS (zł)	-1,14	1,21	0,62	0,82	0,96	1,10
DPS (zł)	-	-	0,10	0,07	0,09	0,10
P / E	-	10,08	12,93	9,77	8,39	7,32
EV / EBITDA	-	11,65	7,68	6,57	5,92	5,29

P - prognozy BM BGZ

Podsumowanie wyceny

Wycenę spółki Energomontaż Południe dokonaliśmy za pomocą metody fundamentalnej opartej na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej.

Wartość podstawowej działalności spółki na podstawie modelu DCF szacujemy na **153,3 mln zł**, czyli **3,17 zł** za jedną akcję. Dodatkowo w wycenie uwzględniliśmy dwa projekty deweloperskie Spółki zlokalizowane we Wrocławiu. W pierwszym z nich Spółce pozostało do sprzedaży ok. 25 mieszkań, natomiast drugi stanowi nieruchomość biurową, której sprzedaż jest obecnie w końcowej fazie negocjacji za zainteresowanym podmiotem. Łączne zyski ze sprzedaży tych inwestycji szacujemy na **15 mln zł**, czyli **0,31 zł** na akcję. Natomiast zestawiając Spółkę z podmiotami najbardziej zbliżonym do niej profilem, otrzymaliśmy wyceną na poziomie **147,8 mln zł**, czyli **3,05 zł** na jedną akcję.

Tabela 1. Podsumowanie wyceny

	Wycena (mln zł)	Wycena na 1 akcję (zł)	Waga
Wycena działalności podstawowej	153,3	3,17	50%
Wycena działalności deweloperskiej	15,0	0,31	
Wycena porównawcza	147,8	3,05	50%
Średnia z wycen	158,1	3,27	

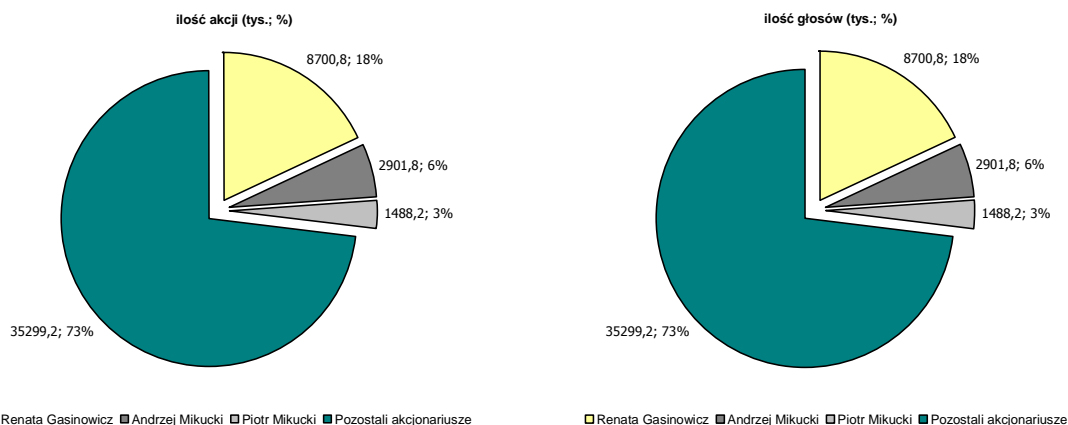
Źródło: BM BGZ S.A.

Bieżące informacje

Podwyższenie kapitału

Po zarejestrowaniu prywatnej emisji akcji Spółki serii D wynosi, w ramach której wyemitowano 4,39 mln szt., które zostały objęte przez dotychczasowych udziałowców spółki Amontex, łączna liczba akcji wynosi 48,39 mln szt. Akcje te nie są w żaden sposób uprzywilejowane i uprawniają do 48,39 mln głosów na WZA.

Rysunek 1. Struktura akcjonariatu po emisji prywatnej akcji serii D



Źródło: Sprawozdanie finansowe Spółki za 3 kw.

Nowe akcje, których cena emisyjna ustalona została na 2,86 zł podlegają ograniczeniu zbywalności przez okres 2 lat od daty ich objęcia tj. 22 sierpnia 2010 roku. Beneficjentami tych papierów byli Panowie Andrzej i Piotr Mikucki, którzy objęli odpowiednio 2,9 mln szt. oraz 1,5 mln szt. i wraz z Panią Renata Gasinowicz kontrolują 27,05 akcji i głosów WZA Spółki.

Buy-back

Spółka na podstawie uchwały WZA z dnia 8 maja 2008 r. do dnia 14 marca 2009 r. zamierza dokonać skupu 4,39 mln sztuk akcji własnych, których średnia cena nabycia akcji nie może przekroczyć 5,15 zł, a łączna wartość środków przeznaczonych na ten cel wynosi 8,4 mln zł. W marcu 2009 Spółka podejmie decyzję dalszego losu nabytych akcji własnych, choć najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada ich umorzenie.

Na dzień przekazania raportu za 3 kw. łączna liczba akcji nabytych w ramach skupu wynosi 0,85 mln akcji, stanowiących 1,8% udział w podwyższonym kapitale Spółki, nabytych po średniej cenie 2,67 zł.

Poszerzenie Grupy o Amontex sp. z o.o.

W trzecim kwartale sfinalizowana została transakcja nabycia łącznie 1005 udziałów w spółce Amontex Sp. z o.o. Zakup podmiotu został sfinansowany częściowo ze środków własnych (ok. 5,5mln zł), kredytu (ok. 15 mln zł) oraz emisji kierowanej (4,39 mln szt. akcji po 3,83 zł). Łącznie wartość transakcji wyniosła ok. 33 mln zł.

Rozpoczęcie konsolidacji wyników Amontexu, który specjalizuje się w produkcji wyrobów i konstrukcji stalowych m.in. dla sektora energetycznego, nastąpiło w 2 kw. br. W tym okresie wypracował on ok. 1,6 mln zł zysku netto, co stanowiło ok. 26% skonsolidowanego wyniku grupy kapitałowej za okres 1 – 3 kw. Ponadto w okresie 9 miesięcy Amontex zarobił na czysto nieco ponad 2,2 mln zł. Wyższa rentowność spółka wynika zarówno ze specyfiki prowadzonej działalności (duży popyt na konstrukcje stalowe), poprawie relacji kursowych oraz z oszczędności na poziomie kosztów ogólnego zarządu (skromna struktura administracyjna i zarządcza spółki). Zarząd Energomontażu mając na uwadze dotychczasowe wyniki Amontexu przygotował założenia dotyczące planów wynikowych spółki na lata 2008 – 2012.

