



Beskidzki Dom Maklerski S.A.

## TESGAS

### RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Tesgas od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 18,8 PLN, co daje ponad 21% potencjał wzrostowy. Strategia spółki opiera się na ekspozycji na jeden z najbardziej perspektywicznych segmentów rynku budowlanego (budownictwo infrastruktury gazowej) w Polsce w najbliższych latach. Pozyskane z IPO środki pozwalają spółce na zwiększenie skali i dywersyfikację działalności (wzrost kapitału obrotowego oraz przejście PI Ćwiertnia). Zwracamy uwagę na długoletnią współpracę Tesgasu i PI Ćwiertnia z PBG, który poprzez zlecenie prac podwykonawczych umożliwia tym spółkom uczestnictwo w realizacji największych kontraktów na rynku.

Tesgas prowadzi działalność na rynku specjalistycznych usług budowlanych w zakresie wykonawstwa obiektów gazowych oraz usług eksploatacji sieci gazowych. Spółka świadczy również usługi w zakresie projektowania, całodobowego serwisu obiektów gazowych oraz dystrybucji środka nawianającego gaz ziemny THT. W zakresie działalności wykonawczej Tesgas realizuje zlecenia na terytorium całej Polski. Usługi eksploatacyjne świadczone są głównie na terenie województw zachodniej i północno-zachodniej Polski. Ponadto od 2010 roku Tesgas eksploatuje wszystkie tłocznie gazu na gazociągu Jamalskim.

Od lipca 2010 roku spółka notowana jest na rynku głównym GPW (od 2009 roku obecna była na New Connect). Z przeprowadzonej emisji nowych akcji pozyskano 54,5 mln PLN netto, z czego 30,0 mln PLN przeznaczono na przejście 80% akcji PI Ćwiertnia (pozyskanie kompetencji inżynierskich przy realizacji specjalistycznych prac budowlanych). Sfinalizowanie akwizycji (PI Ćwiertnia i wcześniejsze przejście Stali Warsztat) ma umożliwić umocnienie pozycji jako znaczącego dostawcy kompleksowych usług budowlanych i eksploatacyjnych dla sektora gazowniczego, wraz z pełnymi kompetencjami do pełnienia funkcji generalnego wykonawcy średnich i mniejszych kontraktów.

Zamieszczona w prospekcie prognoza skonsolidowanych wyników na 2010 rok zakładała wypracowanie 154,3 mln PLN przychodów, 18,9 mln PLN EBIT oraz 14,3 mln PLN zysku netto. Prognoza ostrożnie podchodziła do przychodów możliwych do uzyskania przez PI Ćwiertnia. Powinny one być wyższe niż szacował to początkowo zarząd spółki (jednakże nie wpłynie to na wynik EBIT ze względu na stosowaną metodę rozliczania marży). Dodatkowo należy uwzględnić 0,6 mln PLN kosztów z tytułu przejścia PI Ćwiertnia. Tym samym zakładamy wypracowanie 164,5 mln PLN przychodów, 18,1 mln PLN EBIT oraz 14,0 mln PLN zysku netto.

Spodziewamy się, że ze względu na sposób rozliczania kontraktów, główna część wyniku za 2H'10 przypadnie na 4Q'10 (ukończenie m.in. kontraktu dotyczącego stadionu w Poznaniu przez PI Ćwiertnia), dlatego wyniki spółki na poziomie EBIT i zysku netto na poziomie skonsolidowanym będą w 3Q'10 słabsze niż uzyskane w 3Q'09 wyniki jednostkowe (dodatkowo wynik 3Q'10 obciążają wspomniane wyżej koszty przejścia PI Ćwiertnia).

W 2011 roku przy pełnej konsolidacji przejętej spółki, zakładamy odpowiednio 219,6 mln PLN, 20,9 mln PLN i 15,4 mln PLN. Daje to poziom P/E'11=11,6x oraz EV/EBITDA'11=5,9x. Zwracamy uwagę na czynniki jednorazowe, które podwyższają wynik 2010 roku (ujawnienie zysków Segusa z lat ubiegłych oraz zysku z nabycia Stali Warsztat w łącznej kwocie 1,8 mln PLN na poziomie brutto). Poziom rentowności od 2011 obniża natomiast całoroczna konsolidacja PI Ćwiertnia, które generuje wyraźnie niższe marże niż Tesgas (uzyskuje wyższe marże na działalności eksploatacyjnej).

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody [mln PLN]	69,0	91,0	164,5	219,6	230,9	243,0
EBITDA [mln PLN]	9,9	12,6	21,4	25,0	26,2	27,4
EBIT [mln PLN]	7,6	10,0	18,1	20,9	22,0	23,3
Zysk netto [mln PLN]	5,3	7,3	14,0	15,4	16,7	18,0
P/BV	4,6	3,0	1,6	1,4	1,2	1,2
P/E	17,2	15,2	12,5	11,6	10,7	9,9
EV/EBITDA	10,9	9,0	7,2	5,9	4,9	4,3
EV/EBIT	14,1	11,3	8,5	7,0	5,8	5,1

## KUPUJ

WYCENA 18,8 PLN

19 PAŹDZIERNIK 2010

Wycena DCF [PLN]	18,2
Wycena porównawcza [PLN]	19,4
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>18,8</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>21,3%</b>
Koszt kapitału	10,8%
Cena rynkowa [PLN]	15,5
Kapitalizacja [mln PLN]	171,3
Ilość akcji [mln. szt.]	11,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	16,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	13,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	17,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	5,1%
Struktura akcjonariatu:	
Kocik Włodzimierz	22,4%
Kocik Marzenna	18,3%
Aviva Investors Poland	8,0%
Majewski Piotr	4,7%
Pozostali	46,5%

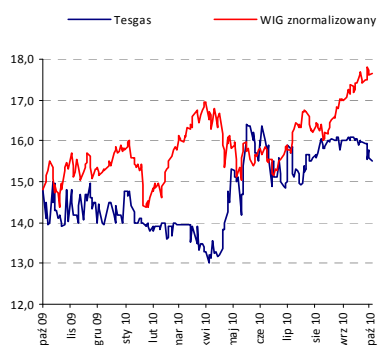
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Beskidzki Dom Maklerski S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

**SPIS TREŚCI**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF .....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	8
O SPÓŁCE .....	8
HISTORIA ROZWOJU .....	8
PRZEJŚCIE NA RYNEK GŁÓWNY GPW .....	9
STRATEGIA .....	10
ZAKUP UDZIAŁÓW W PI ĆWIERTNIA .....	11
SEGMENTY DZIAŁALNOŚCI .....	12
KLIENCI .....	13
GŁÓWNE RYNKI .....	14
PORTFEL ZAMÓWIEŃ .....	19
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'10 ORAZ PROGNOZA NA 3Q'10 .....	20
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2010-2019 .....	21
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	24

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Tesgas opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2010-2019 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 18,2 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2011 – 2012 (ze względu na przeprowadzoną w połowie roku emisję akcji oraz jedynie kilkumiesięczną konsolidację PI Czwartnia zdecydowaliśmy się nie uwzględnić 2010 roku), dała wartość 1 akcji na poziomie 19,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 18,8 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	50%	18,2
Wycena metodą porównawczą	50%	19,4
<b>Wycena 1 akcji Tesgasu [PLN]</b>		<b>18,8</b>

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Tesgas, jako specjalistyczna spółka budowlana, posiada ekspozycję na jeden z bardziej perspektywicznych, w naszej opinii, w najbliższych latach segmentów rynku budowlanego w Polsce. Ze względu na prowadzoną politykę zwiększania bezpieczeństwa energetycznego kraju, realizowane i planowane są wielomiliardowe inwestycje ze strony PGNiG oraz OGP Gaz System, tj.: budowa zbiorników gazu, budowa terminalu LNG czy modernizacja i rozbudowa sieci przesyłowej i dystrybucyjnej gazu.

W naszej opinii Tesgas posiada trzy znaczące przewagi konkurencyjne, które wyróżniają go na tle rynku: i) ścisła współpraca z grupą PBG, która realizuje największe kontrakty w Polsce w systemie GW w segmencie gazu, ii) korzystna lokalizację w pobliżu największej inwestycji w segmencie gazu w najbliższych latach, terminalu LNG w Świnoujściu, która niesie za sobą także konieczność rozbudowy infrastruktury przesyłowej w regionie północno-zachodniej Polski, iii) prowadzenie działalności eksploatacyjnej (zarządcy infrastruktury najchętniej zlecają prace wykonawcze nad istniejącą w danym regionie siecią przesyłową podmiotom, które te sieci eksploatują).

Jednostkowy portfel zamówień Tesgasu szacujemy obecnie na około 90 mln PLN (w okresie od 4Q'10-2012), natomiast w przypadku PI Czwartnia jest to około 20 mln PLN. Dodatkowo spółki na bieżąco pozyskują prace przy budowie kopalni LMG oraz pracach związanych z instalacjami gazowniczymi przy autostradach (najczęściej chodzi o przeniesienie i modernizację gazociągów). Perspektywą 2011 roku jest pozyskanie zleceń podwykonawczych przy budowie terminalu LNG w Świnoujściu (kontrakt o wartości 2,4 mld PLN wygrało konsorcjum w skład, którego wchodzi PBG). Szacujemy, że Tesgas może pozyskać na LNG zlecenia o wartości do około 50-100 mln PLN. Budowie terminalu będzie towarzyszyć także rozbudowa sieci przesyłowej w północno-zachodniej Polsce. Wartość prac szacuje się na około 5,0 mld PLN, z czego około 10% mogą stanowić prace dotyczące obiektów gazowych, gdzie Tesgas posiada odpowiednie kompetencje (pozostałe prace dotyczą samych gazociągów przesyłowych, gdzie spółka nie posiada odpowiednich kompetencji, które mają spółki budowlane wchodzące w skład grupy PGNiG oraz PBG).

Przy obecnej cenie rynkowej, gdzie  $P/E'11=11,6x$ ,  $EV/EBITDA=5,9x$ , spółka notowana jest z wyraźnym dyskontem w stosunku do wycen w sektorze budowlanym. Dyskonto naszym zdaniem jest nieuzasadnione biorąc pod uwagę dobre perspektywy budownictwa infrastruktury gazowej w latach 2011-14. Uważamy, że nasze prognozy przychodów na lata 2012+ są obecnie dość konserwatywne. Spółka posiada zasoby gotówki, które pozwalają jej na kolejne akwizycje i zwiększenia potencjału nie tylko w obszarze gazu ale także segmentach pokrewnych (ropa naftowa). Wydajemy rekomendację KUPUJ, wyznaczając cenę docelową na 18,8 PLN, co daje 21% potencjał wzrostowy kursu akcji.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,62%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika  $\beta=1,0$ .

