



Dom Maklerski BDM S.A.

## TESGAS

### RAPORT ANALITYCZNY

Uważamy, że ostatnia przecena kursu akcji Tesgasu jest nieuzasadniona. Zarząd spółki podtrzymuje prognozę wyników na 2010 rok, która jest praktycznie zbieżna z naszymi założeniami w modelu (zakładamy wyższy poziom przychodów w związku z realizacją dodatkowych kontraktów w 4Q'10). Słabe na poziomie rentowności wyniki za 3Q'10 były przez nas oczekiwane (związane jest to przyjętą przez spółkę polityką dotyczącą rozliczania wyniku na kontraktach), co sygnalizowaliśmy w poprzednim raporcie. Spodziewamy się znacznej poprawy rezultatów w 4Q'10 w ujęciu r/r (efekt rozliczenia marży w PI Czwierćnia z kontraktu na stadionie w Poznaniu oraz wzrost przychodów Tesgasu wynikający z realizacji kontraktów gazowych przy autostradach oraz podwykonawczych dla PBG). Spółka nie publikowała w ostatnim czasie komunikatów mogących przyczynić się do przeceny akcji. Obecna cena rynkowa jest niewiele wyższa od ceny z oferty publicznej spółki z lipca 2010 (14,5 PLN). **Podtrzymujemy rekomendację Kupuj, obniżając nieznacznie cenę docelową z 18,8 PLN do 18,2 PLN, co daje obecnie ponad 21% potencjał wzrostowy. Zmiana wyceny wynika w głównej mierze z przesunięcia okresu wyceny DCF na lata 2011-20, zmiany założeń dotyczących kapitału obrotowego (niższy poziom gotówki netto na koniec 2010 roku niż wcześniej szacowaliśmy), wzrostu stopu wolnej od ryzyka oraz zmian prognoz i kursów spółek z grupy porównawczej.**

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 (przejęcie PI Czwierćnia). Zwracamy uwagę na długoletnią współpracę Tesgasu i PI Czwierćnia z PBG, który poprzez zlecenie prac podwykonawczych umożliwia tym spółkom uczestnictwo w realizacji największych kontraktów na rynku (kontrakty gazowe, stadionowe, drogowe czy w przyszłości terminal LNG).

Ostatnie działania Gaz Systemu (otrzymanie dofinansowanie na budowę gazociągów, wybór krótkiej listy podmiotów na dostawę rur izolowanych o wartości 1,1 mld PLN brutto) urealnijają naszym zdaniem oczekiwania w kwestii znacznego wzrostu nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę gazową w najbliższych latach. Zwracamy jednocześnie uwagę, że Tesgas nie uczestniczy w samej budowie gazociągów przesyłowych, jednakże prowadzi działalność na rynku usług budowlanych w zakresie wykonawstwa obiektów gazowych (towarzyszących budowie samego gazociągu) oraz usług eksploatacji sieci gazowych (m.in. od 2010 roku spółka eksploatuje wszystkie tłocznie gazu na gazociągu jamalskim).

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody [mIn PLN]	69,0	91,0	172,1	226,1	237,0	249,6
EBITDA [mIn PLN]	9,9	12,6	20,7	25,1	26,6	27,9
EBIT [mIn PLN]	7,6	10,0	17,6	21,0	22,1	23,4
Zysk netto [mIn PLN]	5,3	7,3	13,7	15,1	16,5	17,9
P/BV	4,3	2,9	1,5	1,4	1,2	1,1
P/E	16,3	14,5	12,1	11,2	10,3	9,5
EV/EBITDA	10,4	8,6	7,2	5,7	4,8	4,2
EV/EBIT	13,5	10,7	8,5	6,9	5,7	5,0

## KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

**WYCENA 18,2 PLN**

21 GRUDNIA 2010

Wycena DCF [PLN]	17,3
Wycena porównawcza [PLN]	19,2
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>18,2</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>21,4%</b>
Koszt kapitału	10,8%
Cena rynkowa [PLN]	15,00
Kapitalizacja [mIn PLN]	165,8
Ilość akcji [mIn. szt.]	11,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-6,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	7,5%
Struktura akcjonariatu:	
Kocik Włodzimierz	22,4%
Kocik Marzenna	18,3%
Aviva Investors Poland	8,0%
Majewski Piotr	4,7%
Pozostali	46,5%

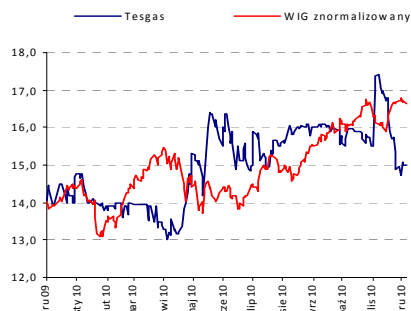
**Krzysztof Pado**

pado@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM 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
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
PROFIL DZIAŁALNOŚCI.....	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	9
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'10 ORAZ PROGNOZA NA 4Q'10 .....	10
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2010-2020.....	11
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	14

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Tesgas opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2011-2020 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 17,3 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 uwzględniać 2010 roku), dała wartość 1 akcji na poziomie 19,2 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 18,2 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	50%	17,3
Wycena metodą porównawczą	50%	19,2
<b>Wycena 1 akcji Tesgasu [PLN]</b>		<b>18,2</b>

Źródło: BDM 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, 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 na lata 2011-13 szacujemy obecnie na około 65 mln PLN, natomiast w przypadku PI Czwartnia jest to około 50 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 (spółka nie zajmuje się budową samych gazociągów przesyłowych – wymaga to specjalistycznego sprzętu a marże są niskie).