Tabela 2. Założenia Spółki dotyczące wyników Amontexu

(mln zł)	2008	2009	2010	2011	2012
Sprzedaż	66,4	75,7	85,3	94,5	98,1
zmiana r/r	-	14,0%	12,7%	10,8%	3,8%
Zysk netto	5,6	6,4	7,2	8,0	8,4
marża netto	8,4%	8,5%	8,4%	8,5%	8,6%

Źródło: Energomontaż Południe S.A.

Amontex oprócz produkcji i montażu konstrukcji stalowych, zajmuje się również montażem zbiorników oraz rurociągów technologicznych, instalacji CO oraz przeprowadzeniem prób obciążeniowych oraz ciśnieniowych wykonanych instalacji. Przejęcie spółki przyczyniło się do wzrostu zatrudnienia w Grupie o ok. 1/3, które wynosi obecnie 1038 osób. Ponadto spółka współpracuje również z firmami zatrudniającymi łącznie 250 pracowników, którzy są dodatkowo wykorzystywani w okresach intensyfikacji realizacji zamówień.

Portfel zamówień

Spółka szacuje swój bieżący portfel zamówień wyłączając działalność deweloperską na ok. 185 mln zł. Większość z tych kontraktów (ok. 85%) będzie realizowana przez Spółkę w 2009 roku. Istotną część tych zleceń stanowią kontrakty realizowane w Niemczech, z których największy (Spółka informowała o nim 8 grudnia br.) opiewa na ok. 16,9 mln EUR, tj. 66,2 mln zł licząc przy kursie 3,92 zł. Energomontaż łączy duże nadzieje z rynkiem niemieckim, aktywnie składa oferty niemieckiej energetyce poprzez własne biuro techniczne w miejscowość Ludenscheid.

Pozyskaniu kolejnych zleceń ma również pomóc powołana z inicjatywy Energomontażu Grupa Wykonawcza Energetyki (GWE), w skład której oprócz podmiotów z Grupy Energomontażu, wchodzi również cztery lokalne firmy specjalizujące się w

budownictwie energetycznym. Łącznie podmioty te zatrudniają kilkuset pracowników, z których Spółka może elastycznie korzystać.

Tabela 3. Ostatnio pozyskano kontrakty

Kontrahent	zadanie	wartość (mln EUR)	wartość (mln PLN)
Alstom Power System	Montaż części ciśnieniowej kotła - Elektrownia Rheinhafen-Dampfkraftwerk	16,88	66,17
PKE	Modernizacja instalacji odsiarczania spalin - Elektrownia Łaziska	-	8,0
GOSD	Rozbudowa budynku w Zabrze	-	8,9
Naftoremont	Dodatkowe prace zleczone	-	14,1
Polimex - Mostostal	Prace w WPW - Koksownia Przyjaźń	-	8,9
Alstom / Rafako	Prace montażowe - Elektrownia Bełchatów	-	23,6
Łącznie pozyskane w 3 kw. (mln zł)		129,7	
Wartość bieżąca portfele zamówień (mln zł)		185,0	
w tym do realizacji w roku:			
2009		160,0	
2010		25,0	

Źródło: Prognozy BM BGŻ S.A.

Działalność deweloperska

Spółka posiada w swoim portfelu pięć projektów deweloperskich, z których dwa są już ukończone. Największą wartość stanowi obecnie biurowiec zlokalizowany we Wrocławiu, którego ujęcie w zapasach Spółki sięga według naszych szacunków ok. 38 mln zł, a Spółka prowadzi zawansowane rozmowy na temat zbycia tej inwestycji, z której mogłaby pozyskać ok. 50 mln zł i 13 mln zysku netto. Drugą ukończoną inwestycję stanowi ok. 25 mieszkań, których sprzedaż rozpoczęła się w ubiegłym roku (spółka rozpoczęła rozpoznawanie przychodów z tej inwestycji zgodnie z MSR18 w 4 kw. 2007 roku, a przychody i zysk netto z tego tytułu szacujemy na ok. 44,5 mln zł oraz ok. 12 mln zł). Zakładając średnią cenę sprzedaży 1 mkw. PUM w granicach 5,3 tys. zł., Spółka może liczyć jeszcze na ok. 9 mln przychodów i 2 mln zł zysku netto ze sprzedaży pozostałych mieszkań. Łącznie zbycie tych dwóch inwestycji powinno dostarczyć **1,29 zł** gotówki oraz **0,31 zł** zysku na akcję.

Tabela 4. Portfel projektów deweloperskich

	Powierzchnia działki (tys. mkw.)	PUM (tys. mkw.)	Liczba mieszkań	Dostępne do sprzedaży	Prognozowane przychody (mln zł)	Prognozowany wynik netto (mln zł)	
						suma	na 1 akcję (zł)
Zrealizowane inwestycje							
Wrocław - Legnicka Park biurowiec	b.d.	8,8	n.d.	n.d.	54,0	13,1	0,27
Wrocław - Legnicka Park mieszkania	b.d.	14,0	208	25	8,7	2,0	0,04
Projekty deweloperskie							
Katowice - Osiedle Książęce							
I etap	16,8	14,1	220	220	-	-	-
II+III etap	33,6	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-
Katowice - Willa pod Potokiem	7,9	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-
Opole	80,0	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-
Łącznie (zł na akcję)						0,31	

Źródło: Prognozy BM BGŻ S.A.

Z pozostałych projektów, realizowany jest I etap inwestycji Osiedle Książęce w Katowicach, w którym będzie dostępnych do sprzedaży 220 mieszkań o łącznej PUM 14,1 tys. mkw. Obecnie prace finansowane są ze środków własnych i trwają rozmowy z jednym z banków na temat finansowania I etapu i m.in. Od ich wyników zależeć będzie dalszy los inwestycji. Naszym zdaniem Spółka nie powinna angażować własnych środków, gdyż te powinny być przeznaczone na zwiększenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

Ostatnią nabytą przez Spółkę nieruchomością jest grunt o powierzchni 8 ha zlokalizowany w Opolu, który Spółka zakupiła w kwietniu br. za kwotę 9,6 mln zł tj. 120 zł/mkw. Energomontaż ze względu na obecną sytuację na rynku nieruchomości rozważa różne koncepcje dotyczące przyszłości posiadanego banku ziemi oraz portfela inwestycji deweloperskich. Niewykluczona jest m.in. odsprzedaż nieruchomości gruntowych podmiotom, które zaproponują atrakcyjne warunki. Obecnie posiadane grunty ujęte są w zapasach Spółki w wysokości 12,7 mln zł.