### Główne założenia modelu:

- Założyliśmy, że dominujące znaczenie dla przychodów spółki będzie miał segment usług wykonawczych. Skokowy wzrost skonsolidowanych przychodów Tesgasu w 2010 (z 91,0 mln PLN do 164,5 mln PLN) a następnie w 2011 roku (do 219,6 mln PLN) to efekt konsolidacji PI Ćwiertnia, która powinna wypracować blisko 100 mln PLN przychodów w 2010 roku (skonsolidowane zostanie około 60% tego wyniku). Biorąc po uwagę dane pro-forma (konsolidacji PI Ćwiertnia od początku roku) zakładamy wypracowanie 214,4 mln PLN przychodów w 2010 roku.
- Zakładamy spadek rentowności związany jest głównie z konsolidacją wyników PI Ćwiertnia, które osiąga dużo niższe marże niż Tesgas. Przyjmujemy, że w segmencie eksploatacji oraz wykonawstwa dla segmentu gazu Tesgas nadal będzie osiągał ponad przeciętne marże na tle branży budowlanej (niszowy rynek, potrzeba posiadania wyspecjalizowanej kadry oraz referencji).
- Przyjęliśmy, że wskaźniki rotacji poszczególnych składowych kapitału obrotowego utrzymają się na podobnych poziomach jak w roku 2009 według danych pro-forma (po konsolidacji spółek zależnych).
- Wycena uwzględnia skonsolidowany (pro-forma) dług netto na koniec 2009 roku.
- W 2010 roku w modelu uwzględniamy zakup udziałów w spółkach Stal Warsztat oraz PI Ćwiertnia. Nakłady inwestycyjne na lata 2010-11 w kwocie 15,5 mln PLN obejmują m.in. budowę hali produkcyjnej przez Stal Warsztat (4,0 mln PLN), zakup gruntu przez Stal Warsztat (2,6 mln PLN), zakup środków transportu (1,6 mln PLN) czy utworzenie sekcji nurków (0,5 mln PLN) i brygady wykonawczej (0,5 mln PLN) a także nakłady odtworzeniowe. Nie uwzględniamy w modelu możliwości wykupu udziałów mniejszościowych w Stali Warsztat oraz PI Ćwiertnia.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,0%.

### Ponadto zakładamy:

- Do obliczeń przyjęliśmy 11 350 tys akcji. Liczba akcji uwzględnia maksymalne rozwodnienie z tytułu realizacji programu motywacyjnego (docelowa emisja do 300 tys akcji do 2011 roku, dotychczas wyemitowano 200 tys warrantów subskrypcyjnych).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 19 października 2010 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 206,7 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 18,2 PLN.

**Model DCF**

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	164,5	219,6	230,9	243,0	249,9	256,2	261,8	267,0	272,3	277,8
EBIT [mln PLN]	18,1	20,9	22,0	23,3	23,7	24,1	24,4	24,6	24,9	25,1
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,4	4,0	4,2	4,4	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8
NOPLAT [mln PLN]	14,7	17,0	17,9	18,8	19,2	19,5	19,8	19,9	20,1	20,3
Amortyzacja [mln PLN]	3,3	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5
CAPEX [mln PLN]	-8,2	-7,4	-4,0	-4,5	-4,6	-4,4	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-31,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,0	-0,8	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FCF [mln PLN]	-23,2	12,9	17,4	18,0	18,6	19,2	19,5	19,6	19,8	20,0
DFCF [mln PLN]	-22,7	11,5	14,1	13,1	12,3	11,5	10,6	9,6	8,8	8,0
Suma DFCF [mln PLN]	76,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	237,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	95,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	172,0									
Dług netto 2009 [mln PLN]	7,3									
Środki z emisji akcji [mln PLN]	54,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]	12,5									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>206,7</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	11,4									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>18,2</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	80,9%	33,5%	5,1%	5,2%	2,9%	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	80,4%	15,6%	5,3%	5,4%	2,1%	1,6%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%
FCF zmiana r/r	-	-	34,9%	3,0%	3,5%	3,1%	1,5%	1,0%	0,9%	0,9%
Marża EBITDA	13,0%	11,4%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%	10,6%
Marża EBIT	11,0%	9,5%	9,6%	9,6%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	9,0%
Marża NOPLAT	8,9%	7,7%	7,7%	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%
CAPEX / Przychody	5,0%	3,4%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	250,7%	181,2%	97,2%	107,0%	107,2%	101,8%	101,1%	101,1%	101,0%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,7%	1,4%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Stopa wolna od ryzyka	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Udział kapitału własnego	88,5%	90,6%	92,6%	94,3%	95,6%	96,7%	97,7%	99,1%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	11,5%	9,4%	7,4%	5,7%	4,4%	3,3%	2,3%	0,9%	0,0%	0,0%
WACC	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	16,8	17,4	18,2	19,2	20,3	21,8	23,8	26,6	30,8
	0,8	16,1	16,7	17,4	18,2	19,2	20,5	22,1	24,4	27,6
	0,9	15,5	16,0	16,6	17,3	18,2	19,3	20,7	22,5	25,1
	1,0	14,9	15,3	15,9	16,5	17,3	18,2	19,4	21,0	23,1
	1,1	14,3	14,7	15,2	15,8	16,4	17,3	18,3	19,6	21,3
	1,2	13,8	14,2	14,6	15,1	15,7	16,4	17,3	18,4	19,9
	1,3	13,3	13,7	14,1	14,5	15,0	15,7	16,4	17,4	18,6

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3,0%	17,5	18,3	19,2	20,3	21,6	23,4	25,9	29,3	34,7
	4,0%	16,1	16,7	17,4	18,2	19,2	20,5	22,1	24,4	27,6
	5,0%	14,9	15,3	15,9	16,5	17,3	18,2	19,4	21,0	23,1
	6,0%	13,8	14,2	14,6	15,1	15,7	16,4	17,3	18,4	19,9
	7,0%	12,9	13,2	13,5	13,9	14,4	15,0	15,6	16,4	17,5
	8,0%	12,1	12,4	12,6	13,0	13,3	13,8	14,3	14,9	15,7
	9,0%	11,4	11,6	11,8	12,1	12,4	12,7	13,1	13,6	14,2

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	27,0	25,7	24,5	23,4	22,4	21,6	20,7	20,0	19,3
	4,0%	24,1	22,8	21,6	20,5	19,5	18,6	17,8	17,1	16,4
	5,0%	21,8	20,5	19,3	18,2	17,3	16,4	15,7	15,0	14,3
	6,0%	20,0	18,6	17,4	16,4	15,5	14,7	14,0	13,3	12,7
	7,0%	18,4	17,1	15,9	15,0	14,1	13,3	12,6	12,0	11,5
	8,0%	17,1	15,8	14,7	13,8	12,9	12,2	11,6	11,0	10,5
	9,0%	15,9	14,7	13,6	12,7	12,0	11,3	10,7	10,1	9,6

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2011-2012 (ze względu na przeprowadzoną w połowie roku emisję akcji oraz jedynie półroczną konsolidację PI Czwartnia zdecydowaliśmy się nie uwzględniać 2010 roku w analizie), do wybranych spółek działających w sektorze budowlanym, notowanych na GPW. Analizę oparto na trzech wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT (każdemu ze wskaźników przypisaliśmy wagę 33%). Analiza porównawcza oparta jest na dwóch latach, dla których ustaliliśmy wagę równą 50%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Obliczenia bazują na kursach zamknięcia z 18.10.2010 roku. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie spółki jest równy 50%. Liczba akcji uwzględnia maksymalne rozwodnienie z tytułu realizacji programu motywacyjnego.

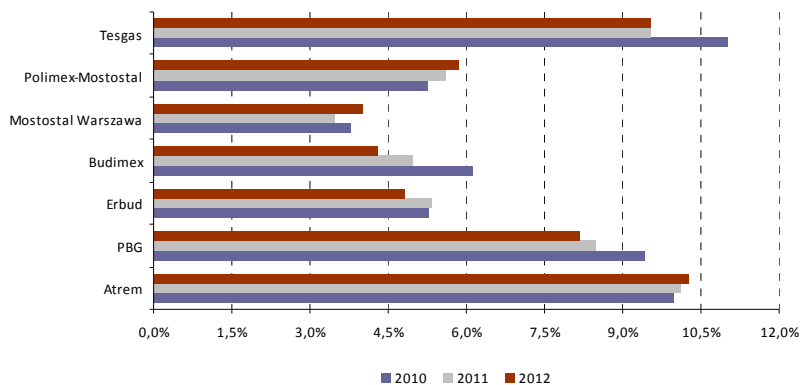
Porównując wyniki Tesgasu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 220,41mln PLN, co odpowiada 19,4 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji spółki na poziomie 15,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika P/E Tesgas jest notowany z 10% dyskontem w roku 2011. Dla wskaźnika EV/EBIT w roku 2011 spółka będzie handlowana z 32% dyskontem. Natomiast dla EV/EBITDA w 2011 roku dyskonto dla Tesgasu wynosi 25%. Zwracamy uwagę, że ryzyko znacznego pogorszenia wyników po roku 2012 (które dotyczy na przykład spółek obecnych w sektorze budownictwa drogowego) jest stosunkowo niskie ze względu na realizację dużych inwestycji w sektorze gazowym w Polsce co najmniej do 2014 roku.

### Wycena porównawcza

	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2011P	2012P	2011P	2012P	2011P	2012P
Polimex-Mostostal	12,0	10,6	6,7	5,9	9,4	8,0
Mostostal Warszawa	16,5	13,4	7,8	6,1	10,8	8,1
Budimex	13,7	16,1	9,9	11,6	10,9	13,1
Erbud	12,1	12,1	7,5	7,3	8,1	7,6
PBG	13,3	12,2	9,3	8,1	10,7	9,3
Atrem	10,0	9,5	6,5	6,1	7,4	6,9
Mediana	12,7	12,1	7,6	6,7	10,1	8,1
Tesgas	11,4	10,5	5,7	4,8	6,8	5,7
Premia / dyskonto	-9,9%	-13,3%	-24,9%	-29,0%	-32,2%	-29,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	17,2	17,9	19,7	20,0	21,5	20,1
Waga roku	50%	50%	50%	50%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>	<b>17,3</b>		<b>19,8</b>		<b>20,8</b>	
Waga wskaźnika	33%		33%		33%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>19,4</b>					

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., Bloomberg, wg cen z 18.10.2010

### Porównanie rentowności EBIT



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

## GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Główne czynniki ryzyka:

- duże uzależnienie od jednego segmentu branży budowlanej – w budownictwie infrastruktury gazowej, możliwość pozyskania kontraktów jest ściśle powiązana z nakładami inwestycyjnymi PGNiG oraz Gaz Systemu,
- niska dywersyfikacja odbiorców – Tesgas i Ćwiertnia w głównej mierze bazują na zleceniach uzyskiwanych od podmiotów z grupy PBG, który z kolei pozyskuje je od PGNiG oraz Gaz Systemu,
- niskie doświadczenie w przeprowadzaniu dużych akwizycji – przed przejściem PI Ćwiertnia (prognozowane przychody na 2010 rok to blisko 100 mln PLN), Tesgas przeprowadził jedynie akwizycje spółek Segus oraz Stal Warsztat, których roczne przychody nie przekraczały kilku mln PLN,
- ryzyko utraty kluczowych pracowników – działalność PI Ćwiertnia opiera się w głównej mierze na wysoko wykwalifikowanej kadrze inżynierskiej, która musi zostać sprawnie włączona do rosnących struktur grupy

Jednocześnie dostrzegamy, że część przedstawionych powyżej czynników ryzyka można interpretować na korzyść spółki. Działalność w segmencie budownictwa gazowego, daje ekspozycję na jeden z bardziej perspektywicznych rynków budowlanych, ze względu na konieczność przeprowadzenia strategicznych z punktu widzenia bezpieczeństwa energetycznego inwestycji. Natomiast dobre relacje z grupą PBG pozwalają na uczestnictwo w charakterze podwykonawcy przy realizacji największych inwestycji, nie tylko w segmencie gazu.

## O SPÓŁCE

Tesgas prowadzi działalność na rynku specjalistycznych usług budowlanych w zakresie wykonawstwa obiektów gazowych (68% przychodów w 2009 roku) oraz usług eksploatacji sieci gazowych (30% przychodów w 2009 roku), w tym stacji redukcyjno-pomiarowych. Spółka świadczy również usługi w zakresie projektowania wszelkich obiektów gazowych, całodobowego serwisu obiektów gazowych oraz dystrybucji środka nawaniającego gaz ziemny THT.

W zakresie działalności wykonawczej spółka realizuje zlecenia na terytorium całej Polski. Usługi eksploatacyjne świadczone są głównie na terenie województw zachodniej i północno-zachodniej Polski. Ponadto od 2010 roku (dwuletni kontrakt) Tesgas eksploatuje wszystkie tłocznie gazu na gazociągu jamalskim, które znajdują się na terenach województw: podlaskiego, mazowieckiego, kujawsko-pomorskiego oraz wielkopolskiego.