Nieznacznie podnieśliśmy prognozę przychodów na 2010 rok, utrzymując na zbliżonym poziomie prognozy wyników na niższych poziomach rachunku zysków i strat (są praktycznie zbieżne z oficjalną prognozą zarządu, który podtrzymał je w raporcie finansowym po wynikach za 3Q'10). Spodziewamy się znacznej poprawy wyników w 4Q'10 w ujęciu r/r, dzięki akwizycji PI Czwartnia, która w tym okresie rozliczy marżę na kontrakcie podwykonawczym na stadionie w Poznaniu oraz wzrostowi jednostkowych przychodów w Tesgasie.

Przy obecnej cenie rynkowej, gdzie  $P/E'11=11,2x$ ,  $EV/EBITDA=5,7x$ , 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. Nasze ostrożne podejście wynika z szybkiego wzrostu grupy na przestrzeni ostatniego roku (spółka nie miała wcześniej doświadczenia w akwizycjach). Jednocześnie Tesgas posiada jeszcze zasoby gotówki, które pozwalają jej na kolejne akwizycje i zwiększenia potencjału nie tylko w obszarze gazu ale także segmentach pokrewnych (ropa naftowa). Podtrzymujemy rekomendację Kupuj, wyznaczając cenę docelową na 18,2 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 (6,02%, poprzednio 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 172,1 mln PLN) a następnie w 2011 roku (do 226,1 mln PLN) to efekt konsolidacji PI Ćwiertnia, która powinna wypracować blisko 100 mln PLN przychodów w 2010 roku (skonsolidowane zostanie około 55-60% tego wyniku). Biorąc po uwagę dane pro-forma (konsolidacji PI Ćwiertnia od początku roku) zakładamy wypracowanie 215,6 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).
- Skorygowaliśmy założenia dotyczące kapitału obrotowego, obniżając wskaźniki rotacji poszczególnych składowych (w większym stopniu spłaciliśmy zobowiązania w 2010 roku), mając na uwadze fakt dążenia do obniżenia pozycji należności i zobowiązań handlowych w PI Ćwiertnia.
- Wycena uwzględnia prognozowany dług netto na koniec 2010 roku.
- W związku z opóźnieniem w budowie nowej hali przez Stal Warsztat (opóźnienie w otrzymaniu PnB), przesunęliśmy część nakładów inwestycyjnych z 2010 na 2011 rok. Nie uwzględniamy w modelu możliwości wykupu udziałów mniejszościowych w Stali Warsztat oraz PI Ćwiertnia. W okresie rezydującym CAPEX jest równy amortyzacji z 2020 roku.
- 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 21 grudnia 2010 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 195,8 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 17,3 PLN.

**Model DCF**

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	172,1	226,1	237,0	249,6	256,8	263,2	269,0	274,3	279,8	285,4	291,1
EBIT [mln PLN]	17,6	21,0	22,1	23,4	24,1	24,7	25,3	25,8	26,3	26,8	27,3
Stopa podatkowa	20,5%	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]	3,6	4,0	4,2	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2
NOPLAT [mln PLN]	14,0	17,0	17,9	18,9	19,5	20,0	20,5	20,9	21,3	21,7	22,1
Amortyzacja [mln PLN]	3,1	4,1	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7
CAPEX [mln PLN]	-6,2	-9,8	-4,6	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-31,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,5	-1,2	-0,8	-0,9	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
FCF [mln PLN]	-27,6	10,1	17,0	18,0	18,9	19,5	20,0	20,4	20,9	21,3	21,7
DFCF [mln PLN]		9,1	13,8	13,1	12,5	11,6	10,7	9,8	9,0	8,3	7,6
Suma DFCF [mln PLN]		105,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		245,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		86,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		192,0									
Dług netto 2010 [mln PLN]		-16,3									
Udziały mniejszości [mln PLN]		12,5									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>195,8</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		11,4									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>17,3</b>									

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

Przychody zmiana r/r	31,4%	4,8%	5,3%	2,9%	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	19,5%	5,3%	5,8%	3,0%	2,6%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
FCF zmiana r/r	---	68,6%	5,6%	5,3%	2,9%	2,7%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
Marża EBITDA	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%
Marża EBIT	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Marża NOPLAT	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
CAPEX / Przychody	4,4%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	237,9%	101,8%	100,9%	101,2%	101,5%	100,9%	100,6%	100,4%	100,2%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	0,5%	0,3%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Stopa wolna od ryzyka	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%	6,02%
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	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Udział kapitału własnego	93,6%	98,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	6,4%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,7%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%

