



Dom Maklerski BDM S.A.

TESGAS

RAPORT ANALITYCZNY

Obniżamy cenę docelową z 18,2 PLN do 16,5 PLN, co daje obecnie 16% potencjał wzrostowy i dlatego zmieniamy rekomendację z Kupuj na Akumuluj. W stosunku do poprzedniej rekomendacji wycena DCF spadła z 17,3 PLN na 16,7 PLN, natomiast wycena porównawcza z 19,2 PLN do 16,4 PLN. Spadek końcowej wyceny wynika w głównej mierze ze zmian prognoz i kursów spółek z grupy porównawczej oraz przyjęcia bardziej konserwatywnego podejścia do wyników spółki w długim okresie w związku z pogarszaniem się perspektyw dla sektora budowlanego w Polsce w perspektywie kilkuletniej (spadek wydatków na infrastrukturę drogową przekładający się na wzrost konkurencji w innych obszarach; wzrastająca niepewność co do wysokości środków w kolejnym budżecie unijnym od 2014 roku).

Uważamy, że obecna wycena rynkowa spółki nie oddaje jej wartości fundamentalnej. Na poziomie netto w 2011 roku spółka ma naszym zdaniem szansę wykazać poprawę r/r, pod tym względem może należeć do mniejszości w sektorze budowlanym. P/E'11=9,9x przy prognozowanym przez nas zysku netto na 2011 rok na poziomie 16,3 mln PLN. Obecna kapitalizacja spółki to 161,2 mln PLN. Na koniec 1Q'11 Tesgas posiadał 27,6 mln PLN gotówki netto (29,3 mln PLN na koniec 2010 roku). Daje to EV spółki na poziomie 133,6 mln PLN. Zwracamy także uwagę, że część biznesu spółki to długoterminowe zadania eksploatacyjne dotyczące obsługi sieci gazowej, generujące około 30 mln PLN przychodów rocznie przy ponad przeciętnej marży i ograniczonej konkurencji. W części budowlanej spółka wyróżnia się ekspozycją na rynek infrastruktury gazowej, gdzie środki na inwestycje w najbliższych latach mają szansę rosnąć (m.in. jako pochodna budowy terminalu LNG czy planowych elektrowni gazowych; w dłuższej perspektywie mogą być konieczne inwestycje w sieć przesyłową dla gazu łupkowego). Także PI Ćwiertnia posiada dość specjalistyczną charakterystykę świadczonych usług (obsługa inwestorów w zakresie instalacji mechanicznych i elektrycznych) oraz zdobyła w ostatnich latach referencje przy wykonywaniu instalacji na obiektach gazowych takich jak kopalnia gazu czy podziemne magazyny gazu. Ożywienie w budownictwie przemysłowym powinno pomóc w pozyskaniu nowych kontraktów, jednakże dostrzegamy ryzyko wzrostu konkurencji i erozji marż.

Rynek może negatywnie odbierać niską dywersyfikację portfela pod względem odbiorców (największy udział PBG, które jest słabo postrzegane przez rynek m.in. ze względu na brak jasnej strategii spółki po wstrzymaniu sprzedaży Hydrobudowy). Jednakże zwracamy uwagę, że Tesgas nie miał w ostatnich latach zbyt dużych możliwości wyboru świadczenia usług podwykonawczych na dużych kontraktach w infrastrukturze gazowej innym podmiotom, ponieważ większość z kontraktów zdobywało właśnie PBG. Współpraca z PBG umożliwiła z kolei zdobycie szerokich referencji pomocnych także przy samodzielnej realizacji mniejszych zleceń dla PGNiG czy Gaz-Systemu.

| | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P |
|----------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN] | 91,0 | 174,3 | 221,4 | 225,4 | 228,2 | 236,0 |
| EBITDA [mln PLN] | 12,6 | 21,1 | 23,3 | 23,8 | 24,2 | 25,5 |
| EBIT [mln PLN] | 10,0 | 18,0 | 19,8 | 20,0 | 20,1 | 21,1 |
| Zysk netto [mln PLN] | 7,3 | 14,4 | 16,3 | 16,3 | 16,8 | 17,8 |
| P/BV | 2,7 | 1,4 | 1,3 | 1,1 | 1,1 | 1,0 |
| P/E | 13,7 | 10,9 | 9,9 | 9,9 | 9,6 | 9,1 |
| EV/EBITDA | 8,1 | 6,1 | 5,3 | 4,6 | 4,2 | 3,7 |
| EV/EBIT | 10,1 | 7,1 | 6,3 | 5,5 | 5,1 | 4,5 |