## HISTORIA ROZWOJU

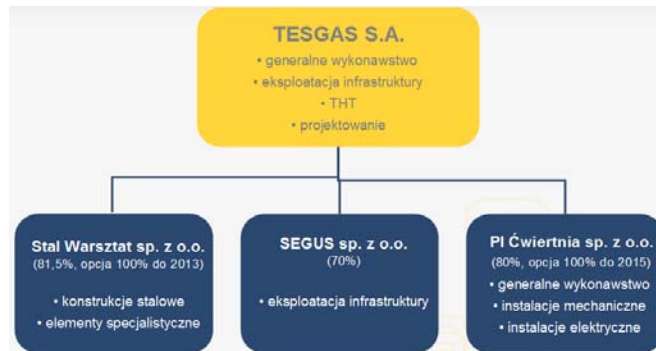
Spółka została założona w 2000 roku. Pierwszymi pracownikami były głównie osoby zatrudnione wcześniej w Wielkopolskim Zakładzie Gazowniczym w Poznaniu. Początkowo Tesgas zajmował się eksploatacją stacji gazowych w rejonie Poznania. W 2002 roku spółka otrzymała uprawnienia do modernizacji rurociągów przesyłowych oraz rurociągów technologicznych, a także do wytwarzania stałych zbiorników ciśnieniowych, rurociągów przesyłowych i technologicznych. Pozwoliło to na wykonywanie specjalistycznych prac budowlanych na obiektach gazowych. Również w 2002 roku zakupiono 60% udziałów w spółce Segus (obecnie 70%), która prowadzi działalność eksploatacyjną w zakresie obiektów infrastruktury gazowniczej na terenie województwa zachodniopomorskiego. W 2003 roku w strukturze organizacyjnej wydzielono pion wykonawczy. W 2005 i 2006 roku Tesgas otrzymał kolejne uprawnienie do wytwarzania rurociągów przesyłowych do cieczy i gazów, rurociągów technologicznych do cieczy i gazów oraz stałych zbiorników ciśnieniowych a także uprawnienie do naprawy i modernizacji rurociągów przesyłowych i technologicznych. W lipcu 2009 roku akcje spółki zadebiutowały na rynku New Connect (pozyskano 9,1 mln PLN brutto, cena emisyjna wyniosła 7,0 PLN).



W marcu 2010 roku Tesgas nabył od Jarosława i Małgorzaty Kocików 50,0% akcji spółki Stal Warsztat za 1,0 mln PLN. Następnie spółkę dokapitalizowano kwotą 4,0 mln PLN (udział Tesgasu w kapitale wzrósł do 81,5%, spółka ma opcję na zakup pozostałych udziałów). Stal Warsztat specjalizuje się w obróbce skrawaniem (CNC i konwencjonalna), obróbce plastycznej blach i termicznym wypalaniu blach. Oferta obejmuje projektowanie we własnym centrum technologiczno-konstrukcyjnym oraz wykonawstwo stalowych obudów stacji gazowych i energetycznych, obudów agregatów prądotwórczych, elementy połączeń kotłowych oraz części urządzeń dla gazownictwa. Celem zakupu spółki było pozyskanie przez Tesgas własnych zasobów projektowych i wykonawczych służących produkcji konstrukcji i elementów stalowych, w tym specjalistycznych urządzeń gazowych, oraz budowie instalacji gazowych przy wykorzystaniu technologii tzw. skidów.

W maju Tesgas uzgodnił warunki nabycia za kwotę 30,0 mln PLN 80% udziałów w Przedsiębiorstwie Inżynierskim Ćwiertnia z Poznania. Środki na akwizycję pozyskano w ramach oferty publicznej (wpływ netto na poziomie 54,5 mln PLN), której towarzyszyło przejście spółki z rynku New Connect na rynek główny GPW. Finalizacji przejęcia PI Ćwiertnia dokonano w połowie sierpnia. Wyniki spółka są konsolidowane od początku 3Q'10. Szerzej o jej działalności piszemy w dalszej części raportu.

#### Struktura grupy kapitałowej Tesgas



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

## PRZEJŚCIE NA RYNEK GŁÓWNY GPW

Na przełomie 2/3Q'10 Tesgas przeprowadził emisję akcji (z wyłączeniem prawa poboru), której towarzyszyło przeniesienie notowań z New Connect na rynek główny GPW. Spółka wyemitowała 4,0 mln nowych akcji w cenie 14,5 PLN/akcję, co pozwoliło na pozyskanie 58,0 mln PLN brutto (54,5 mln PLN netto, spółka planowała pozyskać 45-60 mln PLN netto). W ofercie znalazło się także dodatkowe 0,3 mln akcji, które sprzedała Marzenna Kocik. Jako cele emisji akcji przedstawiono: przejęcie PI Ćwiertnia (30 mln PLN), pozostałe akwizycje i dokapitalizowanie podmiotów (10-20 mln PLN), kapitał obrotowy (5-10 mln PLN).

#### Struktura akcjonariatu Tesgasu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Kocik Włodzimierz	2 477 843	22,4%	4 955 686	30,9%
Kocik Marzenna	2 020 950	18,3%	4 040 950	25,2%
Aviva Investors Poland	883 875	8,0%	883 875	5,5%
Majewski Piotr	524 547	4,7%	1 049 094	6,5%
Pozostali	5 142 785	46,5%	5 120 395	31,90%
<b>Razem</b>	<b>11 050 000</b>	<b>100%</b>	<b>16 050 000</b>	<b>100%</b>

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka, Notoria

## STRATEGIA

Strategia rozwoju Tesgasu oparta jest o dwa obszary działalności: eksploatację oraz wykonawstwo obiektów gazowniczych. Wobec relatywnie stabilnego popytu na obsługę i eksploatację obiektów gazowniczych głównym motorem wzrostu spółki jest rynek usług wykonawczych.

### Działalność wykonawcza

Zarząd spółki zakłada, iż dalszy rozwój będzie następował poprzez pozyskiwanie i realizację kontraktów o coraz wyższej wartości jednostkowej (rozwój organiczny) oraz poprzez przejmowanie podmiotów działających w branży wykonawczej, które będą uzupełniały dotychczasowe kompetencje spółki w obszarze wykonawstwa (rozwój poprzez przejęcia).

Rozwój działalności wykonawczej ma się dokonać głównie poprzez:

- przejęcie spółki Stal Warsztat posiadającej specjalistyczne kompetencje w zakresie obróbki metali, co pozwoli na rozszerzenie oferty o produkcję aparatów gazowych oraz konstrukcji stalowych,
- budowę na nieruchomości Stal Warsztatu hali produkcyjnej przystosowanej do budowania skomplikowanych instalacji gazowniczych, np. w oparciu o technologię tzw. skidów, oraz elementów ciśnieniowych infrastruktury gazowej,
- utworzenie dodatkowych wyspecjalizowanych brygad wykonawczych,
- przejęcia spółek posiadających kompetencje w obszarze budownictwa (PI Ćwiertnia)

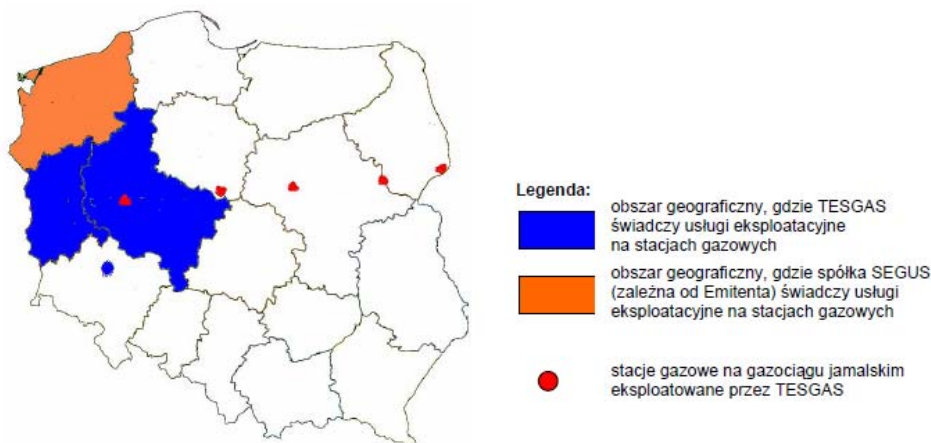
Planowane inwestycje w infrastrukturę gazowniczą w Polsce będą wymagały udziału w konsorcjach wykonawczych spółek o bardzo specjalistycznych kompetencjach. Ponadto największe podmioty zaangażowane w realizację projektów infrastrukturalnych nie będą zainteresowane zleceniami o mniejszej wartości, co stwarza spółce szansę na liczne nowe kontrakty wykonawcze. Historycznie jednym z najważniejszych kontrahentem spółki (30% przychodów w 2009 roku) jest grupa PBG, która w lipcu podpisała kontrakt na budowie terminalu LNG w Świnoujściu. Tesgas i PBG ściśle współpracują w zakresie projektów wykonawczych i eksploatacyjnych w branży gazowniczej. Pomiędzy spółkami można doszukać się także powiązań na poziomie osobowym (w RN Tesgasu znajdują się osoby zatrudnione w PBG).

### Działalność eksploatacyjna

Głównym czynnikiem wzrostu przychodów z działalności eksploatacyjnej ma być rozbudowa infrastruktury gazowniczej w północno-zachodniej Polsce (związana m.in. z powstaniem terminalu LNG w Świnoujściu) oraz możliwe przejęcia podmiotów działających na rynku eksploatacyjnym i w konsekwencji rozwój geograficzny działalności. W celu utrzymania dotychczasowej pozycji rynkowej Tesgas zamierza:

- systematycznie podnosić jakość usług poprzez szkolenia pracowników oraz wyposażanie brygad serwisowych w nowoczesny sprzęt,
- rozszerzać zakres eksploatacji gazociągów wysokiego ciśnienia w zakresie: systemu ochrony antykorozyjnej oraz obsługi gazociągów w miejscach przekroczeń cieków wodnych, tj.: rzek, rowów odwadniających.

### Obszar geograficzny działalności eksploatacyjnej Tesgasu



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

## ZAKUP UDZIAŁÓW W PI ĆWIERTNIA

W maju Tesgas uzgodnił warunki nabycia za kwotę 30,0 mln PLN 80% udziałów w Przedsiębiorstwie Inżynierskim Ćwiertnia z Poznania. W połowie sierpnia 2010 roku doszło do formalnej finalizacji transakcji. Na pozostałe 20% udziałów PI Ćwiertnia istnieją opcje sprzedaży put oraz call możliwe do zrealizowania w latach 2011-15 w zależności od wyników osiągniętych przez spółkę.

PI Ćwiertnia powstało w 2005 roku jako firma inżynierska działająca w branży budowlanej. Działalność spółki obejmuje:

- prace w zakresie budownictwa ogólnego, tj. m.in. realizację obiektów kubaturowych: komercyjnych, przemysłowych, użyteczności publicznej i sportowo-rekreacyjnych; w tym obszarze spółka oferuje generalne wykonawstwo inwestycji, doradztwo techniczne oraz projektowanie;
- wykonawstwo niestandardowych budowli inżynierskich oraz robót specjalistycznych, takich jak montaż, rozruch i serwis specjalistycznych instalacji związanych z obiektami przemysłowymi, biurowymi i usługowymi, tj.: wentylacji i klimatyzacji, instalacji chłodniczych i grzewczych, instalacji wodno-kanalizacyjnych oraz różnego rodzaju automatyki oraz instalacji elektrycznych i teletechnicznych (w tym BMS),
- działalność w zakresach prac budowlanych związanych z gospodarką wodno-ściekową, obejmującą budowę i modernizację oczyszczalni ścieków, ujęć wody oraz składowisk odpadów.

