

**Budownictwo**

Polska

PBG

PBG PW; PBGG.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

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

NWZA akceptuje emisję obligacji zamiennych

Obecna cena: 39,19 PLN; Cena docelowa: 67,4 PLN

NWZA zaakceptowało projekt emisji obligacji zamiennych na akcje. Zrezygnowano z projektu emisji akcji. Emisja obligacji, na kwotę maksymalnie 1,2 mld PLN, zostanie podzielona na 12 transz. Uważamy, że podział emisji na transze daje PBG większe możliwości dostosowania emisji obligacji do faktycznych potrzeb płynnościowych. Emisja obligacji najwcześniej będzie mieć miejsce w czerwcu, co związane jest z koniecznością przygotowania prospektu emisyjnego. Cena konwersji, jak i data zapadalności papierów będzie wyznaczona przed emisją przez zarząd i podlegać będzie ocenie rady nadzorczej. Do 5-osobowej rady nadzorczej dołączyło 2 nowych członków, reprezentujących największych akcjonariuszy instytucjonalnych (ING OFE, Pioneer TFI). Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że emisje obligacji będą dokonywane, jeśli zajdzie ku temu faktyczna potrzeba. Widzimy trzy główne „wydarzenia”, wymagające pozyskania kapitału: uregulowanie opóźnionych płatności podwykonawcom na Stadionie Narodowym (100 mln PLN), uregulowanie opóźnionych płatności na A1 (50-100 mln PLN), przedłużenie obligacji wartych 375 mln PLN (zapadalność: koniec lipca 2012). Jeśli potrzeby te uda się pokryć w inny sposób, przed zaplanowaną emisją obligacji zamiennych (czerwiec), do emisji może nie dojść. Widzimy kilka innych ścieżek pozyskania finansowania: porozumienie z NCS ws. płatności na Stadionie Narodowym, otrzymanie finansowania celowego na realizację prac na A1 od banków, pozyskanie gotówki ze sprzedaży nieruchomości (Skalar Office, Galeria Kujawska, PBG Erigo; około 310 mln PLN). Cel pozyskania inwestora strategicznego, który zrefinansowałby przeważającą większość zadłużenia PBG jest aktualny. Realnie potrwa to jednak około pół roku (negocjacje, due diligence,...). Oznacza to, że wejście inwestora strategicznego do PBG jest możliwe po wakacjach. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Główne potrzeby finansowe Grupy PBG

Bezpośrednią przyczyną planowanej emisji obligacji są naszym zdaniem opóźnienia PBG w płatnościach dla podwykonawców, jakie Grupa notuje w ramach realizacji budowy Stadionu Narodowego oraz odcinków autostrady A1. W przypadku Stadionu Narodowego, chodzi o płatności głównie za prace dodatkowe, konieczne do realizacji Stadionu, nie objęte jednak umową. Przedmiotem dyskusji jest naszym zdaniem głównie wysokość stawek, jakie należy przyjąć za prace dodatkowe (inwestor: stawki z podpisanego kontraktu; wykonawca: stawki z dnia realizacji prac). Uważamy, że na Stadionie Narodowym możliwe jest porozumienie, które pozwoli NCS najpierw uregulować zobowiązania PBG wobec podwykonawców, a następnie kontynuować negocjacje co do pozostałych roszczeń (łącznie: 200 mln PLN, z tego 100 mln PLN należne podwykonawcom).

Kontrakty na A1 nie mają finansowania dłużnego, w przeciwieństwie do realizowanych prac na A4. W dodatku, kontrakty te, bez uwzględnienia roszczeń wobec GDDKiA, prawdopodobnie przynoszą PBG straty. Istnieje szansa, że mimo to PBG uda się pozyskać finansowanie bankowe na pokrycie opóźnionych płatności wobec podwykonawców (50-100 mln PLN). Decyzja banków mogłaby zapaść w ciągu miesiąca.

Grupa PBG także musi w 2012 roku przedłużyć 375 mln PLN obligacji, które zapadają pod koniec lipca. Planowana emisja obligacji zamiennych na akcje może pomóc je zrefinansować. Alternatywą jest pozyskanie środków ze sprzedaży nieruchomości:

- Galeria Kujawska (umowa przedwstępna, wpłynęło już 20 mln PLN, pozostałe około 35 mln PLN powinno wpłynąć w sierpniu/wrześniu, gdy inwestycja pozyska pozwolenie na budowę; prace budowlane do wykonania przez Hydrobudowę, uwzględnione w cenie sprzedaży inwestycji szacujemy na 67 mln PLN).
- Biurowiec Skalar Office (wartość bilansowa: 115 mln PLN, sprzedaż przedmiotem negocjacji).
- PBG Erigo (wartość bilansowa: 145 mln PLN, sprzedaż przedmiotem negocjacji).

Możliwe straty na kontraktach drogowych

Przykłady DSS, Mostostalu Warszawa i Poldimu pokazują, że na kontraktach drogowych możliwe jest poniesienie straty EBIT sięgającej 14-19% wartości kontraktu. Strata ta nie uwzględnia roszczeń w stosunku do inwestora. Gdyby Grupa PBG miała zaprezentować porównywalne straty, ich wielkość oscylowałaby między 256 a 348 mln PLN. Z drugiej strony, kara za odstąpienie od kontraktu drogowego to 10% wartości kontraktu brutto. W przypadku PBG jest to około 215 mln PLN. Do kwoty tej należałoby doliczyć sporne kwoty, nie rozliczone w momencie wypowiedzenia umowy przez PBG. Straty te naszym zdaniem są już uwzględnione w bilansie kapitału obrotowego PBG.