Nakłady inwestycyjne

Zarząd Spółki pracuje obecnie nad projekcją nakładów inwestycyjnych na najbliższe lata. Biorąc pod uwagę poziom środków pieniężnych w Grupie na koniec września br. (ok. 5 mln zł) oraz wzrost marż począwszy od 4 kw. 2007 roku (związany z zakończeniem rozpoznawania w rachunku wyników kontraktów podpisanych w EUR w latach 2005 – 2006, które w okresie ujęcia były już nierentowne), nakłady inwestycyjne w 2009 roku szacujemy na ok. 10 mln zł. Znaczną część środków Energomontaż zamierza przeznaczyć na dalszą modernizację zakładu produkcyjnego w Łagiszy, gdzie rozpoczęto budowę nowej hali (ok. 3 mln zł Spółka przeznaczy na ten cel w 2008 roku). Ponadto Spółka, ze względu na istotny przyrost portfela zamówień, zamierza również unowocześnić poprzez zakup nowych maszyn oraz urządzeń spawalniczych obecny park maszynowy.

Polityka zabezpieczeń

Spółka monitoruje bieżący poziom kursu walutowego i jego wpływ na rentowność danego kontraktu i na podstawie tych informacji podejmuje decyzje co do wielkości jaka będzie zabezpieczona na rynku terminowym. W celu zrealizowania marży na zakontraktowanym poziomie, w momencie podpisania umowy Spółka zawiera transakcję na rynku terminowym wykorzystując kontrakty terminowe typu forward. Na chwilę obecną kwota przepływów zabezpieczona tymi instrumentami wynosi 17,2 mln EUR, a okres realizacji zobowiązań wynikających z tych instrumentów kończy się w 1 kw. 2011. Średnia cena wykonania tych instrumentów wynosi 3,7 zł. Ukształtowanie kursu na obecnym poziomie (3,9 zł) powinno przełożyć się na rozpoznanie kosztów finansowych w wysokości 3,4 mln zł na przestrzeni tego okresu. Obecnie pozycja walutowa netto w EUR zabezpieczona jest 75%.

Wyniki finansowe Grupy

Energomontaż Południe może zaliczyć 3 kw. 2008 roku do udanych. Spółka zrealizowała sprzedaż na poziomie 71,9 mln zł, tj. 85,7% większym niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Zanotowała również znacznie lepszą rentowność na realizowanych kontraktach - marża brutto ze sprzedaży wyniosła 18,0% i po trzech kwartałach rentowność na tym poziomie kształtuje się w granicach 13,8%. Spółka zawdzięcza wyższą rentowność bardziej kompetentnej wycenie ofertowej kontraktów (Spółka zbiera deklaracje cenowe od potencjalnych podwykonawców i dostawców materiałów), jak również pozyskaniu eksportowych zleceń, gdzie głównym kosztem realizacji zlecenia była robocizna, której koszt jest wyższy w Niemczech o ok. 40% w przeliczeniu na roboczogodziny, stanowiła znaczną część zlecenia. Bez wątpienia wzrost kursu EUR/PLN w stosunku do poziomu, przy którym Spółka ofertowała kontrakty również przyczynił się do poprawy marż, choć część korzyści z tego tytułu w związku z polityką zabezpieczeń prowadzoną przez Spółkę, wpłynął na zwiększenie kosztów finansowych z tytułu różnic kursowych.

Tabela 5. Rachunek wyników Spółki w ujęciu kwartalnym

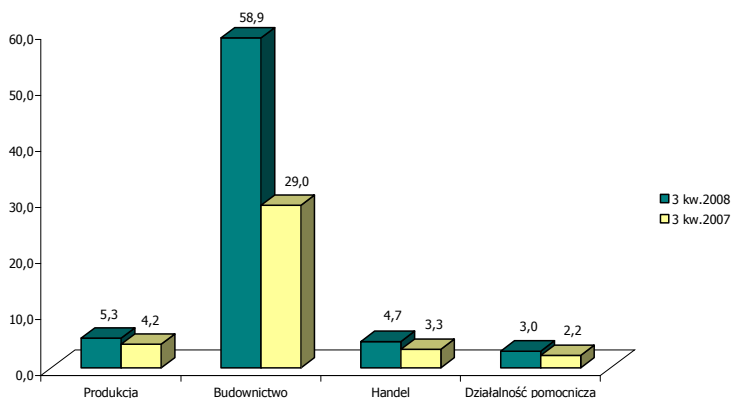
(mln zł)	2008				2007			
	1 kw.	2 kw.	3 kw.	1 - 3 kw.	1 kw.	2 kw.	3 kw.	1 - 3 kw.
Sprzedaż	39,20	64,84	71,91	175,95	35,42	33,99	38,73	108,14
zmiana r/r	10,6%	90,8%	85,7%	62,7%	-	-	-	-
Zysk brutto ze sprzedaży	4,08	6,36	12,96	23,40	2,07	-2,90	0,88	0,04
marża (%)	10,4%	9,8%	18,0%	13,3%	5,8%	-8,5%	2,3%	0,0%
Koszty zarządu	3,00	3,77	4,16	10,93	2,03	2,39	2,74	7,17
Zysk ze sprzedaży	1,07	2,58	8,80	12,46	0,03	-5,30	-1,87	-7,14
marża (%)	2,7%	4,0%	12,2%	7,1%	0,1%	-15,6%	-4,8%	-6,6%
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,33	0,62	-1,06	0,89	-0,07	1,29	0,26	1,48
EBIT	2,40	3,21	7,75	13,35	-0,04	-4,01	-1,62	-5,67
marża EBIT (%)	6,1%	4,9%	10,8%	7,6%	-0,1%	-11,8%	-4,2%	-5,2%
Wynik na pozostałej działalności finansowej	0,48	-0,91	-1,25	-1,69	0,13	1,38	0,16	1,67
Zysk brutto	2,88	2,29	6,49	11,66	0,09	-2,63	-1,46	-4,00
marża netto (%)	7,3%	3,5%	9,0%	6,6%	0,2%	-7,7%	-3,8%	-3,7%
Podatek dochodowy	2,34	0,58	2,71	5,63	0,00	0,55	0,17	0,72
Zysk netto	0,54	1,55	3,78	5,86	0,09	-3,17	-1,63	-4,71
marża netto (%)	1,4%	2,4%	5,3%	3,3%	0,2%	-9,3%	-4,2%	-4,4%

Źródło: Raporty finansowe Spółki

Tym samym w ciągu dziewięciu miesięcy przychody Grupy wyniosły 180 mln zł i były wyższe o 63,7 % w porównaniu analogicznym okresem poprzedniego roku. Zysk brutto dzięki wysokiej rentowności na tym poziomie w 3 kw. wyniósł 23,4 mln zł, a czysty zarobek w Spółce wyniósł 5,86 mln zł (z czego 1,6 mln zł pochodziło z Amontexu).