### Dane finansowe PI Ćwiertnia za lata 2007-09 [mln PLN]\*

	2007	2008	2009
Przychody ze sprzedaży	45,0	49,6	60,8
Zysk na sprzedaży	1,3	2,4	1,2
EBITDA	1,4	2,4	1,5
EBIT	1,3	2,3	1,4
Zysk (strata) brutto	1,2	2,4	1,1
Zysk (strata) netto	1,0	1,9	1,1
Marża zysku na sprzedaży	2,8%	4,8%	1,9%
Marża EBITDA	3,0%	4,8%	2,5%
Marża EBIT	2,8%	4,6%	2,3%
Marża zysku netto	2,2%	3,8%	1,8%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka,

\*lata 2007-08 wg marży stałej, rok 2009 wg marży zerowej

W 2010 roku Ćwiertnia powinna, głównie dzięki wzrostowi zleceń ze strony PBG, zanotować znaczny wzrost przychodów (do około 100 mln PLN). Spodziewamy się także wyższej rentowności dzięki zakończeniu realizacji większych kontraktów. Zwracamy uwagę, że w czasie realizacji kontraktu spółka księguje wyniki według zerowej marży (przychody = koszty), wynik wykazując dopiero pod zakończeniu zlecenia. Przełożyło się to m.in. na bardzo słaby wynik 2009 roku, kiedy nie ukończono większych zleceń. Ta samą metodę rozliczania kontraktów stosuje Tesgas, jednakże w jego wypadku nie ma to większego wpływu na raportowane na bieżąco wyniki ze względu na dużo krótszy czas realizacji kontraktów (zwykle 6-8 miesięcy, natomiast w przypadku PI Ćwiertnia umowy realizowane są zwykle w okresie >1 roku). Grupa planuje w przyszłości zmienić sposób rozliczania na system marży stałej (stosowany przez większość giełdowych spółek z branży budowlanej). W naszym modelu zakładamy poziom marży EBIT na poziomie około 5% (poziom przeciętny dla branży budowlanej).

Kluczowymi klientami spółki w ostatnich latach był m.in.: MON, PBG, Budimex, Malta Office Park. Obecnie większość prac wykonywana jest w ramach podwykonawstwa dla Grupy PBG (m.in. kopalnia LMG czy stadion w Poznaniu). Zrealizowane prace obejmowały m.in.: instalacje mechaniczne: hydrantowe i pianowe baz paliwowych, instalacje wodne, sanitarne, elektryczne SN i NN oraz automatyka biurowców, instalacje wentylacyjne i klimatyzacyjne centrów handlowych oraz generalne wykonawstwo obiektów biurowych i sportowych.

Dzięki akwizycji PI Ćwiertnia Tesgas pozyskał kompetencje jako generalny wykonawca średnich obiektów inżynierskich i instalacji gazowniczych, a także możliwość ubiegania się o status podwykonawcy pierwszego stopnia dla GW największych obiektów.

## SEGMENTY DZIAŁALNOŚCI

## Struktura przychodów Tesgasu w latach 2007-09 [tys PLN]

	2007	2008	2009
<b>Razem</b>	<b>44 464</b>	<b>69 045</b>	<b>90 971</b>
<b>Usługi</b>	<b>43 868</b>	<b>67 992</b>	<b>90 962</b>
wykonawstwo	25 990	41 778	62 062
eksploatacja	16 876	25 116	27 417
najem	960	1 035	1 411
pozostałe	42	63	72
<b>Towary i materiały</b>	<b>596</b>	<b>1 053</b>	<b>9</b>
<b>udział</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Usługi</b>	<b>98,7%</b>	<b>98,5%</b>	<b>100,0%</b>
wykonawstwo	58,5%	60,5%	68,2%
eksploatacja	38,0%	36,4%	30,1%
najem	2,2%	1,5%	1,6%
pozostałe	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Towary i materiały</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,0%</b>
<b>zmiana r/r</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Usługi</b>		<b>55,0%</b>	<b>33,8%</b>
wykonawstwo		60,7%	48,6%
eksploatacja		48,8%	9,2%
najem		7,8%	36,3%
pozostałe		50,0%	14,3%
<b>Towary i materiały</b>		<b>76,7%</b>	<b>-99,1%</b>

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

W latach 2007-2009 systematycznie rósł udział przychody z działalności wykonawczej, które wzrosły z 24,9 mln PLN do 59,7 mln PLN (z 58,5% do 68,2%). Niższą dynamikę wzrostu zanotowały przychody z tytułu usług eksploatacyjnych, które wzrosły z 16,9 mln PLN do 28,0 mln PLN (spadek udziału z 38,0% do 30,1%). Należy także zauważyć, że wzrost przychodów z tytułu działalności eksploatacyjnej wiązał się przede wszystkim z faktem, iż spółka od 2008 roku część kontraktów eksploatacyjnych obsługuje jako lider konsorcjum, a nie jako samodzielny wykonawca. Przychody z tytułu pozostałej sprzedaży obejmowały głównie najem nieruchomości.

## Usługi wykonawcze

Tesgas świadczy specjalistyczne usługi budowlane związane głównie z branżą gazowniczą. Działalność obejmuje budowę, remonty oraz modernizację obiektów gazowych, w tym:

- budowę sieci i stacji gazowych, kotłowni gazowych i olejowych,
- modernizację sieci i stacji gazowych, kotłowni gazowych i olejowych,
- prace przy budowie i remontach kopalni gazu,
- budowę i modernizację instalacji LNG,
- budowę i remonty zespołów zaporowo-upustowych na gazociągach wysokiego ciśnienia,
- prace gazoniebezpieczne na czynnych obiektach,
- budowę przemysłowych instalacji gazowych,
- budowę systemu mikrokogeneracji,
- wykonywanie tłumików hałasu, filtrów gazu oraz zestawów montażowych gazomierzy.

## Usługi eksploatacyjne

Eksploatacja sieci gazowych to usługa polegająca na utrzymaniu sieci gazowej w należyтым stanie technicznym i zapewnieniu ciągłości jej pracy. W ramach prowadzonych prac wykonywane są m.in. rozruchy, oględziny, próby działania i regulacje urządzeń, przeglądy, konserwacje oraz usuwanie wszelkich awarii i niezgodności. Tesgas wraz z podmiotem zależnym Segus świadczą usługi eksploatacyjne na następujących obiektach gazowych: gazociągi i stacje gazowe wysokiego ciśnienia, gazociągi, przyłącza i stacje gazowe średniego ciśnienia, stacje LNG oraz tłocznie gazu.

### Działalność produkcyjno-usługowa w zakresie obróbki metali

Działalność tą prowadzi Stal Warsztat w zakresie obróbki skrawaniem, obróbki plastycznej blach, termicznego wypalania blach do 200 mm grubości, obróbek ślusarskich i spawalniczych. Oferowane produkty to m.in.:

- obudowy stalowe stacji gazowych,
- obudowy stalowe stacji energetycznych,
- obudowy agregatów prądotwórczych,
- elementy połączeń kołnierзовych,
- części urządzeń dla gazownictwa i innych dziedzin przemysłu.

### Pozostałe usługi

Pozostała działalność obejmuje głównie dystrybucję środka nawaniającego gaz ziemny – THT (czterowodorotiofen). THT to bezbarwny środek o charakterystycznym, silnym zapachu. Jest on dodawany do bezwonnego gazu ziemnego, by gaz stał się wyczuwalny. Tesgas posiada magazyn THT o pojemności 6,0 ton oraz specjalistyczny samochód ze zbiornikami o łącznej pojemności 800 kg, który jest przystosowany do przewożenia THT oraz jego hermetycznego tankowania.

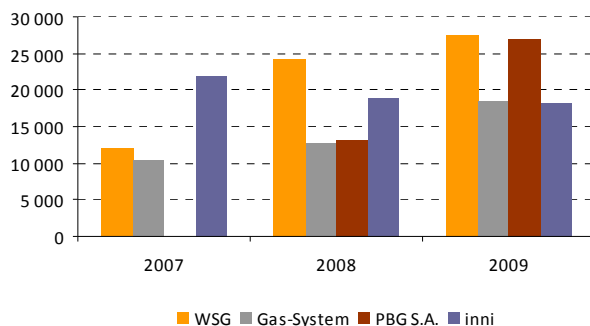
Ponadto spółka oferuje usługi projektowe w zakresie infrastruktury gazowej, tj. wykonuje projekty:

- sieci gazowych wysokiego, średniego i niskiego ciśnienia,
- stacji gazowych wysokiego i średniego ciśnienia,
- instalacji w kopalniach ropy i gazu.

## KLIENCI

Największymi odbiorcami usług świadczonych przez Tesgas są operatorzy sieci przesyłowych i dystrybucyjnych, czyli OGP Gaz-System (zlecenia pochodzą w dużej mierze z autonomicznych oddziałów Poznań, Wrocław, Rembelszczyzna i Gdańsk) i Wielkopolska Spółka Gazownictwa (zakłady gazownicze Poznań, Kalisz, Koszalin, Szczecin), wchodząca w skład grupy PGNIG, a także grupa PBG, z którą Tesgas ściśle współpracuje w zakresie projektów wykonawczych i eksploatacyjnych w branży gazowniczej

### Struktura przychodów Tesgasu wg odbiorców usług

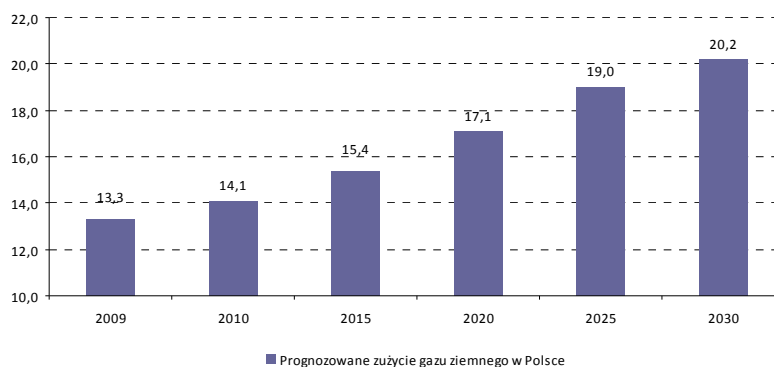


Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

## GŁÓWNE RYNKI

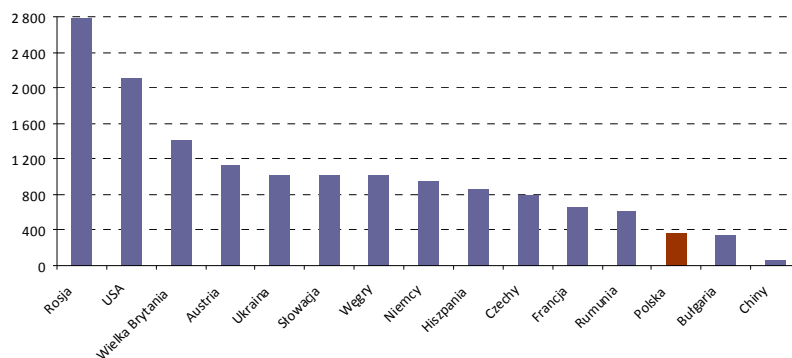
Popyt na usługi oferowane przez Tesgas uzależniony jest od stanu i stopnia rozwoju infrastruktury gazowej w Polsce. Odbiorcami usług spółki w obszarze eksploatacji są właściciele sieci przesyłowych gazu, m.in.: OGP Gaz-System, spółki dystrybucyjne należące do PGNiG oraz EuRoPol GAZ. Natomiast w zakresie wykonawstwa klientami są właściciele sieci gazowych (w przypadku drobniejszych inwestycji, jak np. budowa stacji redukcyjno-pomiarowej) oraz konsorcja budowlane będące głównymi wykonawcami dużych inwestycji w zakresie gazownictwa (budowa kopalni gazu, magazynów gazu, gazociągów czy terminalu LNG).