AKUMULUJ

(POPRIEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 16,5 PLN

13 CZERWCA 2011

| | |
|--------------------------------------|--------------|
| Wycena DCF [PLN] | 16,7 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 16,4 |
| Wycena końcowa [PLN] | 16,5 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 16,4% |
| Koszt kapitału | 10,8% |
| Cena rynkowa [PLN] | 14,20 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 161,2 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 11,4 |

| | |
|-------------------------------|------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 16,6 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 12,5 |

| | |
|----------------------|--------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | -4,4% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | -5,2% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -10,1% |

| | |
|-------------------------|-------|
| Struktura akcjonariatu: | |
| Kocik Włodzimierz | 22,0% |
| Kocik Marzenna | 18,0% |
| Aviva Investors Poland | 7,9% |
| BPH TFI | 7,3% |
| Majewski Piotr | 4,7% |
| Pozostali | 44,8% |

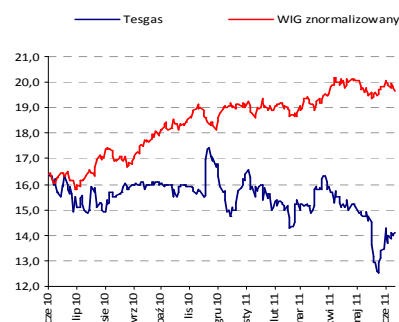
Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

| | |
|------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE | 3 |
| WYCENA DCF | 3 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA | 7 |
| PROFIL DZIAŁALNOŚCI | 7 |
| PORTFEL ZAMÓWIEŃ..... | 9 |
| WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'11 | 10 |
| AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW | 11 |
| DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE..... | 13 |

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 16,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2011 – 2013, dała wartość 1 akcji na poziomie 16,4 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 16,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

| | Waga | Wycena |
|-------------------------------------|------|-------------|
| Wycena DCF | 50% | 16,7 |
| Wycena metodą porównawczą | 50% | 16,4 |
| Wycena 1 akcji Tesgasu [PLN] | | 16,5 |

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 magazynów 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 nadal 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.

Jednostkowy portfel zamówień Tesgasu na okres 2Q'11-13 szacujemy obecnie na około 85 mln PLN, natomiast w przypadku PI Ćwiertnia jest to około 40 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). W latach 2012-14 prawdopodobne jest pozyskanie znaczących zleceń podwykonawczych przy budowie terminalu LNG w Świnoujściu (kontrakt o wartości 2,2 mld PLN wygrało konsorcjum w skład, którego wchodzi PBG). Szacujemy, że Tesgas może pozyskać na LNG zlecenia o wartości do około 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 za 1Q'11 były słabe ale zgodne z naszymi oczekiwaniami. Dynamicznemu wzrostowi przychodów towarzyszyło pogorszenie wyników na poziomie EBIT i netto. Ma to związek z przyjętą przez spółkę polityką rachunkowości: marże na kontraktach wykazywane są dopiero po ich zakończeniu. W 2Q'11 możliwe jest rozliczenie marży na części kontraktów drogowych oraz przy zleceniu realizowanym przy kopalni LMG (rozliczenie tych umów pozwoli naszym zdaniem na wypracowanie 55,0 mln PLN sprzedaży, 3,0 mln PLN EBIT oraz 2,5 mln PLN zysku netto, natomiast przy ich braku, wynik na poziomie netto może wynieść 0-1 mln PLN przy tym samym poziomie sprzedaży). Zwracamy jednocześnie uwagę na wysoką bazę z 2Q'10 na poziomie EBIT i netto. Spodziewamy się wypracowania w 2011 roku 221,4 mln PLN sprzedaży, 19,8 mln PLN zysku operacyjnego oraz 16,3 mln PLN zysku netto. Przy obecnej cenie rynkowej spółka handlowana jest przy P/E'11=9,9, EV/EBITDA'11=5,3x, co daje 6% i 18% dyskonta w stosunku do branży. Dyskonto naszym zdaniem jest nieuzasadnione biorąc pod uwagę dobre perspektywy budownictwa infrastruktury gazowej w kolejnych 3-4 latach. Uważamy, że nasze prognozy przychodów na lata 2012+ są obecnie konserwatywne. 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 na kolejne akwizycje i zwiększenia potencjału nie tylko w obszarze gazu ale także segmentach pokrewnych (ropa naftowa). Jednocześnie spółka dostrzega szansę na wyjście z usługami eksploatacyjnymi poza sektor gazu w kierunku przemysłu.