W trzecim kwartale istotnie wzrosła sprzedaż w segmencie budownictwo, w którym Spółka ujmuje usługi świadczone głównie dla sektora energetycznego oraz w mniejszym stopniu dla przemysłu koksowniczego, hutniczego, chemicznego i cementowniczego. Wyniosła ona ok. 60 mln zł i stanowiła ok. 82 % łącznych przychodów Spółki w tym okresie. Ponadto szacujemy, że ok. 5 mln zł z tej kwoty stanowiła sprzedaż mieszkań z zakończonego projektu we Wrocławiu.

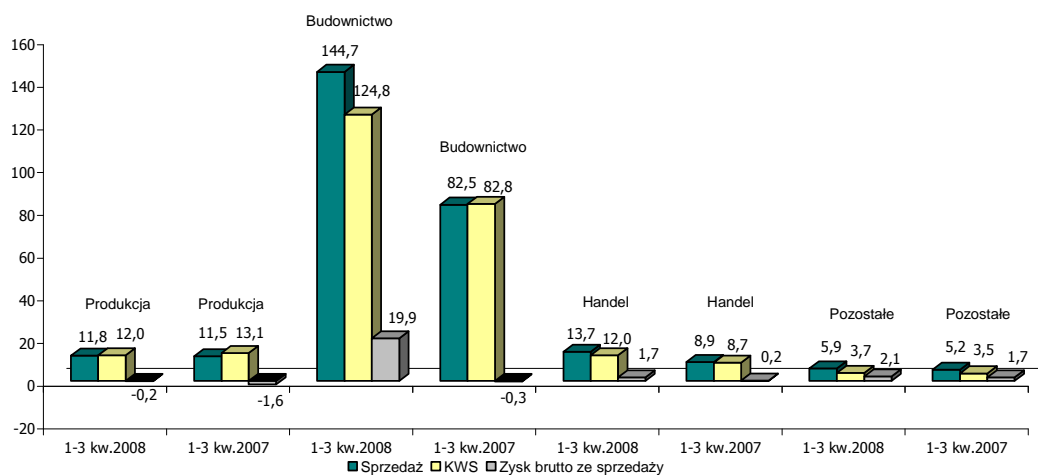
Tabela 6. Przychody ze sprzedaży poszczególnych segmentów



Źródło: Raporty finansowe Spółki

W porównaniu do roku 2007 struktura segmentowa sprzedaży nie zmieniła się istotnie w 2008 roku. Warto jednak zaznaczyć, że w sektorze budownictwa większy udział stanowiły przychody z tyt. realizacji projektów deweloperskich we Wrocławiu. Ponadto w bieżącym roku Spółka po trzech kwartałach notowała wyższą rentowność we wszystkich segmentach. Szczególnie widoczne jest to w segmencie budownictwo, gdzie w porównaniu z 2007 rokiem, kiedy Spółka zrealizowała niewielką stratę na poziomie rentowności brutto ze sprzedaży, w 2008 roku zanotowała marżę na poziomie 13,8.

Rysunek 2. Wyniki poszczególnych segmentów za 1-3 kw.



Źródło: Raporty finansowe Spółki

Tabela 7. Bilans Spółki w ujęciu kwartalnym

(mln zł)	2008						2007			
	3 kw.		2 kw.		1 kw.		4 kw.	3 kw.	2 kw.	1 kw.
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)					
AKTYWA	281,0	100,0%	255,8	100,0%	193,4	100,0%	209,8	208,7	183,4	132,6
zmiana kw./kw.	9,9%	-	32,2%	-	-7,8%	-	0,6%	13,8%	38,3%	-
Aktywa trwałe	85,3	30,3%	78,7	30,8%	49,4	25,6%	49,7	48,5	48,4	45,2
zmiana kw./kw.	8,4%	-	59,1%	-	-0,5%	-	2,4%	0,3%	7,1%	-
Wartości niematerialne i prawne	0,8	0,3%	0,3	0,1%	0,1	0,1%	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	27,7	9,8%	16,5	6,4%	1,1	0,6%	1,1	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	42,3	15,1%	41,7	16,3%	34,6	17,9%	34,8	34,5	34,4	33,0
Należności długoterminowe	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,1	0,1	0,1
Inwestycje długoterminowe	12,8	4,6%	12,6	4,9%	12,6	6,5%	12,6	12,6	12,4	10,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,6	0,6%	7,5	2,9%	1,0	0,5%	1,0	1,0	1,2	1,0
Aktywa obrotowe	195,7	69,7%	177,1	69,2%	144,0	74,4%	160,2	160,1	135,0	87,4
zmiana kw./kw.	10,5%	-	23,0%	-	-10,1%	-	0,0%	18,6%	54,4%	-
Zapasy	86,0	30,6%	76,5	29,9%	55,3	28,6%	61,1	68,4	48,0	38,2
Należności krótkoterminowe	103,7	36,9%	92,5	36,2%	61,4	31,8%	62,3	41,9	45,5	35,3
Inwestycje krótkoterminowe	6,0	2,1%	8,2	3,2%	27,3	14,1%	36,7	49,8	41,5	14,0
PASYWA	281,0		255,8		193,4		209,8	208,7	183,4	132,6
Kapitał własny	103,3	36,8%	87,7	34,3%	92,0	47,5%	106,9	71,1	72,8	39,2
zmiana kw./kw.	17,8%	-	-4,6%	-	-13,9%	-	50,3%	-2,3%	85,9%	-
(w tym: akcje własne)	-1,9	-0,7%	-1,3	-0,5%	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	177,7	63,2%	165,5	64,7%	101,5	52,5%	103,0	137,6	110,6	93,4
zmiana kw./kw.	7,4%	-	63,1%	-	-1,5%	-	-25,1%	24,4%	18,4%	-
Zobowiązania długoterminowe	56,4	20,1%	60,1	23,5%	16,4	8,5%	16,8	31,2	18,3	19,4
Zobowiązania krótkoterminowe	121,3	43,2%	105,4	41,2%	85,1	44,0%	86,2	106,3	92,3	74,0