### Prognozowane zużycie gazu ziemnego w Polsce \* [mld Nm<sup>3</sup>]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., CP Energia, Ministerstwo Gospodarki

### Zużycie gazu per capita w 2009 roku w wybranych krajach [m<sup>3</sup>]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., BP Statistical Review of World Energy 2010

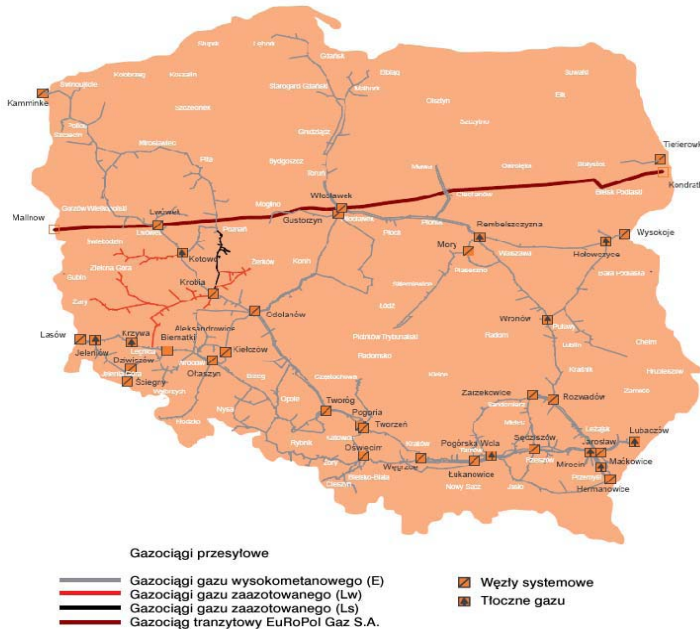
### Rynek usług eksploatacyjnych

Właścicielami infrastruktury do przesyłu i dystrybucji gazu są OGP Gaz-System oraz sześć spółek dystrybucyjnych działających w ramach grupy PGNiG. Jednocześnie w oparciu o sieci przesyłowe polskich dystrybutorów działalność prowadzą firmy prywatne (np. KRI i G.EN Gaz Energia w Wielkopolsce).

Długość sieci dystrybucyjnej grupy PGNiG wynosi 114 tys km, z czego do Wielkopolskiej Spółki Gazowniczej (WSG) należy ok. 15 tys km sieci oraz 332 tys przyłączy gazowych. OGP Gaz-System dysponuje siecią przesyłową o długości 9,7 tys km, 14 tłoczniami, 56 węzłami oraz 973 punktami wyjścia, z czego do OGP Gaz-System Oddział Poznań należy ponad 2,1 tys km sieci oraz ponad 135 stacji gazowych wysokiego ciśnienia. W roku obrotowym 2008/2009 OGP Gaz-System przeznaczył na utrzymanie sieci 371 mln PLN. Eksploatacja infrastruktury gazowej grupy PGNiG oraz OGP Gaz-System jest zlecana podmiotom zewnętrznym działającym lokalnie lub wykonywana jest przez wewnętrzne jednostki operatorów.

Polska jest także krajem tranzytowym dla gazu rosyjskiego przesyłanego do Europy Zachodniej za pomocą gazociągu Jamał-Europa (tzw. gazociąg jamalski), za którego eksploatację w Polsce odpowiada spółka EuRoPol GAZ. Polski odcinek gazociągu ma długość 680 km i jest wspomagany przez 5 tłoczni gazu: Kondratki, Zambrów, Ciechanów, Włocławek oraz Szamotuły (ich eksploatacją na podstawie kontraktu na lata 2010-11 zajmuje się obecnie Tesgas w ramach utworzonego konsorcjum spółek PBG, Tesgas, Atrem oraz Contrast).

### Struktura sieci przesyłowej gazu w Polsce

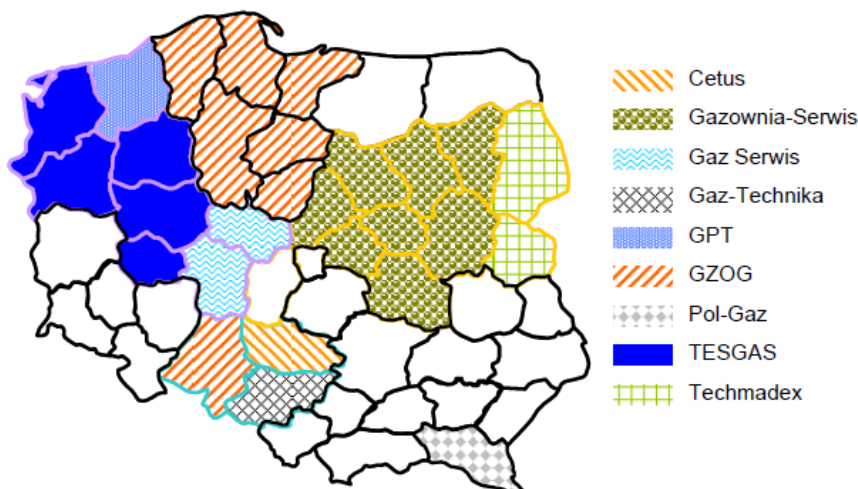


Źródło: OGP Gaz-System, Raport roczny 2008/2009

### Konkurencja na rynku usług eksploatacyjnych

Polski rynek eksploatacji sieci gazowniczych jest rozdrobniony, niemniej jednak funkcjonuje na nim kilka podmiotów, które zdominowały tę działalność w poszczególnych rejonach kraju. Na pozostałych terenach utrzymanie sieci jest realizowane głównie przez zasoby własne operatorów: OGP Gaz-System oraz spółki dystrybucyjne PGNiG.

### Podział rynku eksploatacyjnego



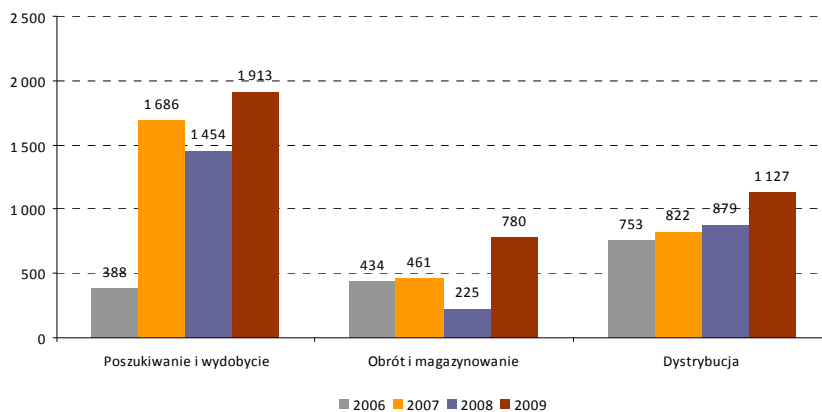
Źródło: spółka

Konkurencja między podmiotami prywatnymi na rynku eksploatacji sieci gazowniczych jest ograniczona. Spowodowane jest to faktem, iż świadczenie usług eksploatacyjnych wiąże się z koniecznością utrzymywania w rejonie objętym umową w pełni wyposażonej brygady eksploatacyjnej, która jest w stanie dotrzeć na miejsce awarii w bardzo krótkim czasie, co jest bardzo kosztowne dla firm nie posiadających własnej bazy w danym regionie.

### Polski rynek usług wykonawczych w zakresie gazownictwa

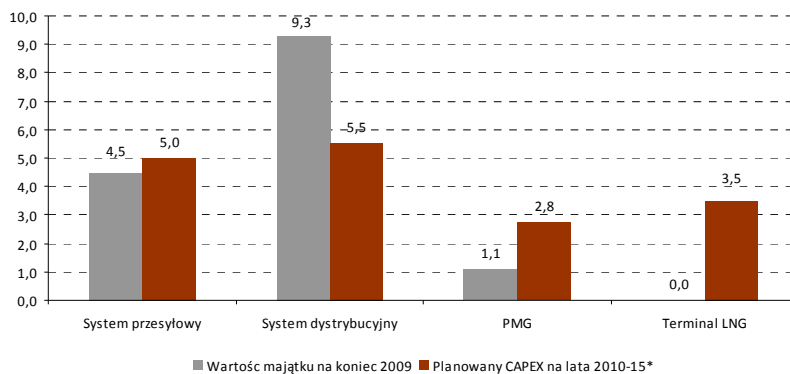
Rynek usług wykonawczych w zakresie gazownictwa należy naszym zdaniem do najbardziej perspektywicznych w najbliższych latach w obszarze krajowego budownictwa. Planowane inwestycje, które muszą przeprowadzić PGNiG oraz Gaz System, wynikają między innymi z konieczności realizacji założeń polityki energetycznej Polski i dostosowania do wymagań związanych z członkostwem Polski w Unii Europejskiej. Realizowane i planowane projekty obejmują szeroki zakres zadań: od budowy kopalni do budowy stacji gazowej i gazociągu. Wydatki inwestycyjne grupy PGNiG do 2015 roku szacowane są na 25-32 mld PLN. Natomiast Gaz System w latach 2009-14 planuje wydać na inwestycje około 8 mld PLN. Jednocześnie na rynku inwestycyjnym aktywne są mniejsze spółki dystrybucyjne, takie jak KRI czy G.EN-Gaz Energia (ich obecne zlecenia mają jednak dużo mniejszą skalę). Jednakże, na obszarze północno-zachodniej Polski KRI (spółka powiązana kapitałowo z PBG) planuje duże inwestycje w rozbudowę istniejącej sieci przesyłowej, w tym w nowe przyłącza, stacje redukcyjno-pomiarowe itp. Wartość inwestycji KRI mogłaby sięgnąć nawet 0,4 mld PLN.

### CAPEX grupy PGNiG wg segmentów w latach 2006-2009\* [mln PLN]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., PGNiG

### Wartość majątku w polskim sektorze gazowym na koniec 2009 roku i planowany CAPEX\* [mld PLN]



Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., PGNiG, \*uśredniona wartość oczekiwana, PMG- podziemne magazyny gazu



Liderem na rynku usług wykonawczych w zakresie gazownictwa w Polsce jest obecnie PBG, które realizuje największe projekty inwestycyjne (m.in. budowa magazynu gazu w Wierchowicach, rozbudowa kopalni gazu i ropy naftowej Lubiaków-Międzychód-Grotów, budowa terminalu LNG w Świnoujściu – łącznie powyższe trzy projekty warte są około 4,9 mld PLN netto). Obok PBG i innych dużych grup budowlanych (Polimex-Mostostal i podmioty zagraniczne), na rynku funkcjonują także mniejsze firmy wykonawcze świadczące usługi na rzecz wiodących podmiotów. W Wielkopolsce, obok Tesgasu, takimi podmiotami są: Pharmgas, Zrug, Gazomet oraz SUG Gaz Serwis.

#### Struktura rynku wykonawstwa



Źródło: spółka

Zauważamy trzy znaczące przewagi konkurencyjne Tesgasu w segmencie wykonawczym:

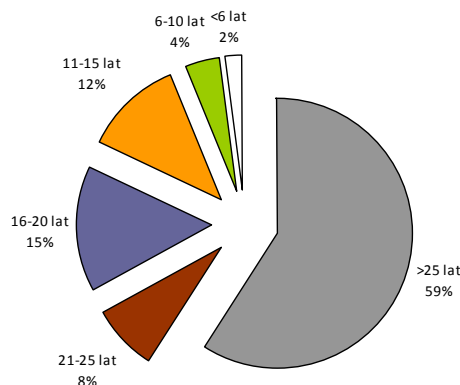
- spółka historycznie ściśle współpracuje z grupą PBG, która posiada naszym zdaniem największe referencje w zakresie prac związanych z budową, rozbudową i modernizacją infrastruktury gazowej w Polsce,
- spółka posiada korzystną lokalizację w pobliżu największej inwestycji w segmencie gazu w najbliższych latach, Terminalu LNG w Świnoujściu, która niesie za sobą także konieczność rozbudowy infrastruktury przesyłowej w regionie północno-zachodniej Polski,
- zarządcy infrastruktury najchętniej zlecają prace wykonawcze nad istniejącą w danym regionie siecią przesyłową podmiotom, które te sieci eksploatują.