Biorąc pod uwagę wcześniej opisane czynniki (spadek wyceny porównawczej, ryzyko spadku środków przeznaczonych na infrastrukturę w budżecie unijnym od 2014 roku) obniżamy cenę docelową z 18,2 na 16,5 PLN. Daje to obecnie 16% potencjał wzrostowy kursu akcji, co implikuje zmianę zalecenia z Kupuj z Akumuluj.

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 (5,83%, poprzednio 6,02%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta=1,0$.

Główne założenia modelu:

- Założyliśmy, że dominujące znaczenie dla przychodów spółki będzie miał segment usług wykonawczych. Wzrost skonsolidowanych przychodów w 2011 (z 174,3 mln PLN do 221,4 mln PLN) to efekt całorocznej konsolidacji PI Ćwiertnia, która powinna wypracować około 100 mln PLN przychodów w 2011 roku. W kolejnych latach podchodzimy konserwatywnie do dalszego wzrostu przychodów grupy w obecnym kształcie, CAGR 2016/11 dla przychodów to 2,9%.
- Zakładamy spadek rentowności związany jest głównie z konsolidacją wyników PI Ćwiertnia, które osiąga 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). Szczegółowe założenie dotyczące marży EBIT według segmentów znajdują się w osobnym rozdziale. CAGR 2016/11 dla EBIT to 2,9%.
- Dla zapasów i należności przyjęto wskaźniki rotacji na podstawie 2010 roku (dla danych pro-forma). Dla zobowiązań niefinansowych nieznacznie skróciliśmy cykl rotacji (o 5 dni w 2011 roku i kolejne 4 dni do 2013 roku)
- CAPEX na 2011 uwzględnia budowę (zakup) nowej hali przez Stal Warsztat za kwotę 4 mln PLN oraz zakup wyposażenia do niej za kwotę 1 mln PLN. Uwzględniamy w modelu wykup 8,8% udziałów w PI Ćwiertnia za 2,1 mln PLN. Nie uwzględniamy w modelu wykupu dalszych udziałów mniejszościowych w Stal Warsztat oraz PI Ćwiertnia. Wzrost CAPEX-u w latach 2013-15 związany jest ze zwiększeniem dynamiki przychodów w latach 2014-16 (przewidywany szczyt nakładów w budownictwie infrastruktury gazowej). W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2020 roku.
- Model nie zakłada dalszych akwizycji.
- Wycena uwzględnia dług netto na koniec 2010 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.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 13 czerwca 2011 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 189,1 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 16,7 PLN.