Źródło: Raporty finansowe Spółki

Zapasy

W strukturze zapasów istotną pozycją jest produkcja w toku związana z działalnością deweloperską, której łączna wartość wynosi 49,4 mln zł oraz posiadane przez Spółkę grunty ujęte w wysokości 12,7 mln zł. Pozostała część tej pozycji 23,6 mln zł dotyczy prowadzonej działalności operacyjnej Spółki.

Zadłużenie w Grupie Kapitałowej

W sprawozdaniu za 3 kw. 2008 roku spółka zaprezentowała łączne zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek w kwocie 66,5 mln zł. Wszystkie kredyty denominowane są w PLN. Biorąc pod uwagę strukturę czasową zobowiązań oprocentowanych Spółki, 44,8 mln zł, czyli 63% tej sumy stanowią kredyty długoterminowe. Ponad połowę tej wartości (17 mln zł) stanowił kredyt zaciągnięty przez Spółkę na budowę biurowca we Wrocławiu, który w przypadku zrealizowania się jednej z opcji zakładanej przez zarząd tj. sprzedaży nieruchomości zostanie spłacony z osiągniętych wpływów. Kolejną istotną pozycją jest kredyt na zakup udziałów w spółce Amontex, który opiewa na 15 mln zł i termin jego spłaty rozłożono na pięć lat i przypada na 2012 rok. Ostatnią istotną pozycję stanowi zobowiązanie o wartości 7,6 mln zł, które w dużym udziale (85%) finansuje nabytą nieruchomość gruntową w Opolu. Kredyty krótkoterminowe, na które przypada 21,7 mln zł sumy zobowiązań oprocentowanych w większości finansują zapotrzebowanie Spółki na kapitał obrotowy.

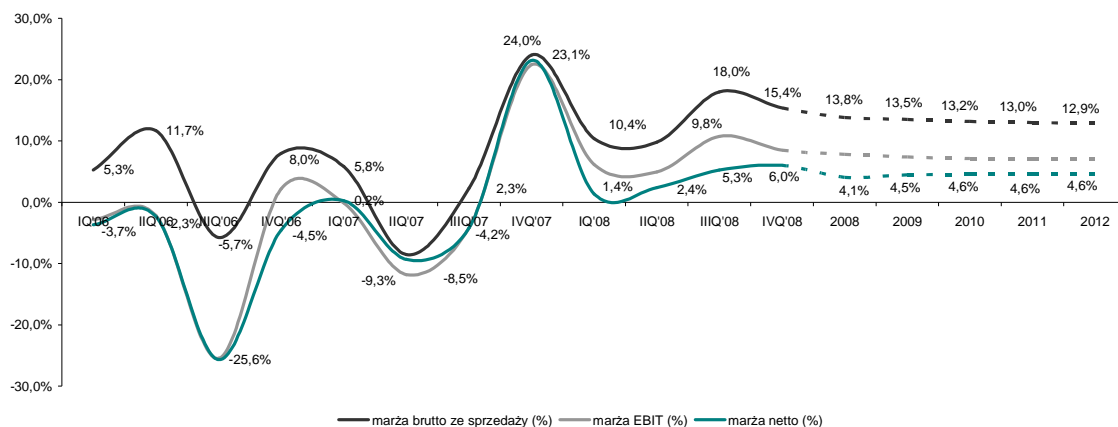
Prognoza wyników finansowych Grupy

W 2007 roku Grupa osiągnęła przychody w wysokości 232,3 mln zł, zysk operacyjny wyniósł 10,9 mln zł, a zysk netto 12,4 mln zł. Na zrealizowane wyniki istotny wpływ miała sprzedaż mieszkań we wrocławskim projekcie, którego ujęcie w rachunku wyników rozpoczęło się od 4 kw. 2007. Po wyeliminowaniu wpływu działalności deweloperskiej Spółka zrealizowałaby sprzedaż na poziomie 187,8 mln zł, zysk operacyjny zmniejszyłby się do wartości ok. 3 mln zł. Na rentowność spółki miał również wpływ dodatni wynik na pozostałej działalności inwestycyjnej (m.in. rozwiązanie części rezerw na należności i przyszłe zobowiązania oraz otrzymane kary umowne). Natomiast na niższym poziomie wpływ miało również rozwiązanie rezerw z tytułu pożyczki na kwotę 4,7 mln zł oraz zysk i wycena walutowych transakcji terminowych, co dało spółce dodatkowe 2,9 mln zł.

W bieżącym roku prognozujemy przychody na poziomie 236 mln zł, wzrost rentowności brutto ze sprzedaży do 13,8% i wypracowanie 22,8 mln zł EBITDA (amortyzacje przyjęto w wysokości 4,4 mln zł). Na rentowność na niższych poziomach będą wpływały koszty obsługi zadłużenia (saldo na działalności finansowej -3,1 mln zł). Spółka powinna zrealizować zysk netto na poziomie 9,7 mln zł (rentowność netto 4,1%).

W okresie 2008 – 2017 średnioroczny wzrost przychodów założyliśmy na poziomie 8,2%. Założony przez nas poziom marż na poszczególnych poziomach prezentuje poniższa tabela.

Rysunek 3. Prognozowana rentowność Spółki



Źródło: BM BGZ S.A.

Wycena DCF

Szacując wartość Spółki w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy, iż wartość Spółki Piecobiogaz wynosi **153,3 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **3,17 zł**.