Źródło: BDM 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	16,3	16,9	17,6	18,4	19,4	20,8	22,5	24,8	28,2
	0,8	15,6	16,1	16,7	17,4	18,3	19,4	20,9	22,8	25,5
	0,9	14,9	15,4	15,9	16,5	17,3	18,3	19,5	21,1	23,3
	1,0	14,3	14,7	15,2	15,7	16,4	17,3	18,3	19,6	21,4
	1,1	13,7	14,1	14,5	15,0	15,6	16,3	17,2	18,3	19,8
	1,2	13,2	13,5	13,9	14,3	14,9	15,5	16,3	17,2	18,4
	1,3	12,7	13,0	13,3	13,7	14,2	14,7	15,4	16,2	17,3

Źródło: BDM 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%	17,1	17,7	18,5	19,5	20,7	22,3	24,4	27,3	31,6
	4,0%	15,6	16,1	16,7	17,4	18,3	19,4	20,9	22,8	25,5
	5,0%	14,3	14,7	15,2	15,7	16,4	17,3	18,3	19,6	21,4
	6,0%	13,2	13,5	13,9	14,3	14,9	15,5	16,3	17,2	18,4
	7,0%	12,3	12,5	12,8	13,2	13,6	14,1	14,6	15,3	16,2
	8,0%	11,4	11,6	11,9	12,2	12,5	12,9	13,3	13,8	14,5
	9,0%	10,7	10,9	11,1	11,3	11,6	11,9	12,2	12,6	13,1

Źródło: BDM 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%	25,6	24,4	23,3	22,3	21,3	20,5	19,7	19,0	18,3
	4,0%	22,9	21,6	20,5	19,4	18,5	17,7	16,9	16,2	15,5
	5,0%	20,8	19,4	18,3	17,3	16,3	15,5	14,7	14,1	13,4
	6,0%	19,0	17,7	16,5	15,5	14,6	13,8	13,1	12,4	11,9
	7,0%	17,4	16,2	15,0	14,1	13,2	12,4	11,8	11,1	10,6
	8,0%	16,2	14,9	13,8	12,9	12,0	11,3	10,7	10,1	9,6
	9,0%	15,0	13,8	12,8	11,9	11,1	10,4	9,8	9,2	8,7

Źródło: BDM 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 z 21.12.2010 roku. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie spółki jest równy 50%. Liczba akcji uwzględnia maksymalne rozwodnienie z tytułu realizacji programu motywacyjnego.

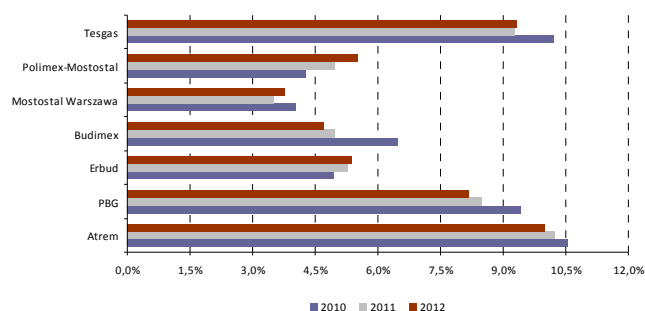
Porównując wyniki Tesgasu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 217,6 mln PLN, co odpowiada 19,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji spółki na poziomie 15,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika P/E Tesgas jest notowany z 20% dyskontem w roku 2011. Dla wskaźnika EV/EBIT w roku 2011 spółka będzie handlowana z 27% dyskontem. Natomiast dla EV/EBITDA w 2011 roku dyskonto dla Tesgasu wynosi 17%. 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	13,9	10,9	6,9	5,7	10,6	8,4
Mostostal Warszawa	15,4	13,8	6,3	5,4	8,6	7,1
Budimex	14,3	14,5	6,9	8,2	7,6	9,3
Erbud	14,7	13,6	9,4	8,8	10,3	9,7
PBG	12,4	11,4	8,7	7,6	10,1	8,7
Atrem	10,3	9,8	6,8	6,4	7,7	7,3
Mediana	14,1	12,5	6,9	7,0	9,4	8,6
Tesgas	11,2	10,3	5,7	4,8	6,9	5,7
Premia / dyskonto	-20,1%	-17,3%	-17,1%	-32,3%	-26,8%	-33,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	18,8	18,1	17,6	20,3	19,6	20,5
Waga roku	50%	50%	50%	50%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>	<b>18,5</b>		<b>19,0</b>		<b>20,1</b>	
Waga wskaźnika	33%		33%		33%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>19,2</b>					

Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg, wg cen z 21.12.2010

### Porównanie rentowności EBIT



Źródło: BDM S.A.