Model DCF

| | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|--|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 221,4 | 225,4 | 228,2 | 236,0 | 246,3 | 255,2 | 251,9 | 248,5 | 252,3 | 257,3 |
| EBIT [mln PLN] | 19,8 | 20,0 | 20,1 | 21,1 | 22,0 | 22,8 | 22,4 | 21,9 | 22,1 | 22,4 |
| 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] | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 4,0 | 4,2 | 4,3 | 4,3 | 4,2 | 4,2 | 4,3 |
| NOPLAT [mln PLN] | 16,0 | 16,2 | 16,3 | 17,1 | 17,9 | 18,5 | 18,1 | 17,7 | 17,9 | 18,1 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 3,5 | 3,8 | 4,1 | 4,4 | 4,9 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 |
| CAPEX [mln PLN] | -7,5 | -4,2 | -4,9 | -6,7 | -6,9 | -5,3 | -5,2 | -5,1 | -5,2 | -5,2 |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN] | -2,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -3,4 | -2,0 | -0,7 | -0,3 | -0,4 | -0,4 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | -0,2 |
| FCF [mln PLN] | 6,5 | 13,8 | 14,8 | 14,5 | 15,4 | 18,0 | 18,3 | 18,0 | 17,7 | 17,9 |
| DFCF [mln PLN] | 6,1 | 11,8 | 11,4 | 10,1 | 9,7 | 10,2 | 9,4 | 8,3 | 7,4 | 6,8 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 91,3 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 207,0 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 78,0 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 169,3 | | | | | | | | | |
| Dług netto 2010 [mln PLN] | -29,3 | | | | | | | | | |
| Udziały mniejszości [mln PLN] | 9,5 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału [mln PLN] | 189,1 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | 11,4 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 16,7 | | | | | | | | | |

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

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r | 27,0% | 1,8% | 1,2% | 3,4% | 4,4% | 3,6% | -1,3% | -1,3% | 1,5% | 2,0% |
| EBIT zmiana r/r | 10,0% | 0,9% | 0,9% | 4,9% | 4,5% | 3,6% | -2,0% | -2,2% | 0,9% | 1,4% |
| FCF zmiana r/r | - | 114,0% | 6,9% | -1,9% | 6,1% | 17,2% | 1,7% | -1,6% | -1,8% | 1,2% |
| Marża EBITDA | 10,5% | 10,6% | 10,6% | 10,8% | 10,9% | 11,0% | 11,0% | 10,9% | 10,8% | 10,7% |
| Marża EBIT | 8,9% | 8,9% | 8,8% | 8,9% | 9,0% | 8,9% | 8,9% | 8,8% | 8,8% | 8,7% |
| Marża NOPLAT | 7,2% | 7,2% | 7,1% | 7,2% | 7,3% | 7,2% | 7,2% | 7,1% | 7,1% | 7,1% |
| CAPEX / Przychody | 3,4% | 1,9% | 2,1% | 2,8% | 2,8% | 2,1% | 2,1% | 2,0% | 2,1% | 2,0% |
| CAPEX / Amortyzacja | 215,7% | 108,6% | 118,9% | 151,3% | 141,4% | 101,8% | 99,2% | 97,1% | 100,3% | 100,0% |
| Zmiana KO / Przychody | 1,5% | 0,9% | 0,3% | 0,1% | 0,2% | 0,2% | -0,1% | -0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 7,2% | 49,6% | 26,9% | 4,4% | 4,4% | 4,4% | 4,4% | 4,4% | 4,4% | 4,4% |

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,83% | 5,83% | 5,83% | 5,83% | 5,83% | 5,83% | 5,83% | 5,83% | 5,83% | 5,83% |
| 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 | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% |
| Udział kapitału własnego | 92,2% | 94,9% | 96,5% | 98,3% | 99,7% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% |
| Udział kapitału obcego | 7,8% | 5,1% | 3,5% | 1,7% | 0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| WACC | 10,5% | 10,6% | 10,7% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% |

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 | 15,6 | 16,2 | 16,8 | 17,6 | 18,5 | 19,7 | 21,3 | 23,5 | 26,7 |
| | 0,8 | 15,0 | 15,5 | 16,1 | 16,7 | 17,6 | 18,6 | 19,9 | 21,7 | 24,2 |
| | 0,9 | 14,5 | 14,9 | 15,4 | 16,0 | 16,7 | 17,6 | 18,7 | 20,2 | 22,2 |
| | 1,0 | 14,0 | 14,3 | 14,8 | 15,3 | 15,9 | 16,7 | 17,6 | 18,8 | 20,5 |
| | 1,1 | 13,5 | 13,8 | 14,2 | 14,7 | 15,2 | 15,9 | 16,7 | 17,7 | 19,1 |
| | 1,2 | 13,0 | 13,3 | 13,7 | 14,1 | 14,6 | 15,1 | 15,8 | 16,7 | 17,9 |
| | 1,3 | 12,6 | 12,9 | 13,2 | 13,6 | 14,0 | 14,5 | 15,1 | 15,8 | 16,8 |