Tabela 8. Model wyceny DCF

(mln zł)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	>2017E
Przychody	236,7	286,2	326,4	372,8	417,5	450,9	475,7	490,0	502,3	514,8	
zmiana r/r	-	20,9%	14,1%	14,2%	12,0%	8,0%	5,5%	3,0%	2,5%	2,5%	
EBITDA	22,9	26,8	29,7	33,3	36,9	39,3	41,0	41,3	41,8	42,8	
EBIT	18,5	21,1	23,3	26,2	29,1	30,8	31,9	31,3	31,0	32,1	
Efektywna stopa podatkowa (%)	37,2%	23,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
NOPLAT	11,6	16,2	18,2	20,4	22,7	24,1	24,9	24,4	24,2	25,1	
Amortyzacja	1,3	5,7	6,4	7,1	7,8	8,5	9,1	9,9	10,8	10,7	
CAPEX	1,1	10,7	8,8	8,1	7,6	8,3	8,9	10,1	11,0	10,9	
Inwestycje w kapitał obrotowy	21,4	7,3	6,6	7,7	7,7	3,8	3,6	0,8	0,4	0,4	
FCFF	-9,6	3,9	9,2	11,8	15,1	20,5	21,5	23,5	23,6	24,5	26,1
dynamika FCF (%)	-	-	133,2%	28,3%	28,5%	35,5%	4,9%	9,4%	0,3%	3,8%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Beta (β)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Koszt kapitału	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt długu po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	
kapitał własny (%)	66,8%	68,1%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%	
dług (%)	33,2%	31,9%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
WACC (%)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
DFCF	-9,5	3,6	7,5	8,8	10,3	12,6	12,0	12,0	10,9	10,3	
Suma DFCF	78,4										
Wartość rezydualna (TV)	345,7										
Zdyskontowana TV	145,4										
Wartość firmy	223,9										
Dług netto	70,6										
Wartość kapitału własnego	153,3										
Wartość kapitału własnego po emisji	153,3										
Liczba akcji po emisji serii D (mln szt.)	48,4										
Wartość 1 akcji 17/12/08 (zł)	3,17										

Nominalna stopa wzrostu FCF po okresie szczegółowej prognozy = 2,5%

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Tabela 9. Analiza wrażliwości zmiany rezydualnej stopy wzrostu oraz zmiany WACC na wycenę

(zł)	Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2017 (p.p.)						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
-1,5%	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56
-1,0%	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02
-0,5%	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56
Zmiana WACC (p.p.)							
0,0%	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17
0,5%	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82
1,0%	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52
1,5%	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25

Źródło: BM BGZ S.A.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą, bazując na trzech wskaźnikach (P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA), oparliśmy na podstawie trzech krajowych spółek publicznych. Grupę porównawczą stanowiły spółki o najbardziej zbliżonym naszym zdaniem profilu działalności do Energomontaż Południe - Energomontaż Północ, Polimex - Mostostal oraz Mostostal Warszawa. Zarówno wymienionym mnożnikom, jak i kolejnym okresom porównawczym nadaliśmy równe wagi.

Według takiego podejścia, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E wycena akcji Energomontażu kształtuje się w przedziale **2,5 - 4,6 zł**, biorąc pod uwagę wskaźnik EV/EBIT wycena kształtuje się w przedziale **2,3 - 2,4 zł**, natomiast analizując wskaźnik EV/EBITDA wycena akcji Piecobiogazu kształtuje się w przedziale **2,5- 5,3 zł**. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie **142,4 mln zł**, czyli **3,05 zł** na akcję.

Tabela 10. Wycena porównawcza

Spółka	MC	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
		2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
ENERGOMONTAŻ PÓŁNOC	182,00	36,5	12,5	9,7	89,5	9,7	7,8	22,7	7,4	5,8
POLIMEX MOSTOSTAL	1 448,80	14,5	12,6	10,8	12,7	9,0	7,8	20,3	17,6	15,1
MOSTOSTAL WARSZAWA	1 040,00	17,7	12,6	11,0	15,1	9,2	7,9	11,3	7,6	6,8
MEDIANA		17,7	12,6	10,8	15,1	9,2	7,8	20,3	7,6	6,8
ENERGOMONTAŻ POŁUDNIE		11,6	12,3	10,6	15,4	11,3	10,0	11,1	9,1	7,9
premija/dyskonto		-34,9%	-1,8%	-2,1%	1,8%	22,7%	28,0%	-45,1%	19,5%	16,7%
EV					165,2	170,0	165,6	306,3	174,6	181,6
Kapitalizacja (MC)		220,7	121,7	138,7	114,6	116,1	113,1	255,7	120,7	129,1
Implikowana cena 1 akcji (zł)		4,6	2,5	2,9	2,4	2,4	2,3	5,3	2,5	2,7
Wagi dla wskaźników		33%			33%			33%		
Wycena (tys. zł)		147,82								
Wycena 1 akcji (zł)		3,05								

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Prognoza wyników i wskaźników na lata 2008 -2012

Poniżej przedstawiamy prognozy wyników finansowych spółki Energomontaż Południe, na których oparta została wycena Spółki.

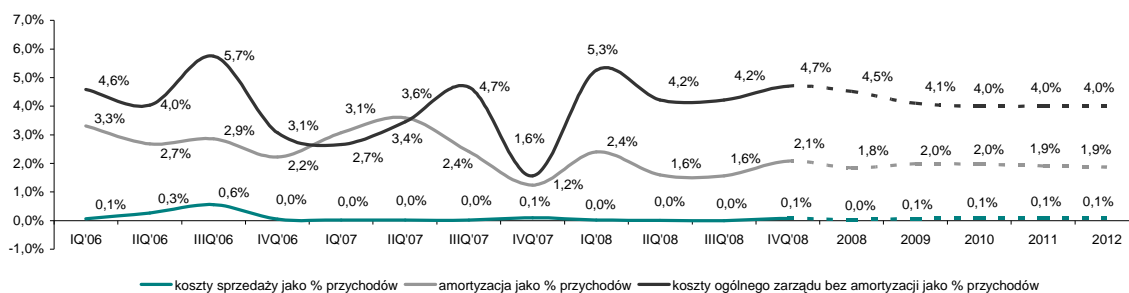
Tabela 11. Prognoza rachunku zysków i strat