## PROFIL DZIAŁALNOŚCI

Grupa Tesgas działa prowadzi działalność w trzech głównych segmentach operacyjnych:

- usługi dla gazownictwa,
- obróbka metali,
- inżynieria budowlana.

### Usługi dla gazownictwa

W ramach segmentu prowadzona jest działalność wykonawcza oraz eksploatacyjna. Działalność prowadzi jednostka dominująca (wykonawstwo i eksploatacja) oraz spółka zależna Segus (eksploatacja). Wobec relatywnie stabilnego popytu na obsługę i eksploatację obiektów gazowniczych głównym motorem wzrostu spółki jest rynek usług wykonawczych.

Działalność wykonawcza 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.

Eksploatacja sieci gazowych to usługa polegająca na utrzymaniu sieci gazowej (gazociągi i stacje gazowe wysokiego ciśnienia, gazociągi, przyłącza i stacje gazowe średniego ciśnienia, stacje LNG oraz tłocznie gazu) 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.

### 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.

### Inżynieria budowlana

Segment inżynierii budowlanej został wyodrębniony w wyniku objęcia kontroli nad PI Ćwiertnia. W ramach segmentu spółka świadczy następujące usługi:

- prace w zakresie budownictwa ogólnego, tj. m. in. realizację obiektów kubaturowych: komercyjnych, przemysłowych, użyteczności publicznej i sportowo-rekreacyjnych; w tym obszarze PI Ćwiertnia 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.



## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Tesgas dotychczas skupiał się na realizacji mniejszych zleceń (wartość <10 mln PLN, średni okres kontraktu 7 miesięcy) podwykonawczych w zakresie gazu ziemnego. Przejście PI Ćwiertnia pozwala 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 Gas System	5,5	5,8
Eksploatacja stacji II st.	WSG	7,5	6,9
Przestawianie gazu w m. Poznań	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 Gas System	1,8	0,0
Prace gazowe podczas budowy dróg	firmy drogowe	10,5	9,1
LMG: podwykonawstwo	PBG	23,1	8,0
Wierzchowice: wykonanie instalacji	PBG	21,0	8,5
Wykonanie robót instalacyjnych na stadionie w Poznaniu	PBG	3,2	0,0
KRNIGZ Dębno - budowa instalacji p.poż.	PGNiG	1,8	0,5

Źródło: BDM S.A., spółka

Jednostkowy portfel zamówień Tesgasu na lata 2011-13 szacujemy obecnie na około 65 mln PLN, natomiast w przypadku PI Ćwiertnia jest to około 50 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 (spółka nie zajmuje się budową samych gazociągów przesyłowych – wymaga to specjalistycznego sprzętu a marże są niskie).

## WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'10 oraz PROGNOZA NA 4Q'10

## Wyniki skonsolidowane Tesgasu za 3Q'10 [mln PLN]

	3Q'09	3Q'10	zmiana r/r	3Q'10 prognoza BDM	różnica	1-3Q'09	1-3Q'10	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	25,8	60,5	134,2%	55,8	8,5%	61,3	101,8	66,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,0	5,5	9,9%	6,1	-10,9%	13,5	18,1	34,0%
EBITDA	3,8	2,9	-21,9%	3,3	-10,1%	9,6	12,5	30,0%
EBIT	3,2	2,1	-32,1%	2,3	-8,7%	7,7	10,2	32,4%
Zysk (strata) brutto	3,0	2,3	-22,7%	2,0	15,7%	7,0	10,9	54,9%
Zysk (strata) netto	2,4	1,3	-46,9%	1,6	-20,9%	5,6	8,3	47,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,2%	9,0%		11,0%		22,0%	17,8%	
Marża EBITDA	14,6%	4,9%		5,9%		15,7%	12,3%	
Marża EBIT	12,2%	3,5%		4,2%		12,6%	10,0%	
Marża zysku netto	9,2%	2,1%		2,9%		9,1%	8,1%	

Źródło: BDM 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 (z czego najwięcej przychodów realizowane jest w 4Q). Natomiast w zakresie działalności eksploatacyjnej sezonowość jest niewielka.

Tak jak się spodziewaliśmy w 3Q'10 spółka wykazała znaczny przyrost sprzedaży (m.in. efekt akwizycji PI Ćwiertnia oraz Stal Warsztat) przy mocnym spadku rentowności. Zysk brutto był o 0,3 mln PLN lepszy od naszych oczekiwań, jednakże wysoka efektywna stopa podatkowa przełożyła się na niższy poziom zysku netto. W kosztach zarządu ujęto jednorazowe koszty przejęcia PI Ćwiertnia w kwocie 0,6 mln PLN (uwzględnialiśmy je w naszych prognozach). Na poziomie jednostkowym niższe niż spodziewaliśmy się były przychody Tesgasu (na poziomie skonsolidowanym „nadrobiła” to wyższa sprzedaż PI Ćwiertnia), przy praktycznie zgodnych wynikach na pozostałych poziomach RZiS (nieznacznie wyższe od prognozowanych były rentowności w Tesgasie, niższe natomiast w PI Ćwiertnia).

