9 marca 2012 **Komentarz specjalny** BRE DOM INWESTYCYJNY

Budownictwo

Polska

PBG

PBG PW; PBGG.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Szansa na inwestora strategicznego?

Obecna cena: 54,0 PLN; Cena docelowa: 78,5 PLN

Grupa PBG opublikowała projekty uchwał na NWZA, które zakładają możliwość emisji akcji lub obligacji zamiennych. Liczba wyemitowanych akcji wyniesie maksymalnie 14,3 mln (obecna liczba akcji: 14,3 mln). Wartość wyemitowanych obligacji to maksymalnie 1,2 mld PLN (co implikuje cenę emisyjną = 84 PLN; +55% do ceny rynkowej). Prezes PBG deklaruje, że plany emisji związane są z chęcią pozyskania inwestora strategicznego. Naszym zdaniem prawdopodobnie chodzi o duży koncern hiszpański (ACS, OHL, FCC). Widzimy dwie możliwości: a) PBG uda się pozyskać inwestora strategicznego; emisja walorów z premią do wyceny rynkowej pozwoli na wzrost kursu PBG; b) nie uda się pozyskać inwestora strategicznego, wielkość emisji zostanie ograniczona do kwoty niezbędnej, aby utrzymać dług netto / EBITDA 2012 poniżej 3,0 (wstępnie szacujemy, że jest to około 200-300 mln PLN). W takim wariancie akcje PBG też są atrakcyjne. W krótkim terminie kurs PBG może dyskontować dwa ryzyka: a) ogłoszenie emisji może być źródłem obaw o wyniki i bilans PBG (możliwe straty na kontraktach drogowych; 900 mln PLN długu do przedłużenia w H2 2012); b) wielkość emisji nie będzie znana aż do NWZA (3 kwietnia 2012). Oba czynniki, a szczególnie niepewność co do ceny i wielkości emisji utrudniają wycenę PBG. Jesteśmy w trakcie aktualizacji zalecenia inwestycyjnego. Przedstawiamy je w najbliższych dniach, wraz ze zaktualizowaną wyceną, analizą wrażliwości wyceny na cenę i wielkość emisji, analizą możliwości zbycia zbędnych aktywów w Grupie PBG. Wstępnie, wariant pozyskania inwestora strategicznego wydaje nam się najbardziej prawdopodobny. Zwracamy uwagę na możliwość emisji akcji do inwestora strategicznego z dużą premią do cen rynkowych. Widzimy duży potencjał do rozwoju w segmencie energetyki, gazu i ropy oraz zbycia aktywów pozaoperacyjnych. W efekcie, zalecalibyśmy wykorzystywanie dalszych spadków kursu PBG do zwiększania zaangażowania w akcje spółki.

Dlaczego PBG może być atrakcyjne?

Spółka działa w interesujących i perspektywicznych segmentach (gaz ziemny, ropa naftowa, energetyka) oraz ciekawie przedstawia się sytuacja bilansowa firmy.

- Kapitał obrotowy, który definiujemy jako zobowiązania minus należności, wyniósł na koniec 2011 roku 788 mln PLN. Można zakładać, że po zakończeniu kontraktów drogowych wykorzystanie kapitału obrotowego spadnie i do PBG powróci gotówka (2008: kapitał obrotowy = 939,1 mln PLN, 2010: kapitał obrotowy = 412,3 mln PLN).
- Grupa PBG ma bardzo wiele zbędnych aktywów, które można zamienić na gotówkę (nieruchomości inwestycyjne: 374,8 mln PLN, pozostałe aktywa finansowe: 120 mln PLN, pożyczki udzielone: 493 mln PLN).
- Już te 3 wymienione pozycje dają łącznie 1,7 mld PLN. Można zakładać oczywiście, że część wycen jest zawyżona, bądź Grupa PBG zbyt optymistycznie zaksięgowała wycenę kontraktów. Niemniej, nawet przyłożenie do kwoty 1,7 mld PLN 20% dyskonta, daje kwotę 1,36 mld PLN (dług netto Grupy PBG o który wszyscy wyrażają obawy: 1,46 mld PLN). Problem jedynie z szybką zamianą wybranych aktywów i kapitału obrotowego na gotówkę.

Ważne daty dla Grupy PBG

Do czasu NWZA (3 kwietnia 2012), kurs PBG może zachowywać się spekulacyjnie (duża wrażliwość wyceny na założenia co do ceny i wielkości emisji). Można wskazać kilka dat, które w znacznym stopniu będą wpływać na kurs PBG:
a) 20 marca 2012: wyniki kwartalne Mostostalu Warszawa - bardzo słabe wyniki spółki mogą rodzić obawy o wynik PBG i Polimexu na kontraktach drogowych. Z kolei wyniki lepsze bądź zbliżone do naszych oczekiwań będą te obawy studzić;
b) 30 marca 2012: proces w Sądzie Okręgowym ws. odrzucenia odwołania Alstomu w KIO - uważamy, że sąd nie uzna powództwa Alstomu, tzn. będzie to wiadomość pozytywna dla Rafako i pośrednio dla PBG;
c) 3 kwietnia 2012: data NWZA, na którym zostanie ustalona wielkość emisji w PBG oraz sama emisja zostanie zatwierdzona;
d) Q2 2012 (data nie określona) - publikacja prognozy PBG na rok 2012;
e) Q2 2012: konieczność przedłużenia 100 mln PLN zadłużenia;
f) 29 kwietnia 2012 - otwarcie kopert w przetargu na budowę bloku energetycznego w Kozienicach (5,6 mld PLN);
g) H2 2012 - konieczność przedłużenia 900 mln PLN zadłużenia (Q3 2012: 450 mln PLN, Q4 2012: 450 mln PLN).

Oprócz tego można wymienić potencjalne zdarzenia, do których daty trudno przyporządkować:
- możliwość osiągnięcia porozumienia z Alstomem ws. kwoty pobranej od Rafako (135 mln PLN);
- możliwość upadłości wybranych konkurencyjnych spółek z sektora drogowego (ewentualny negatywny wpływ na skłonność banków do kredytowania PBG).

Ryzyka na kontraktach drogowych vs. covenanty

Problemem w PBG jest połączenie ryzyka możliwych strat na kontraktach drogowych z ryzykiem naruszenia covenantów (dług netto / EBITDA = 4,0). Ryzyko naruszenia covenantów występuje dopiero w Q3 2011 (jeszcze nie w Q2 2011, z uwagi na zmianę zasad księgowości, dotyczących klasyfikacji zysków z inwestycji i wycen aktywów). Ryzyko strat na kontraktach drogowych może dodatkowo negatywnie wpływać na EBITDA. Sądzimy, że możliwe rozpoznanie strat na kontraktach drogowych może nastąpić dopiero w Q4 2012 (zakończenie kontaktów, spadek zadłużenia oraz przedłużenie kredytów PBG).

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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 Zybała 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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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 księgowa*
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 księgowa) - 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.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.