(mln zł)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Przychody netto	127,4	232,3	236,7	286,2	326,4	372,8	417,5
zmiana r/r	-	82,4%	1,9%	20,9%	14,1%	14,2%	12,0%
Przychody ze sprzedaży produktów oraz przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	127,4	232,3	236,7	286,2	326,4	372,8	417,5
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	121,0	214,5	203,9	247,5	283,4	324,3	363,7
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów oraz wartość sprzedanych towarów i materiałów	121,0	214,5	203,9	247,5	283,4	324,3	363,7
Zysk brutto na sprzedaży	6,4	17,8	32,8	38,7	43,0	48,5	53,9
marża brutto na sprzedaży	5,0%	7,7%	13,8%	13,5%	13,2%	13,0%	12,9%
Koszty sprzedaży	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
zmiana r/r	-	-68,1%	-30,9%	199,8%	20,9%	14,1%	14,2%
Koszty ogólnego zarządu	8,8	9,2	15,1	17,4	19,5	22,0	24,5
zmiana r/r	-	4,7%	62,8%	15,6%	11,9%	13,1%	11,2%
EBITDA	-5,0	15,1	22,9	26,8	29,7	33,3	36,9
EBIT	-8,4	10,9	18,5	21,1	23,3	26,2	29,1
marża operacyjna	-6,6%	4,7%	7,8%	7,4%	7,1%	7,0%	7,0%
Saldo na działalności finansowej	-0,6	5,7	-3,1	-4,5	-4,2	-4,3	-4,3
Zysk brutto	-9,0	16,6	15,4	16,7	19,1	22,0	24,9
marża brutto	-7,1%	7,1%	6,5%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%
Podatek dochodowy	2,5	4,2	5,7	3,8	4,2	4,8	5,5
Efektywna stopa podatkowa	-	25,0%	37,2%	23,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Zysk netto	-11,5	12,4	9,7	12,8	14,9	17,1	19,4
marża netto	-9,0%	5,4%	4,1%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Rysunek 4. Kształtowanie się kosztów jako % przychodów



Źródło: BM BGZ S.A.

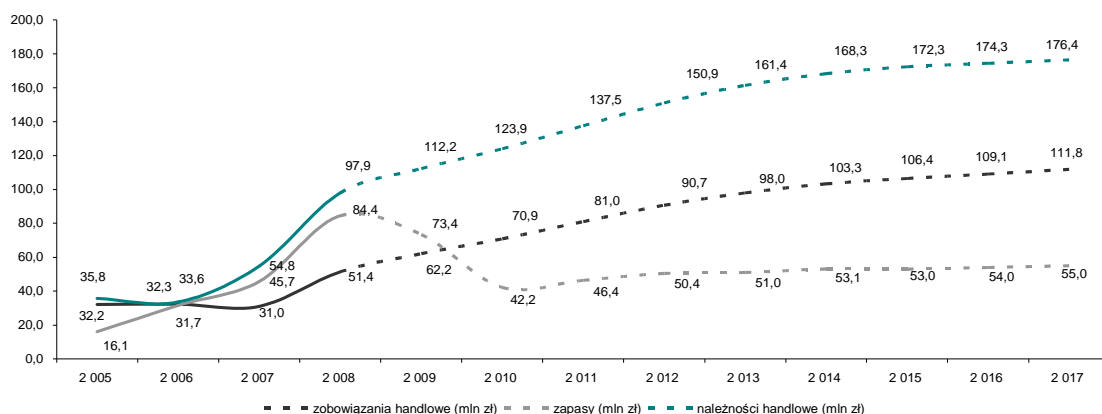
Tabela 12. Prognoza bilansu

(mln zł)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
AKTYWA	132,5	193,8	280,7	296,8	316,4	338,8	362,2
Aktywa trwałe	44,1	49,7	85,1	90,1	92,5	93,4	93,2
Wartości niematerialne i prawne	0,3	1,2	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1
Wartość firmy	0,2	1,1	27,7	27,7	27,7	27,7	27,7
Rzeczowe aktywa trwałe	32,0	34,8	42,2	47,1	49,4	50,3	50,1
Aktywa obrotowe	88,4	144,1	195,7	206,7	224,0	245,3	269,0
Zapasy, w tym:	31,7	45,7	84,4	88,3	91,9	96,1	100,1
działalność podstawowa	16,9	11,0	22,0	25,9	29,5	33,7	37,7
działalność deweloperska	18,7	22,2	62,4	62,4	62,4	62,4	62,4
Należności handlowe	43,9	61,6	71,1	85,4	97,1	110,7	124,1
Inwestycje krótkoterminowe	12,8	36,7	13,3	6,2	8,2	11,7	17,9
PASYWA	132,5	193,8	280,7	297,4	317,3	339,6	363,0
Kapitał własny	39,1	91,4	107,0	116,6	127,3	139,5	153,2
Kapitał zakładowy	32,3	65,3	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Kapitał zapasowy	26,5	19,1	38,8	45,3	53,9	63,9	75,4
Zyski zatrzymane	-12,4	3,3	9,7	12,8	14,9	17,1	19,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	93,4	102,4	173,8	180,8	190,0	200,1	209,8
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	17,7	16,8	38,3	34,3	34,8	34,8	34,8
Kredyty i pożyczki	8,1	4,7	34,8	29,8	29,8	29,8	29,8
Inne zobowiązania finansowe	1,6	2,7	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	75,8	85,5	95,4	106,4	115,1	125,2	134,9
Zobowiązania handlowe	32,3	31,0	51,4	62,2	70,9	81,0	90,7
Kredyty i pożyczki	2,8	15,0	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7
Inne zobowiązania finansowe	1,3	2,0	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Rysunek 5. Prognoza kapitału obrotowego



Źródło: BM BGŻ S.A.

Na powyższym rysunku przedstawiliśmy prognozę kapitału obrotowego Spółki. Jedynie pozycja zapasów różni się od tej zaprezentowanej w sprawozdaniach pro forma, ze względu na nieuwzględnienie prognozy w zakresie wykorzystania aktywów związanych z działalnością deweloperską. Naszym zdaniem Spółka sfinalizuje transakcję sprzedaży biurowca we Wrocławiu w 2009 roku, gdyż zdaniem Spółki rozmowy w tej sprawie są bardzo zainteresowane. W 2009 roku przyjęliśmy również, że Spółka będzie kontynuowała budowę I etapu inwestycji mieszkaniowej w Katowicach, a nakłady wyniosą ok. 40 mln zł. Obecnie zakończył się etap zbrojenia gruntu i wykonania fundamentów. Spółka planuje jeszcze w tym roku pozyskać finansowania na ten projekt (w tej chwili prowadzone są bardzo zaawansowane rozmowy z jednym z banków). Według przyjętych przez nas założeń sprzedaż lokali rozpoczęłaby się w 2009 roku, z tym że na rok 2009 zakładamy sprzedaż nie większą niż 30% inwestycji, a kolejne 70% w 2010. Poczynając od 2011 w pozycji zapasy pozostaną jedynie grunty 12,7 mln zł, resztę wartości powinny stanowić zapasy związane z działalnością operacyjną.