Wyraźny spadek marży na poziomie brutto ze sprzedaży to głównie efekt konsolidacji PI Ćwiertnia, która nie kończyła w 3Q'10 żadnych większych zleceń (efekt stosowanej przez spółki polityki rachunkowości, według której spółka rozlicza kontrakty według „zerowej” marży aż do zakończenia prac – wtedy wykazywany jest cały wynik na kontrakcie). 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.

W 4Q'10, podobnie jak w 3Q'10 spodziewamy się skokowego wzrostu przychodów r/r. Obok konsolidacji wyników PI Ćwiertnia wpływ będzie miał znaczny przyrost przychodów jednostkowych Tesgasu (szacujemy je w 4Q'10 na 50,6 mln PLN wobec 29,6 mln PLN w 4Q'09). Wzrost ten jest pochodną realizacji umów dotyczących sieci gazowych przy budowie autostrad a także kontraktów podwykonawczych dla PBG przy kopalni gazu LMG oraz zbiorniku gazu w Wierzchowicach. Zwracamy jednakże uwagę, że marża na tych umowach pojawi się dopiero przy ich zakończeniu w 2011 roku. Pozytywnie jednak na marżę w 4Q'10 wpłynie wspomniane wcześniej rozliczenie prac na stadionie w Poznaniu (szacujemy, że będzie to około 5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży). Reasumując zakładamy wypracowanie 70,3 mln PLN skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w 4Q'10. Na poziomie brutto ze sprzedaży szacujemy rentowność na poziomie 17,1%. Spodziewamy się wypracowania 7,4 mln PLN zysku operacyjnego oraz 5,4 mln PLN zysku netto.

**Prognoza wyników Tesgasu na 4Q'10 [mln PLN]**

	4Q'09 jedn	4Q'10P jedn	zmiana r/r	4Q'10P skons	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	29,6	50,6	70,7%	70,3	137,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,0	5,5	37,5%	12,0	197,5%
EBITDA	2,3	3,9	32,8%	8,2	178,3%
EBIT	2,3	3,3	43,2%	7,4	215,2%
Zysk (strata) brutto	2,2	3,3	53,2%	7,4	238,3%
Zysk (strata) netto	1,7	2,7	57,1%	5,4	217,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,6%	11,0%		17,1%	
Marża EBITDA	7,9%	7,7%		11,7%	
Marża EBIT	7,9%	6,6%		10,5%	
Marża zysku netto	5,8%	5,3%		7,8%	

Źródło: BDM S.A., spółka

**PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2010-2020**

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. W związku z wyższym wykonaniem na poziomie jednostkowym Tesgasu (kontrakty przy autostradach w końcówce roku oraz kontraktach podwykonawczych dla PBG) spodziewamy się wyraźnego przekroczenia zakładanego przez spółkę poziomu przychodów. Ze względu jednak na sposób rozliczania marży nie będzie miało to wpływu na wykazywane wyniki na poziomie EBIT oraz netto (marże pojawią się w 2011 roku). Zakładamy wypracowanie 172,1 mln PLN przychodów, 17,6 mln PLN EBIT oraz 13,7 mln PLN zysku netto. Zmiany dotyczące kolejnych lat mają charakter korekcyjny – obniżyliśmy nieznacznie marżę brutto ze sprzedaży na poziomie jednostkowym Tesgasu (w długim terminie przyjmujemy poziom zbliżony do uzyskiwanego w latach 2009-10, który jest zdecydowanie niższy niż miało to miejsce w latach 2007-08, kiedy spółka osiągała 23-25%), podwyższyliśmy natomiast marżę PI Ćwiertnia (marża w 2010 roku jest wyższa niż pierwotnie oczekiwaliśmy). Per saldo wyniki skonsolidowane nie uległy większym zmianom.

**Skorygowane prognozy wyników na 2010-2012 rok [mln PLN]**

	2010		zmiana	2011		zmiana	2012		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	164,5	172,1	4,6%	219,6	226,1	3,0%	230,9	237,0	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	30,4	30,1	-1,0%	35,9	36,5	1,6%	37,9	38,3	1,2%
EBITDA	21,4	20,7	-3,1%	25,0	25,1	0,5%	26,2	26,6	1,7%
EBIT	18,1	17,6	-3,0%	20,9	21,0	0,2%	22,0	22,1	0,2%
Zysk (strata) netto*	14,0	13,7	-1,6%	15,4	15,1	-1,7%	16,7	16,5	-1,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,5%	17,5%		16,4%	16,1%		16,4%	16,2%	
Marża EBITDA	13,0%	12,0%		11,4%	11,1%		11,4%	11,2%	
Marża EBIT	11,0%	10,2%		9,5%	9,3%		9,6%	9,3%	
Marża zysku netto	8,5%	8,0%		7,0%	6,7%		7,2%	7,0%	