#### Perspektywy rynkowe

Rozwój rynku usług wykonawczych uzależniony jest od inwestycji w infrastrukturę gazowniczą w Polsce, natomiast dynamika wzrostu rynku usług eksploatacyjnych jest ściśle skorelowana ze stopniem rozwoju infrastruktury.

Kluczowe znaczenie dla zapewnienia bezpieczeństwa dostaw paliw gazowych ma stan techniczny infrastruktury przesyłowej. Pomimo iż funkcjonowanie systemu przesyłowego nie budzi na razie większych zastrzeżeń, to jego struktura wiekowa oraz znaczne wyeksploatowanie w przyszłości może być zagrożeniem dla ciągłości dostaw surowca.

#### Struktura wiekowa gazociągów przesyłowych w Polsce



Źródło: OGP Gaz-System

Roczne zapotrzebowanie Polski na gaz ziemny wynosi obecnie 14 mld m<sup>3</sup>. Około 30% pochodzi z wydobycia krajowego a pozostała ilość jest importowana głównie z Rosji. W celu zdywersyfikowania źródeł importowanego gazu w Świnoujściu powstaje terminalu LNG. Wartość inwestycji to 2,4 mld PLN. Za projekt odpowiedzialne jest Polskie LNG (spółka w 100% zależna od OGP Gaz-System). W lipcu umowę na generalne wykonawstwo projektu podpisało konsorcjum w skład, którego wchodzi Saipem (lider), Techint Compagnia, Snamprogetti Kanada oraz PBG. Udział PBG w konsorcjum to przynajmniej 33% (spółka ma szansę zwiększyć wartość swojej części nawet dwukrotnie poprzez podwykonawstwo dla pozostałych członków konsorcjum). Terminal ma zostać oddany do użytkowania do 30 czerwca 2014 roku. Początkowo pozwoli na odbiór 5 mld m<sup>3</sup> gazu rocznie.

Źródłem 0,5 mld m<sup>3</sup> gazu rocznie ma być interkonektor, czyli gazociąg łączący polski Cieszyn z czeską siecią Moravia (inwestycja warta 7 mln EUR, termin ukończenia 2011 rok). Połączy on polską sieć z siecią gazową UE (obecnie istnieje 1 taki interkonektor). W pewnym zawieszaniu znajduje się obecnie projekt gazociągu Baltic Pipe, który łączyłby polskie Niechorze z systemem przesyłowym Danii. W pierwotnej wersji miał on umożliwić import gazu ze złóż norweskich, jednakże ze względu na brak opłacalności zrezygnowano z tego projektu. W obecnej wersji (do końca 2011 roku ma być przygotowany projekt techniczny) Baltic Pipe miałby umożliwić sprzedaż nadwyżek gazu po uruchomieniu terminalu LNG.

Bezpieczeństwo energetyczne Polski ma zostać zwiększone także poprzez wzrost wydobycia gazu przez krajowe podmioty. Najważniejszą inwestycją w tym zakresie jest projekt zagospodarowanie złóż gazu i ropy Lubiatów-Międzychód-Grotów (LMG). Inwestycję wartą 1,4 mld PLN wykonać do 2013 roku dla PGNiG ma grupa PBG.

Ważnym aspektem niezbędnym do bezpieczeństwa energetycznego Polski są inwestycje w pojemności magazynowe gazu, które pozwalają na utrzymanie odpowiedniego poziomu rezerw na wypadek krótkotrwałych przerw w dostawach gazu w wyniku awarii lub ograniczeń dostaw surowca. Ponadto magazyny zapewniają utrzymanie stałego poziomu wydobycia w ciągu roku. PGNiG posiada 6 magazynów o pojemności 1,7 mld m<sup>3</sup>, co stanowi 11,9% rocznego zapotrzebowania klientów. Strategia PGNiG zakłada zwiększenie pojemności magazynowych o ok. 2 mld m<sup>3</sup> do 3,8 mld m<sup>3</sup> w 2015 roku. Największym projektem w tym obszarze jest rozbudowa magazynu gazu w Wierchowicach z 0,5 mld m<sup>3</sup> do pojemności 2 mld m<sup>3</sup> w 2015 roku. Obecnie trwa pierwszy etap, po którym pojemność wzrośnie 1,2 mld m<sup>3</sup> w 2011 roku, kosztem 1,1 mld PLN (generalnym wykonawcą jest PBG). Jednym z podwykonawców są Tesgas (zlecenia na budowę trzech zbiorników dla magazynu) oraz PI Ćwiertnia (wykonaniu dostawy i montażu orurowienia oraz konstrukcji stalowej estakad na potrzeby instalacji pomocniczych i instalacji AKPiA), a w przyszłości planują składanie ofert na kolejne elementy.

Warto zwrócić uwagę, że wysyp największych kontraktów w segmencie gazu przekłada się na zmiany na dotychczasowym rynku usług wykonawczych. Zaangażowanie największego podmiotu w branży, PBG, w realizację wysokobudżetowych inwestycji powoduje, że jest ona zmuszona do odstąpienia bądź zlecenia części dotychczas wykonywanych przez siebie prac innym mniejszym podmiotom (przychody segmentu gazu i ropy naftowej w 2007 roku wynosiły 353 mln PLN, w 2010 roku wyniosą około 1,0 mld PLN). Ze względu na historycznie dobrą współpracę pomiędzy PBG a Tesgasem, można oczekiwać, że spółka na tym skorzysta.

W najbliższym okresie Tesgas liczy także na kontrakty związane z przebudową sieci gazowej przy budowach autostrad, dróg ekspresowych i obwodnic. W 2009 roku spółka pozyskała w tym segmencie m.in. kontrakt na przebudowę gazociągów na terenie budowy autostradowej obwodnicy Wrocławia (zlecającym jest Budimex). W 3Q'10 zawarto szereg umów z wchodzącą w skład grupy PBG Aprivią.

W dłuższym terminie czynnikiem mogącym pozytywnie wpłynąć na rozwój budownictwa infrastruktury gazowej mogą być udane odwierty mające na celu poszukiwanie w Polsce gazu w tzw. złożach niekonwencjonalnych (w łupkach i piaskowcach). Do pierwszych odwiertów na terenie Polski już doszło. Ocenia się, że wydobycie na skalę przemysłową mogłoby zacząć się za około 10 lat. Zagraniczne instytucje szacują, że w takich złożach może być nawet kilka bln m<sup>3</sup> gazu (przy rocznym zużyciu w Polsce 14 mld m<sup>3</sup>).

## PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Tesgas dotychczas skupiał się na realizacji mniejszych zleceń (wartość <10 mln PLN, średni okres kontraktu 7 miesięcy) podwykonawczych w zakresie gazu ziemnego. Przejęcie PI Ćwiertnia pozwoli spółce na ubieganie się o większe zlecenia, także dzięki doświadczeniu spółki w zakresie generalnego wykonawstwa średnich obiektów inżynierskich (PI Ćwiertnia realizuje kontrakty o wartości do 20-25 mln PLN, których czas trwania często przekracza 1 rok).

### Najważniejsze kontrakty realizowane przez Tesgas na przestrzeni 2010 roku\*

Kontrakt	Zleceniodawca	Wpływy 2010 [mln PLN]	Wpływy 2011 [mln PLN]
Eksploatacja stacji I st.	WSG	7,7	1,9
Eksploatacja stacji I st.	OGP Gaz System	5,0	5,0
Eksploatacja stacji II st.	WSG	3,0	7,1
Przestawianie gazu w Poznaniu	PBG (dla PGNiG)	4,2	0,0
Eksploatacja tłoczni gazu	PBG (dla EuroPol-Gaz)	2,8	2,8
Zagospodarowanie odwiertów Barnówko, Buszewo	PGNiG o. Zielona Góra	3,0	0,0
Wymiana gazomierzy w m. Poznań	WSG	2,4	0,0
Budowa stacji pomiarowej w Kłodawie	OGP Gaz System	1,8	0,0
Prace gazowe podczas budowy dróg*	firmy drogowe	8,0	2,4
KRNiGZ Dębno - budowa instalacji p.poż.	PGNiG	1,8	0,5

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka, \*wg stanu na 17.08.2010, w IX'10 spółka podpisała kolejne umowy w tym zakresie o łącznej wartości 19,6 mln PLN netto

Jednostkowy portfel zamówień Tesgasu szacujemy obecnie na około 90 mln PLN (w okresie od 4Q'10-2012), natomiast w przypadku PI Ćwiertnia jest to około 20 mln PLN. Dodatkowo spółki na bieżąco pozyskują prace przy budowie kopalni LMG oraz pracach związanych z instalacjami gazowniczymi przy autostradach (najczęściej chodzi o przeniesienie i modernizację gazociągów). Perspektywą 2011 roku jest pozyskanie zleceń podwykonawczych przy budowie terminalu LNG w Świnoujściu (kontrakt o wartości 2,4 mld PLN wygrało konsorcjum w skład, którego wchodzi PBG). Szacujemy, że Tesgas może pozyskać na LNG zlecenia o wartości do około 50-100 mln PLN. Budowie terminalu będzie towarzyszyć także rozbudowa sieci przesyłowej w północno-zachodniej Polsce. Wartość prac szacuje się na około 5,0 mld PLN, z czego około 10% mogą stanowić prace dotyczące obiektów gazowych, gdzie Tesgas posiada odpowiednie kompetencje (pozostałe prace dotyczą samych gazociągów przesyłowych, gdzie spółka nie posiada odpowiednich kompetencji, które mają spółki budowlane wchodzące w skład grupy PGNiG oraz PBG).

## WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'10 oraz PROGNOZA NA 3Q'10

### Wyniki skonsolidowane Tesgasu za 2Q'10 [mln PLN]

	2Q'09	2Q'10	zmiana r/r	1H'09	1H'10	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	21,8	25,6	17,7%	35,5	41,3	16,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,0	8,3	65,6%	8,6	12,7	48,0%
EBITDA	3,4	7,0	104,2%	5,8	9,6	63,6%
EBIT	2,8	6,0	115,5%	4,5	8,1	77,1%
Zysk (strata) brutto	2,5	6,6	158,3%	4,0	8,6	112,6%
Zysk (strata) netto	2,1	5,7	171,4%	3,2	7,3	128,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,1%	32,5%		24,1%	30,7%	
Marża EBITDA	15,6%	27,1%		16,5%	23,1%	
Marża EBIT	12,7%	23,3%		12,8%	19,5%	
Marża zysku netto	9,7%	22,3%		9,1%	17,8%	

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Podobnie jak ma to miejsce w większości spółek budowlanych przychody Tesgasu charakteryzują się wyraźną sezonowością. Ze względu na uwarunkowania pogodowe, prace wykonawcze realizowane są głównie w 2-4Q (za czego najwięcej przychodów realizowane jest w 4Q). Natomiast w zakresie działalności eksploatacyjnej sezonowość jest niewielka. Biorąc pod uwagę jednostkowe wyniki Tesgasu, zwykle w 1H realizowane jest 30-40% rocznych przychodów. W 2Q'10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 17,7% do 25,6 mln PLN (częściowo efekt konsolidacji Stali Warsztat). Wyraźnie wyższe niż rok wcześniej były uzyskane rentowności. Wyniki EBIT wzrósł z 2,8 mln PLN do 6,0 mln PLN a zysk netto z 2,1 mln PLN do 5,7 mln PLN. Duża w tym zasługa zakończenia prac na jednym z większych kontraktów realizowanych przez spółkę, co zaowocowało rozliczeniem marży (Tesgas w czasie realizacji kontraktu księguje zerową marżę). Wpływ tego czynnika na wynik netto to około 3,0 mln PLN.