Tabela 13. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

(mln zł)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Przepływy netto z działalności operacyjnej	7,5	-28,8	-6,6	15,7	19,0	20,8	23,7
Zysk netto	-11,5	12,4	9,7	12,8	14,9	17,1	19,4
Amortyzacja	3,4	4,2	4,4	5,7	6,4	7,1	7,8
Zmiana stanu zapasów	-15,5	-14,0	1,5	-3,8	-3,6	-4,2	-4,0
Zmiana stanu należności	-6,75	-20,63	-13,03	-14,26	-11,70	-13,59	-13,40
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	28,8	-14,1	27,7	10,8	8,7	10,1	9,7
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-3,4	8,0	-41,4	-10,4	-8,6	-7,8	-7,4
Nakłady inwestycyjne, w tym:	-0,1	-0,1	-10,7	-10,7	-8,8	-8,1	-7,6
wartości niematerialne i prawne	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	-10,4	-10,4	-8,5	-7,6	-7,0
aktywa finansowe	0,0	0,0	33,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy netto z działalności finansowej	4,9	44,0	24,6	-12,3	-8,5	-9,4	-10,2
Wpływy netto z emisji akcji	0,0	35,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaciągnięcie kredytów oraz innych zobowiązań fin	-19,1	-56,0	-74,2	-1,3	-0,5	0,0	0,0
Splata kredytów oraz innych zobowiązań fin.	14,0	47,2	39,8	5,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	-4,3	-3,2	-4,2	-4,9	-5,7
Odsetki	0,0	0,0	-3,6	-5,4	-4,8	-4,5	-4,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	9,0	23,3	-23,4	-7,0	1,9	3,6	6,2
Środki pieniężne na początek okresu	3,0	12,0	35,3	12,0	4,9	6,8	10,4
Środki pieniężne na koniec okresu	12,0	35,3	12,0	4,9	6,8	10,4	16,6

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

W 2008 roku Spółka przeznaczyła 4,4 mln zł (0,1 zł na akcję) na wypłatę dywidendy. W modelu założyliśmy, iż 1/3 zysku w kolejnych latach prognozy będzie przeznaczona na ten cel.

Tabela 14. Wskaźniki i dynamiki

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
zmiana przychód netto ze sprzedaży (r/r)	4,7%	82,4%	1,9%	20,9%	14,1%	14,2%	12,0%
Zmiana EBITDA (r/r)	-	-404,5%	51,7%	16,9%	11,1%	11,9%	10,7%
Zmiana EBIT (r/r)	-757,8%	-230,3%	69,5%	13,9%	10,5%	12,2%	11,0%
Zmiana zysku netto (r/r)	-553,1%	-208,6%	-22,1%	32,4%	16,4%	14,7%	13,2%
Marża brutto na sprzedaży	5,0%	7,7%	13,8%	13,5%	13,2%	13,0%	12,9%
Marża EBIT	-2,1%	3,7%	7,5%	7,4%	7,1%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	-3,9%	6,5%	9,7%	9,4%	9,1%	8,9%	8,8%
Marża zysku netto	-9,0%	5,4%	4,1%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%
Rentowność operacyjna aktywów	-6,3%	5,6%	6,6%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
Rentowność majątku (ROA)	-8,6%	6,4%	3,5%	4,3%	4,7%	5,0%	5,3%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	-29,3%	13,6%	9,1%	11,0%	11,7%	12,3%	12,7%
Wskaźnik zadłużenia ogółem	70,5%	52,8%	61,9%	60,8%	59,9%	58,9%	57,8%
Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym	29,5%	47,2%	38,1%	39,3%	40,2%	41,2%	42,3%
Pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym	0,9	1,8	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	1,3	2,2	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
Wskaźnik ogólnej płynności	1,2	1,7	2,1	1,9	1,9	2,0	2,0
Wskaźnik szybkiej płynności I	0,7	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3
Wskaźnik szybkiej płynności II	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik zdolności do generowania środków pieniężnych działalności operacyjnej	27,8%	-37,3%	89,5%	91,1%	96,1%	98,7%	98,9%
Zysk netto do przepływów operacyjnych	-119,4%	-57,6%	87,5%	106,4%	100,9%	105,6%	104,8%
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	5,5%	-11,7%	7,4%	5,5%	5,8%	5,6%	5,7%
Wskaźnik obrotowości aktywów trwałych	4,0	6,7	5,6	6,1	6,6	7,4	8,3
Wskaźnik obrotowości aktywów	1,0	1,2	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2
Rotacja zapasów (w dniach)	68,5	60,8	100,4	110,1	100,7	92,0	85,8
Rotacja należności (w dniach)	122,2	82,9	102,4	99,8	102,0	101,7	102,6
Cykl operacyjny (w dniach)	190,7	143,7	202,7	209,9	202,7	193,7	188,4
Rotacja zobowiązań niefinansowych (w dniach)	92,4	49,7	78,7	97,4	96,3	93,5	92,2
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	98,3	94,0	124,1	112,5	106,4	100,2	96,2

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 15. Wskaźniki rynkowe dla wartości z wyceny

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
EPS	-0,26	0,28	0,20	0,27	0,31	0,35	0,40
DPS	-	-	0,10	0,07	0,09	0,10	0,12
BVPS	0,89	2,08	2,21	2,41	2,63	2,88	3,17
P/E	-	11,6	16,3	12,3	10,6	9,2	8,2
P/CE	-	8,7	14,4	8,5	7,4	6,5	5,8
P/BV	3,7	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0
P/S	1,1	0,6	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	-	11,1	9,1	7,9	7,1	6,2	5,4
EV/EBIT	-	15,4	11,3	10,0	9,0	7,9	6,9
EV/S	1,2	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5
Cena docelowa (zł)	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
Liczba akcji (mln)	44,00	44,00	48,39	48,39	48,39	48,39	48,39
MC (mln zł)	143,7	143,7	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1
EV (mln zł)	157,5	168,1	208,7	212,0	210,6	207,0	200,8

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%);
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Slabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Slabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**