Źródło: BDM S.A., \*dla akcjonariuszy jednostki dominującej

## 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	2020P
<b>Razem</b>	<b>91,0</b>	<b>161,5</b>	<b>172,1</b>	<b>215,6</b>	<b>226,1</b>	<b>237,0</b>	<b>249,6</b>	<b>256,8</b>	<b>263,2</b>	<b>269,0</b>	<b>274,3</b>	<b>279,8</b>	<b>285,4</b>	<b>291,1</b>
<b>Tesgas</b>	<b>91,0</b>	<b>91,0</b>	<b>108,4</b>	<b>108,4</b>	<b>112,1</b>	<b>117,8</b>	<b>125,5</b>	<b>130,2</b>	<b>134,1</b>	<b>137,3</b>	<b>140,0</b>	<b>142,8</b>	<b>145,7</b>	<b>148,6</b>
Usługi	91,0	91,0	108,4	108,4	112,1	117,8	125,5	130,2	134,1	137,3	140,0	142,8	145,7	148,6
wykonawstwo	62,1	62,1	77,0	77,0	79,7	84,4	91,2	94,8	97,7	100,1	102,1	104,2	106,2	108,4
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	38,3
najem	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	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	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	0,0
<b>Ćwiertnia</b>	<b>0,0</b>	<b>60,8</b>	<b>53,2</b>	<b>96,6</b>	<b>100,5</b>	<b>104,5</b>	<b>108,7</b>	<b>110,9</b>	<b>113,1</b>	<b>115,4</b>	<b>117,7</b>	<b>120,0</b>	<b>122,4</b>	<b>124,9</b>
<b>Stal Warsztat</b>	<b>0,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>	<b>12,2</b>	<b>12,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,9</b>	<b>13,2</b>	<b>13,4</b>	<b>13,7</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>4,0</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>2020P</b>
<b>Razem</b>	<b>31,8%</b>		<b>89,2%</b>	<b>33,4%</b>	<b>31,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,3%</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>2,0%</b>
<b>Tesgas</b>	<b>31,8%</b>		<b>19,2%</b>	<b>19,2%</b>	<b>3,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,6%</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>	<b>2,0%</b>
Usługi	33,8%		19,2%	19,2%	3,3%	5,1%	6,6%	3,7%	3,0%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
wykonawstwo	48,6%		24,0%	24,0%	3,5%	6,0%	8,0%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%	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%	2,0%
najem	36,3%		8,0%	8,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	14,3%		6,0%	6,0%	2,0%	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>59,0%</b>	<b>89,1%</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>2,0%</b>
<b>Stal Warsztat</b>				<b>9,0%</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>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>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>2020P</b>
<b>Tesgas</b>	<b>100,0%</b>	<b>56,3%</b>	<b>63,0%</b>	<b>50,3%</b>	<b>49,6%</b>	<b>49,7%</b>	<b>50,3%</b>	<b>50,7%</b>	<b>50,9%</b>	<b>51,0%</b>	<b>51,0%</b>	<b>51,0%</b>	<b>51,0%</b>	<b>51,0%</b>
Usługi	100,0%	56,3%	63,0%	50,3%	49,6%	49,7%	50,3%	50,7%	50,9%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%
wykonawstwo	68,2%	38,4%	44,7%	35,7%	35,2%	35,6%	36,5%	36,9%	37,1%	37,2%	37,2%	37,2%	37,2%	37,2%
eksploatacja	30,1%	17,0%	17,4%	13,9%	13,6%	13,4%	13,1%	13,1%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
najem	1,6%	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
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%	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%	0,0%
<b>Ćwiertnia</b>	<b>0,0%</b>	<b>37,6%</b>	<b>30,9%</b>	<b>44,8%</b>	<b>44,5%</b>	<b>44,1%</b>	<b>43,6%</b>	<b>43,2%</b>	<b>43,0%</b>	<b>42,9%</b>	<b>42,9%</b>	<b>42,9%</b>	<b>42,9%</b>	<b>42,9%</b>
<b>Stal Warsztat</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>
<b>Segus</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,8%</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>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>