### Prognoza wyników skonsolidowanych Tesgasu za 3Q'10 [mln PLN]

	3Q'09 jedn	3Q'10P jedn	zmiana r/r	3Q'10P skons	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	25,8	23,2	-10,2%	55,8	115,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,0	4,6	-6,5%	6,1	23,4%
EBITDA	3,8	3,5	-8,3%	3,3	-13,2%
EBIT	3,2	2,7	-13,3%	2,3	-25,6%
Zysk (strata) brutto	3,0	2,4	-20,3%	2,0	-33,2%
Zysk (strata) netto	2,4	1,9	-21,6%	1,6	-32,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,2%	20,0%		11,0%	
Marża EBITDA	14,6%	14,9%		5,9%	
Marża EBIT	12,2%	11,8%		4,2%	
Marża zysku netto	9,2%	8,0%		2,9%	

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., spółka

Od 3Q'10 spółka konsoliduje wyniki PI Ćwiertnia. Przełoży się to na skokowy wzrost przychodów ze sprzedaży. Szacujemy, że na poziomie jednostkowym Tesgas wypracuje około 23 mln PLN, natomiast PI Ćwiertnia dołoży kolejne 30 mln PLN. Spodziewamy się wyraźnego spadku marży na poziomie brutto ze sprzedaży jako efektu konsolidacji przejętej spółki. PI Ćwiertnia nie kończy w 3Q'10 żadnych większych zleceń, dlatego marża znajdzie się na minimalnym poziomie. Pozytywnego efektu stosowanej polityki rachunkowej można spodziewać się natomiast w 4Q'10, kiedy dojdzie m.in. do rozliczenia kontraktu dotyczącego prac na stadionie w Poznaniu. Na poziomie skonsolidowanego EBIT w 3Q'10 spodziewamy się rezultatu na poziomie 2,3 mln PLN (wynik obejmuje dodatkowe obciążenie z tytułu kosztów przejścia PI Ćwiertnej w kwocie 0,6 mln PLN), natomiast skonsolidowany wynik netto szacujemy na 1,6 mln PLN.

## PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2010-2019

Zamieszczona w prospekcie prognoza skonsolidowanych wyników na 2010 rok zakładała wypracowanie 154,3 mln PLN przychodów, 18,9 mln PLN EBIT oraz 14,3 mln PLN zysku netto. Prognoza ostrożnie podchodziła do przychodów możliwych do uzyskania przez PI Ćwiertnia. (jednakże nie wpłynie to na wynik EBIT ze względu na stosowaną metodę rozliczania marży). Dodatkowo należy uwzględnić 0,6 mln PLN kosztów z tytułu przejścia PI Ćwiertnia. Tym samym zakładamy wypracowanie 164,5 mln PLN przychodów, 18,1 mln PLN EBIT oraz 14,0 mln PLN zysku netto (spodziewamy się, że ze względu na sposób rozliczania kontraktów główna część wyniku za 2H'10 przypadnie na 4Q'10). Biorąc po uwagę dane pro-forma (konsolidacji PI Ćwiertnia od początku roku) zakładamy wypracowanie 214,4 mln PLN przychodów w 2010 roku.

W 2011 roku przy pełnej konsolidacji przejętej spółki, zakładamy odpowiednio 219,6 mln PLN, 20,9 mln PLN i 15,4 mln PLN. Dynamika wzrostu zysku netto 2011/10 pozornie nie jest duża, jednak zwracamy uwagę na czynniki jednorazowe, które podwyższają wynik 2010 roku (ujawnienie zysków Segusa z lat ubiegłych oraz zysku z nabycia Stali Warsztat oraz z drugiej strony koszty nabycia PI Ćwiertnia dają per saldo +1,2 mln PLN na poziomie brutto). Poziom rentowności od 2011 obniża całoroczna konsolidacja PI Ćwiertnia, która generuje wyraźnie niższe marże niż Tesgas (zakładamy około 5% na poziomie EBIT w długim terminie wobec 12-14% w przypadku Tesgasu w ujęciu jednostkowym, który uzyskuje wyższe marże na działalności eksploatacyjnej).

W 2010 roku Ćwiertnia powinna, głównie dzięki wzrostowi zleceń ze strony PBG, zanotować znaczny wzrost przychodów (do około 100 mln PLN). Spodziewamy się także wyższej niż w 2010 roku rentowności dzięki zakończeniu realizacji większych kontraktów. Zwracamy uwagę, że w czasie realizacji kontraktu spółka księguje wyniki według zerowej marży (przychody = koszty), wynik wykazując dopiero pod zakończeniu zlecenia. Przełożyło się to m.in. na bardzo słaby wynik 2009 roku, kiedy nie ukończono większych zleceń. Ta samą metodę rozliczania kontraktów stosuje Tesgas, jednakże w jego wypadku nie ma to większego wpływu na raportowane na bieżąco wyniki ze względu na dużo krótszy czas realizacji kontraktów (zwykle 6-8 miesięcy, natomiast w przypadku PI Ćwiertnia umowy realizowane są zwykle w okresie >1 roku). Spółka planuje w przyszłości zmienić sposób rozliczania na system marży stałej (stosowany przez większość giełdowych spółek z branży budowlanej).

Podstawowym źródłem przychodów w naszym modelu w najbliższych latach są usługi wykonawcze i generalnego wykonawstwa świadczone przez Tesgas oraz PI Ćwiertnia. Biorąc pod uwagę zakładany wzrost wydatków na infrastrukturę gazową, spodziewamy się wzrostu popytu na świadczone przez spółki specjalistyczne usługi. Ograniczona konkurencja (potrzebne specjalistyczne referencje) oraz dobre relacje z grupą PBG oraz PGNiG i Gaz System stawiają Tesgas i PI Ćwiertnia w dobrej pozycji wyjściowej przy ubieganiu się o kolejne zlecenia. Po 2012 spodziewany jest także wzrost nakładów inwestycyjnych ze strony EuRoPol GAZ, gdzie mogą pomóc referencje zdobyte przy eksploatacji gazociągu jamajskiego.

Zakładamy, że stabilnym źródłem przychodów będą usługi eksploatacyjne (ich rynek rośnie o około 3% rocznie) świadczone przez Tesgas oraz Segus, gdzie konkurencja jest dość ograniczona. Impulsem wzrostowym po 2014 roku, szczególnie dla zlokalizowanego w Szczecinie Segusa, może być rozbudowa sieci przesyłowej związana z budową terminalu LNG.

Zakładany skokowy wzrost przychodów Stali Warsztat w 2011 to efekt ukończenia nowej hali produkcyjnej w 2-3Q'11. Pozwoli ona spółce rozszerzyć ofertę asortymentową o kolejne specjalistyczne elementy przeznaczone dla infrastruktury gazowej oraz duże elementy przeznaczone dla innych segmentów budownictwa (elementy mostów, estakady, słupy reklamowe). Zdaniem zarządu Tesgasu w 2011 roku powinien ożywić się także popyt ze strony branży motoryzacyjnej.

**Projekcja skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży netto Tesgasu na lata 2010-2019**

Przychody [mln PLN]	2009	2009 PF	2010P	2010 PF	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>Razem</b>	<b>91,0</b>	<b>161,5</b>	<b>164,5</b>	<b>214,4</b>	<b>219,6</b>	<b>230,9</b>	<b>243,0</b>	<b>249,9</b>	<b>256,2</b>	<b>261,8</b>	<b>267,0</b>	<b>272,3</b>	<b>277,8</b>
<b>Tesgas</b>	<b>91,0</b>	<b>91,0</b>	<b>104,1</b>	<b>104,1</b>	<b>105,8</b>	<b>111,9</b>	<b>119,2</b>	<b>123,6</b>	<b>127,3</b>	<b>130,3</b>	<b>132,9</b>	<b>135,6</b>	<b>138,3</b>
Usługi	91,0	91,0	104,1	104,1	105,8	111,9	119,2	123,6	127,3	130,3	132,9	135,6	138,3
wykonawstwo	62,1	62,1	72,6	72,6	73,3	78,5	84,8	88,1	90,8	93,1	94,9	96,8	98,7
eksploatacja	27,4	27,4	29,9	29,9	30,8	31,7	32,7	33,6	34,6	35,3	36,0	36,8	37,5
najem	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
pozostałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Towary i materiały	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ćwiertnia</b>	<b>0,0</b>	<b>60,8</b>	<b>49,8</b>	<b>99,7</b>	<b>100,2</b>	<b>104,2</b>	<b>108,4</b>	<b>110,5</b>	<b>112,7</b>	<b>115,0</b>	<b>117,3</b>	<b>119,6</b>	<b>122,0</b>
<b>Stal Warsztat</b>	<b>0,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>10,4</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,3</b>	<b>13,6</b>
<b>Segus</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
<b>Zmiana r/r</b>	<b>2009</b>	<b>2009 PF</b>	<b>2010P</b>	<b>2010 PF</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
<b>Razem</b>	<b>31,8%</b>		<b>80,9%</b>	<b>32,7%</b>	<b>33,5%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
<b>Tesgas</b>	<b>31,8%</b>		<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
Usługi	33,8%		14,5%	14,5%	1,6%	5,8%	6,5%	3,7%	3,0%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%
wykonawstwo	48,6%		17,0%	17,0%	1,0%	7,0%	8,0%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
eksploatacja	9,2%		9,0%	9,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
najem	36,3%		10,0%	10,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	14,3%		5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Towary i materiały	-99,1%		-100,0%	-100,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ćwiertnia</b>				<b>64,0%</b>	<b>101,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
<b>Stal Warsztat</b>				<b>10,0%</b>	<b>40,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
<b>Segus</b>				<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
<b>Struktura</b>	<b>2009</b>	<b>2009 PF</b>	<b>2010P</b>	<b>2010 PF</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
<b>Tesgas</b>	<b>100,0%</b>	<b>56,3%</b>	<b>63,3%</b>	<b>48,6%</b>	<b>48,2%</b>	<b>48,5%</b>	<b>49,0%</b>	<b>49,5%</b>	<b>49,7%</b>	<b>49,8%</b>	<b>49,8%</b>	<b>49,8%</b>	<b>49,8%</b>
Usługi	100,0%	56,3%	63,3%	48,6%	48,2%	48,5%	49,0%	49,5%	49,7%	49,8%	49,8%	49,8%	49,8%
wykonawstwo	68,2%	38,4%	44,1%	33,9%	33,4%	34,0%	34,9%	35,3%	35,4%	35,6%	35,6%	35,6%	35,6%
eksploatacja	30,1%	17,0%	18,2%	13,9%	14,0%	13,7%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
najem	1,6%	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
pozostałe	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Towary i materiały	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ćwiertnia</b>	<b>0,0%</b>	<b>37,6%</b>	<b>30,3%</b>	<b>46,5%</b>	<b>45,6%</b>	<b>45,1%</b>	<b>44,6%</b>	<b>44,2%</b>	<b>44,0%</b>	<b>43,9%</b>	<b>43,9%</b>	<b>43,9%</b>	<b>43,9%</b>
<b>Stal Warsztat</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Segus</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., PF – pro forma