Odwroćenie negatywnego kapitału obrotowego na kontrakcie w Opolu

Wariant dywidendy wypłaconej z Rafako nie był nigdy przedmiotem dyskusji, można go jednak rozważyć. Poziom gotówki netto w Rafako utrzymuje się na poziomie około 100 mln PLN. Widzimy także szansę, że odwróci się negatywny kapitał obrotowy w ramach kontraktu na budowę bloków energetycznych w Opolu. Sąd Okręgowy w Łodzi odrzucił odwołanie Alstomu, w związku z tym nic nie stoi naszym zdaniem na drodze do zamiany przez Rafako gwarancji zwrotu zaliczki,

pokrytych gotówką z kredytu, na właściwe gwarancje bankowe, nie rozpoznawane jako dług. Odwrócenie negatywnego kapitału obrotowego może przynieść Rafako poprawę pozycji gotówki netto o 125 mln PLN. Kwestię tą opisaliśmy w raporcie analitycznym.

Należności нефактуrowane

Dużo emocji budzi kwestia wysokich należności нефактуrowanych w PBG. W tym celu załączamy dodatkową analizę pozycji „należności z tytułu umów o usługę budowlaną”. Na koniec 2011 roku pozycja ta wzrosła do 1,22 mld PLN, wzrost ten w przeważającej części wynikał jednak z konsolidacji Rafako (w Rafako pozycja ujęta w dużym stopniu w rozliczeniach międzyokresowych). Zwracamy też uwagę, że porównywalny wzrost należności нефактуrowanych miał już miejsce w 2009 roku i związany był z realizacją kontraktów ekologicznych. Pozycja ta wówczas nie wywoływała zaniepokojenia rynku.

Ewolucja pozycji z tytułu należności нефактуrowanych; 2008-2010

(mln PLN)	2008		2009				2010			
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Należności z tytułu umów o usługę budowlaną	649,2	783,9	878,2	960,5	857,9	725,6	833,0	714,7	754,0	393,6
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	695,0	728,1	669,2	723,1	930,6	1112,2	636,4	868,6	890,7	1327,2
Należności z tytułu podatku odroczonego	0,7	1,0	4,2	5,6	1,7	3,4	11,9	3,3	4,6	7,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	20,4	16,5	17,3	19,4	21,6	24,2	20,7	19,5	28,2	54,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	505,0	539,7	557,0	673,7	886,3	986,9	631,7	1193,8	835,5	1193,8
Zobowiązania z tytułu umowy o usługę budowlaną	27,7	15,0	42,1	31,6	45,6	60,5	72,9	89,6	102,8	89,6
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	14,1	21,2	0,6	3,4	10,8	25,9	1,6	28,6	19,1	28,6
Zobowiązania i rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	0,4	6,8	0,9	1,3	1,4	6,3	25,8	29,7	29,9	29,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	7,6	2,8	7,3	9,9	7,7	3,5	3,0	17,9	3,9	17,9
Należności	1365,3	1529,5	1569,0	1708,5	1811,8	1865,3	1502,1	1606,1	1677,5	1783,2
Zobowiązania	554,8	585,6	607,9	719,9	951,8	1083,0	735,0	1359,7	991,1	1359,7
Różnica	810,5	943,9	961,1	988,6	860,0	782,3	767,1	246,4	686,5	423,5

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

Ewolucja pozycji z tytułu należności нефактуrowanych; 2011

(mln PLN)	2011				2011; korekty *	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q3K	Q4K
Należności z tytułu umów o usługę budowlaną	511,0	802,5	936,3	1224,8	892,4	901,4
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	1199,9	1166,4	1051,9	1411,6	969,8	1151,5
Należności z tytułu podatku odroczonego	15,2	20,9	27,9	52,7	26,1	50,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	62,5	71,6	90,8	93,3	90,8	
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	1008,9	1106,5	970,3	1614,2	860,8	1249,4
Zobowiązania z tytułu umowy o usługę budowlaną	91,1	58,4	84,5	216,2	66,3	-177,4
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	1,7	1,0	0,5	36,4	0,5	2,1
Zobowiązania i rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	29,2	34,9	44,0	80,1	44,0	
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	9,7	12,5	14,1	19,8	14,1	
Należności	1788,7	2061,4	2106,9	2782,4	1979,2	2102,8
Zobowiązania	1140,5	1213,2	1113,4	1966,7	985,6	1074,1
Różnica	648,1	848,2	993,5	815,7	993,6	1028,8

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG; *Q3 2011: korekta o bilans Energomontażu; Q4 2011: korekta o bilans Rafako



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

Departament Analiz:

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

Piotr Grzybowski, CFA 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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@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 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 stanowił 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, Asseco 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, Interagroclim 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.

DI BRE jest oferującym akcje Solar w ofercie publicznej.

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.