Źródło: BDM S.A., PF – pro forma

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

	2009	2009 PF	2010P	2010 PF	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Tesgas skons.</b>														
Przychody	91,0	161,5	172,1	215,6	226,1	237,0	249,6	256,8	263,2	269,0	274,3	279,8	285,4	291,1
Zysk brutto ze sprzedaży	17,6	23,7	30,1	34,5	36,5	38,3	40,4	41,7	42,8	43,7	44,6	45,5	46,4	47,3
rentowność	19,3%	14,6%	17,5%	16,0%	16,1%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Zysk na sprzedaży*	9,7	12,1	17,1	20,4	21,4	22,5	23,6	24,3	25,0	25,5	26,0	26,6	27,1	27,6
rentowność	10,7%	7,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
<b>Tesgas jedn.</b>														
Przychody	91,0	91,0	108,4	108,4	112,1	117,8	125,5	130,2	134,1	137,3	140,0	142,8	145,7	148,6
Zysk brutto ze sprzedaży	17,6	17,6	21,1	21,1	21,9	23,0	24,5	25,4	26,1	26,8	27,3	27,8	28,4	29,0
rentowność	19,3%	19,3%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Zysk na sprzedaży	9,7	9,7	11,8	11,8	12,2	12,8	13,7	14,2	14,6	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2
rentowność	10,7%	10,7%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
<b>Ćwiertnia</b>														
Przychody	0,0	60,8	53,2	96,6	100,5	104,5	108,7	110,9	113,1	115,4	117,7	120,0	122,4	124,9
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	2,5	5,3	9,7	10,1	10,5	10,9	11,1	11,3	11,5	11,8	12,0	12,2	12,5
rentowność		4,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Zysk na sprzedaży	0,0	1,2	4,0	7,2	7,5	7,8	8,1	8,3	8,4	8,6	8,8	8,9	9,1	9,3
rentowność		1,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
<b>Stal Warsztat</b>														
Przychody	0,0	6,8	7,4	7,4	10,3	11,4	11,9	12,2	12,4	12,7	12,9	13,2	13,4	13,7
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	2,2	2,3	2,3	3,2	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1
rentowność		32,9%	31,0%	31,0%	31,0%	30,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Zysk na sprzedaży	0,0	0,8	0,9	0,9	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
rentowność		11,7%	12,5%	12,5%	12,5%	12,0%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
<b>Segus</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	4,0
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	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%	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	0,6
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%	14,0%

Źródło: BDM S.A., PF – pro forma, \* w 2010 na poziomie skons. ujęto 0,6 mln PLN z tytułu kosztów przejęcia PI Ćwiertnia

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa trwałe	38,3	82,1	87,8	87,9	87,9	88,0	88,1	88,1	88,1	88,2	88,2	88,2
Wartości niematerialne i prawne	0,9	29,6	29,7	29,8	29,9	29,9	30,0	30,0	29,9	29,9	29,8	29,8
Rzeczowe aktywa trwałe	22,4	35,7	41,3	41,3	41,2	41,2	41,3	41,3	41,4	41,4	41,5	41,5
Pozostałe aktywa trwałe	15,0	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Aktywa obrotowe	57,9	120,2	125,8	137,3	148,5	161,9	173,6	185,2	195,0	202,9	211,1	219,3
Zapasy	3,2	5,5	5,8	6,1	6,4	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	7,3	7,5
Należności krótkoterminowe	34,3	75,7	79,4	83,2	87,7	90,2	92,5	94,5	96,4	98,3	100,3	102,3
Inwestycje krótkoterminowe	19,9	38,5	40,1	47,6	54,0	64,7	73,9	83,4	91,2	97,0	103,0	109,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa razem	96,2	202,3	213,6	225,2	236,4	249,9	261,7	273,3	283,1	291,1	299,2	307,5
Kapitał (fundusz) własny ogółem	36,5	109,5	126,1	144,0	155,2	166,5	176,1	186,0	194,1	200,4	206,7	213,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	59,7	92,8	87,5	81,2	81,2	83,5	85,5	87,3	89,0	90,7	92,5	94,3
Rezerwy na zobowiązania	1,2	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Zobowiązania długoterminowe	17,6	17,9	9,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
- w tym dług oprocentowany	22,1	17,1	9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	40,6	72,7	75,4	78,3	78,3	80,5	82,5	84,3	86,0	87,8	89,5	91,3
- w tym dług oprocentowany	5,6	5,1	4,5	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	96,2	202,3	213,6	225,2	236,4	249,9	261,7	273,3	283,1	291,1	299,2	307,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży	91,0	172,1	226,1	237,0	249,6	256,8	263,2	269,0	274,3	279,8	285,4	291,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	73,4	142,0	189,6	198,7	209,2	215,1	220,4	225,2	229,8	234,3	239,0	243,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	17,6	30,1	36,5	38,3	40,4	41,7	42,8	43,7	44,6	45,5	46,4	47,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	7,9	13,6	15,1	15,9	16,8	17,3	17,8	18,2	18,6	18,9	19,3	19,7
Zysk (strata) na sprzedaży	9,7	16,5	21,4	22,5	23,6	24,3	25,0	25,5	26,0	26,6	27,1	27,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,3	1,0	-0,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBITDA	12,6	20,7	25,1	26,6	27,9	28,7	29,3	29,9	30,4	30,9	31,5	32,0
EBIT	10,0	17,6	21,0	22,1	23,4	24,1	24,7	25,3	25,8	26,3	26,8	27,3
Saldo pozostałej działalności finansowej	-0,8	-0,2	-0,6	0,1	0,6	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8
Zysk (strata) brutto	9,2	18,3	20,4	22,2	24,0	25,0	25,8	26,5	27,2	27,8	28,5	29,1
Zysk (strata) mniejszości	0,0	0,8	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
Zysk (strata) netto	7,3	13,7	15,1	16,5	17,9	18,7	19,3	19,9	20,4	20,9	21,3	21,8