**Prognoza wyników wg spółek [mln PLN]**

<b>Tesgas skons.</b>	<b>2009</b>	<b>2009 PF</b>	<b>2010P</b>	<b>2010 PF</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przychody	91,0	161,5	164,5	214,4	219,6	230,9	243,0	249,9	256,2	261,8	267,0	272,3	277,8
Zysk brutto ze sprzedaży	17,6	23,7	30,4	33,9	35,9	37,9	40,0	41,0	41,9	42,5	43,1	43,7	44,3
rentowność	19,3%	14,6%	18,5%	15,8%	16,4%	16,4%	16,5%	16,4%	16,3%	16,3%	16,2%	16,1%	16,0%
Zysk na sprzedaży	9,7	12,1	17,9	20,1	21,4	22,5	23,7	24,2	24,6	24,9	25,2	25,4	25,6
rentowność	10,7%	7,5%	10,9%	9,4%	9,7%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%
<b>Tesgas jedn.</b>	<b>2009</b>	<b>2009 PF</b>	<b>2010P</b>	<b>2010 PF</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przychody	91,0	91,0	104,1	104,1	105,8	111,9	119,2	123,6	127,3	130,3	132,9	135,6	138,3
Zysk brutto ze sprzedaży	17,6	17,6	23,1	23,1	23,3	24,6	26,2	26,9	27,5	27,9	28,2	28,5	28,8
rentowność	19,3%	19,3%	22,2%	22,2%	22,0%	22,0%	22,0%	21,8%	21,6%	21,4%	21,2%	21,0%	20,8%
Zysk na sprzedaży	9,7	9,7	14,2	14,2	14,2	15,0	16,0	16,3	16,5	16,7	16,7	16,8	16,9
rentowność	10,7%	10,7%	13,6%	13,6%	13,4%	13,4%	13,4%	13,2%	13,0%	12,8%	12,6%	12,4%	12,2%
<b>Ćwiertnia</b>	<b>2009</b>	<b>2009 PF</b>	<b>2010P</b>	<b>2010 PF</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przychody	0,0	60,8	49,8	99,7	100,2	104,2	108,4	110,5	112,7	115,0	117,3	119,6	122,0
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	2,5	3,5	7,0	8,0	8,3	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4	9,6	9,8
rentowność		4,2%	7,0%	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Zysk na sprzedaży	0,0	1,2	2,2	4,4	5,5	5,7	5,9	6,0	6,1	6,3	6,4	6,5	6,7
rentowność		1,9%	4,5%	4,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>Stal Warsztat</b>	<b>2009</b>	<b>2009 PF</b>	<b>2010P</b>	<b>2010 PF</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przychody	0,0	6,8	7,5	7,5	10,4	11,5	12,0	12,3	12,5	12,8	13,0	13,3	13,6
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	2,2	2,5	2,5	3,2	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1
rentowność		32,9%	33,0%	33,0%	31,0%	30,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Zysk na sprzedaży	0,0	0,8	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6
rentowność		11,7%	14,5%	14,5%	12,5%	12,0%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
<b>Segus</b>	<b>2009</b>	<b>2009 PF</b>	<b>2010P</b>	<b>2010 PF</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przychody	0,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
rentowność		44,9%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
Zysk na sprzedaży	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
rentowność		14,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A., PF – pro forma

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Aktywa trwałe	38,0	38,3	83,9	87,2	87,1	87,4	87,7	87,8	87,9	87,9	87,9	88,0
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,9	29,6	29,7	29,8	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,8
Rzeczowe aktywa trwałe	22,7	22,4	37,5	40,7	40,5	40,7	41,0	41,0	41,1	41,1	41,2	41,3
Pozostałe aktywa trwałe	15,1	15,0	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Aktywa obrotowe	36,9	57,9	152,2	164,1	183,5	195,6	206,2	215,2	224,1	229,9	235,0	243,1
Zapasy	3,1	3,2	5,5	5,6	5,9	6,2	6,4	6,6	6,7	6,9	7,0	7,1
Należności krótkoterminowe	27,2	34,3	99,1	101,5	106,7	112,3	115,6	118,4	121,0	123,4	125,9	128,4
Inwestycje krótkoterminowe	6,4	19,9	47,1	56,5	70,4	76,5	83,8	89,8	95,9	99,2	101,6	107,1
Pozostałe aktywa obrotowe	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>74,9</b>	<b>96,2</b>	<b>236,1</b>	<b>251,3</b>	<b>270,6</b>	<b>283,0</b>	<b>294,0</b>	<b>303,0</b>	<b>311,9</b>	<b>317,8</b>	<b>322,9</b>	<b>331,1</b>
Kapitał (fundusz) własny ogółem	19,9	36,5	109,5	126,0	143,8	154,7	165,5	174,8	184,2	191,8	197,5	203,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	55,0	59,7	126,6	125,4	126,8	128,3	128,4	128,2	127,7	126,0	125,4	127,9
Rezerwy na zobowiązania	1,6	1,2	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Zobowiązania długoterminowe	21,0	17,6	22,9	19,8	16,8	13,8	10,8	7,8	4,8	0,7	0,7	0,7
- w tym dług oprocentowany	17,6	22,1	22,1	19,1	16,1	13,1	10,1	7,1	4,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	32,1	40,6	101,5	103,3	107,8	112,3	115,4	118,2	120,7	123,1	122,5	124,9
- w tym dług oprocentowany	4,0	5,6	5,1	4,5	3,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>74,9</b>	<b>96,2</b>	<b>236,1</b>	<b>251,3</b>	<b>270,6</b>	<b>283,0</b>	<b>294,0</b>	<b>303,0</b>	<b>311,9</b>	<b>317,8</b>	<b>322,9</b>	<b>331,1</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	69,0	91,0	164,5	219,6	230,9	243,0	249,9	256,2	261,8	267,0	272,3	277,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	53,2	73,4	134,1	183,7	193,0	203,0	208,9	214,3	219,2	223,9	228,6	233,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	15,8	17,6	30,4	35,9	37,9	40,0	41,0	41,9	42,5	43,1	43,7	44,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	7,5	7,9	13,1	14,5	15,4	16,3	16,8	17,2	17,6	18,0	18,3	18,7
Zysk (strata) na sprzedaży	8,3	9,7	17,3	21,4	22,5	23,7	24,2	24,6	24,9	25,2	25,4	25,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,7	0,3	0,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
EBITDA	9,9	12,6	21,4	25,0	26,2	27,4	28,0	28,5	28,8	29,0	29,3	29,5
EBIT	7,6	10,0	18,1	20,9	22,0	23,3	23,7	24,1	24,4	24,6	24,9	25,1
Saldo pozostałej działalności finansowej	-0,7	-0,8	-1,1	-0,6	0,0	0,5	0,8	1,2	1,5	1,8	2,1	2,3
Zysk (strata) brutto	6,9	9,2	17,9	20,4	22,0	23,7	24,6	25,3	25,9	26,4	26,9	27,3
Zysk (strata) mniejszości	0,0	0,0	0,5	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>5,3</b>	<b>7,3</b>	<b>14,0</b>	<b>15,4</b>	<b>16,7</b>	<b>18,0</b>	<b>18,7</b>	<b>19,3</b>	<b>19,7</b>	<b>20,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,8</b>
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	11,8	11,1	13,2	20,6	21,3	22,2	22,8	23,2	23,4	23,5	23,7	23,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,0	-3,1	-38,5	-6,1	-2,5	-2,7	-2,6	-2,3	-2,2	-2,1	-2,0	-2,0
Przepływy z działalności finansowej	0,4	5,6	52,5	-5,1	-4,9	-13,4	-12,9	-14,9	-15,1	-18,2	-19,2	-16,4
Przepływy pieniężne netto	3,2	13,6	27,2	9,4	13,9	6,1	7,3	5,9	6,1	3,3	2,4	5,5
Środki pieniężne na początek okresu	3,1	6,3	19,9	47,1	56,5	70,4	76,6	83,8	89,8	95,9	99,2	101,6
Środki pieniężne na koniec okresu	6,3	19,9	47,1	56,5	70,4	76,6	83,8	89,8	95,9	99,2	101,6	107,1



**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody zmiana r/r	32%	81%	33%	5%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	27%	70%	17%	5%	5%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	31%	80%	16%	5%	5%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	38%	91%	10%	8%	8%	4%	3%	2%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	19%	18%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Marża EBITDA	14%	13%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża EBIT	11%	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
Marża brutto	10%	11%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża netto	8%	8%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	7%
COGS / przychody	81%	82%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%
SG&A / przychody	9%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
SG&A / COGS	11%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
ROE	20%	13%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	10%	10%
ROA	7%	7%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Dług	21,6	27,3	23,6	20,0	16,1	13,1	10,1	7,1	3,0	0,0	0,0
D / (D+E)	22%	12%	9%	7%	6%	4%	3%	2%	1%	0%	0%
D / E	29%	13%	10%	8%	6%	5%	3%	2%	1%	0%	0%
Odsetki / EBIT	-8%	-6%	-3%	0%	2%	3%	5%	6%	7%	8%	9%
Dług / kapitał własny	59%	25%	19%	14%	10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%
Dług netto	1,7	-19,8	-32,8	-50,4	-60,4	-70,7	-79,7	-88,8	-96,2	-101,6	-107,1
Dług netto / kapitał własny	5%	-18%	-26%	-36%	-40%	-44%	-47%	-50%	-53%	-54%	-56%
Dług netto / EBITDA	14%	-93%	-131%	-192%	-220%	-253%	-280%	-309%	-331%	-347%	-363%
Dług netto / EBIT	17%	-110%	-157%	-228%	-260%	-298%	-330%	-364%	-391%	-409%	-427%
EV	111,0	151,4	143,1	125,6	115,5	105,2	96,2	87,1	79,7	74,3	68,8
Dług / EV	19%	18%	17%	16%	14%	12%	10%	8%	4%	0%	0%
CAPEX / Przychody	3%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	127%	251%	181%	97%	107%	107%	102%	101%	101%	101%	101%
Amortyzacja / Przychody	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1%	3%	1%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>
MC/S*	1,2	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E*	14,9	12,3	11,4	10,5	9,8	9,4	9,1	8,9	8,7	8,6	8,4
P/BV*	3,0	1,6	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/CE*	11,1	9,9	9,0	8,4	7,9	7,7	7,5	7,3	7,2	7,0	7,0
EV/EBITDA*	8,8	7,1	5,7	4,8	4,2	3,8	3,4	3,0	2,7	2,5	2,3
EV/EBIT*	11,0	8,4	6,8	5,7	5,0	4,4	4,0	3,6	3,2	3,0	2,7
EV/S*	1,2	0,9	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
BVPS	5,2	9,9	11,1	12,7	13,6	14,6	15,4	16,2	16,9	17,4	17,9
EPS	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
CEPS	1,4	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2
FCFPS	1,1	-2,1	1,1	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	1,0	1,0	1,2	1,4	1,4	1,5
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	70,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A. \* Obliczenia przy cenie 15,5 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI**

**Maciej Bobrowski**  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdm.com.pl

**Dyrektor Wydziału**  
IT, media, handel

**Marcin Stebakow**  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: stebakow@bdm.com.pl

handel

**Krzysztof Pado**  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.com.pl

**Specjalista ds. analiz**  
materiały budowlane,  
budownictwo

**Krzysztof Zarychta**  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: zarychta@bdm.com.pl

chemia, surowce, energetyka

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
WACC - średni ważony koszt kapitału  
CAGR - średnioroczny wzrost  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka  
Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:  
Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**Poprzednie rekomendacje spółki**

Poprzednia rekomendacja	-
Wycena poprzedniej rekomendacji	-
Data poprzedniej rekomendacji	-
Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	15,50

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'10**

Kupuj	1	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Klauzule:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest i jest z nim zgodny.  
Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.  
Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 19.10.2010 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 22.10.2010 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.  
Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.  
Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się niefortunne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.  
Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.  
W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.  
Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.  
Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.  
BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.  
Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.  
BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.  
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.