CF [mln PLN]	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy z działalności operacyjnej	11,1	7,1	20,3	21,5	22,3	23,2	23,7	24,2	24,6	25,0	25,4	3,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,1	-36,2	-9,1	-3,8	-3,6	-3,5	-3,3	-3,1	-3,0	-2,8	-2,7	-2,6
Przepływy z działalności finansowej	5,6	47,8	-9,7	-10,2	-12,3	-9,0	-11,2	-11,6	-13,9	-16,3	-16,7	-17,1
Przepływy pieniężne netto	13,6	18,7	1,6	7,5	6,4	10,8	9,2	9,5	7,7	5,9	6,0	-16,3
Środki pieniężne na początek okresu	6,3	19,9	38,6	40,1	47,6	54,0	64,8	74,0	83,4	91,2	97,1	103,1
Środki pieniężne na koniec okresu	19,9	38,6	40,1	47,6	54,0	64,8	74,0	83,4	91,2	97,1	103,1	86,7

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody zmiana r/r	89%	31%	5%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	65%	21%	6%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	75%	19%	5%	6%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	88%	10%	9%	9%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	18%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Marża EBITDA	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Marża EBIT	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Marża brutto	11%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża netto	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	8%
COGS / przychody	82%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%	84%
SG&A / przychody	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
SG&A / COGS	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
ROE	13%	12%	11%	12%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
ROA	7%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Dług	22,3	13,7	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	11%	6%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
D / E	12%	7%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Odsetki / EBIT	-1%	-3%	0%	3%	4%	4%	5%	6%	6%	6%	6%
Dług / kapitał własny	20%	11%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dług netto	-16,3	-26,4	-43,6	-54,0	-64,7	-73,9	-83,4	-91,2	-97,0	-103,0	-109,2
Dług netto / kapitał własny	-15%	-21%	-31%	-36%	-41%	-44%	-47%	-50%	-52%	-54%	-56%
Dług netto / EBITDA	-79%	-105%	-164%	-193%	-226%	-252%	-279%	-300%	-314%	-327%	-341%
Dług netto / EBIT	-93%	-126%	-197%	-231%	-269%	-299%	-330%	-354%	-369%	-384%	-399%
EV	149,5	143,8	126,6	116,3	105,5	96,3	86,8	79,1	73,2	67,2	61,1
Dług / EV	15%	9%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	4%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
CAPEX / Amortyzacja	198%	238%	102%	101%	101%	102%	101%	101%	100%	100%	100%
Amortyzacja / Przychody	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana KO / Przychody	4%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9%	2%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
<b>Wskaźniki rynkowe</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>	<b>2020P</b>
MC/S*	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	12,1	11,2	10,3	9,5	9,1	8,8	8,6	8,4	8,2	8,0	7,8
P/BV*	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
P/CE*	9,8	8,8	8,1	7,6	7,3	7,1	7,0	6,8	6,7	6,5	6,4
EV/EBITDA*	7,2	5,7	4,8	4,2	3,7	3,3	2,9	2,6	2,4	2,1	1,9
EV/EBIT*	8,5	6,9	5,7	5,0	4,4	3,9	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2
EV/S*	0,9	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
BVPS	9,9	11,1	12,7	13,7	14,7	15,5	16,4	17,1	17,7	18,2	18,8
EPS	1,2	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
CEPS	1,5	1,7	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
FCFPS	-2,5	0,9	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
DPS	0,0	0,0	0,7	0,8	1,0	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5
Payout ratio	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	70,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 15,00 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciek Bobrowski**  
 Dyrektor Wydziału  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-412  
 e-mail: bobrowski@bdm.pl  
[IT, media, handel](#)

**Krzysztof Pado**  
 Specjalista ds. analiz  
 tel. (032) 20-81-432  
 e-mail: pado@bdm.pl  
[materiały budowlane, budownictwo](#)

**Krzysztof Zarychta**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-438  
 e-mail: zarychta@bdm.pl  
[surowce, energetyka](#)

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

**Krzysztof Brymora**  
 tel. (032) 20-81-435  
 e-mail: brymora@bdm.pl  
[chemia, przemysł drzewny](#)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Dariusz Wareluk**  
 Dyrektor Wydziału  
 tel. (022) 62-20-100  
 e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

**Leszek Mackiewicz**  
 tel. (022) 62-20-848  
 e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

**Bartosz Zieliński**  
 tel. (022) 62-20-854  
 e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

**Maciej Bąk**  
 tel. (022) 62-20-855  
 e-mail: maciej.bak@bdm.pl

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
kupuj	18.20	kupuj	18.80	21.12.2010	15.00	47 518
kupuj	18.80	---	---	19.10.2010	15.50	45 820

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

Kupuj	2	17%
Akumuluj	6	50%
Trzymaj	2	17%
Redukuj	2	17%
Sprzedaj	0	0%



**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).

**Kluczule:**

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 z nim zgodny.  
 Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani 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 21.12.2010 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 27.12.2010 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 rekomendacje 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 nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązuje 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 jakichkolwiek 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.