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% | 16,3 | 16,9 | 17,6 | 18,5 | 19,6 | 21,1 | 23,0 | 25,7 | 29,9 |
| | 4,0% | 15,0 | 15,5 | 16,1 | 16,7 | 17,6 | 18,6 | 19,9 | 21,7 | 24,2 |
| | 5,0% | 14,0 | 14,3 | 14,8 | 15,3 | 15,9 | 16,7 | 17,6 | 18,8 | 20,5 |
| | 6,0% | 13,0 | 13,3 | 13,7 | 14,1 | 14,6 | 15,1 | 15,8 | 16,7 | 17,9 |
| | 7,0% | 12,2 | 12,5 | 12,8 | 13,1 | 13,4 | 13,9 | 14,4 | 15,1 | 15,9 |
| | 8,0% | 11,5 | 11,7 | 12,0 | 12,2 | 12,5 | 12,9 | 13,3 | 13,8 | 14,4 |
| | 9,0% | 10,9 | 11,1 | 11,3 | 11,5 | 11,7 | 12,0 | 12,3 | 12,7 | 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% | 24,0 | 22,9 | 22,0 | 21,1 | 20,2 | 19,5 | 18,8 | 18,2 | 17,6 |
| | 4,0% | 21,6 | 20,5 | 19,5 | 18,6 | 17,8 | 17,0 | 16,3 | 15,7 | 15,1 |
| | 5,0% | 19,7 | 18,6 | 17,6 | 16,7 | 15,9 | 15,1 | 14,5 | 13,9 | 13,3 |
| | 6,0% | 18,2 | 17,0 | 16,0 | 15,1 | 14,4 | 13,7 | 13,0 | 12,5 | 12,0 |
| | 7,0% | 16,8 | 15,7 | 14,7 | 13,9 | 13,1 | 12,5 | 11,9 | 11,4 | 10,9 |
| | 8,0% | 15,7 | 14,6 | 13,7 | 12,9 | 12,1 | 11,5 | 11,0 | 10,5 | 10,0 |
| | 9,0% | 14,7 | 13,7 | 12,8 | 12,0 | 11,3 | 10,7 | 10,2 | 9,7 | 9,3 |

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2011-2013 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 trzech latach, dla których ustaliliśmy wagę równą 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Obliczenia bazują na kursach z 13.06.2011 roku. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie spółki jest równy 50%. Liczba akcji uwzględnia maksymalne rozwodnienie z tytułu realizacji programu motywacyjnego.

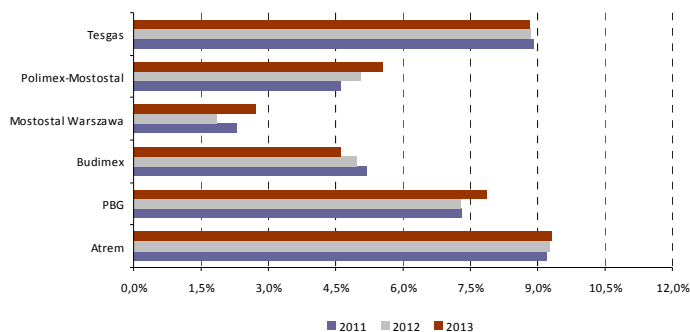
Porównując wyniki Tesgasu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 186,2 mln PLN, co odpowiada 16,4 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji spółki na poziomie 14,2 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika P/E Tesgas jest notowany z 6% dyskontem w roku 2011. Dla wskaźnika EV/EBIT w roku 2011 spółka będzie handlowana z 16% dyskontem. Natomiast dla EV/EBITDA w 2011 roku dyskonto dla Tesgasu wynosi 18%. Uważamy, że ryzyko znacznego pogorszenia wyników po roku 2011 (które dotyczy na przykład spółek obecnych w sektorze budownictwa drogowego) jest stosunkowo niskie ze względu na realizację dużych inwestycji w sektorze gazowym w Polsce oraz stabilną działalność eksploatacyjną.

Wycena porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | |
|---|-------------|-------------|-------|-----------|-------------|--------|---------|-------------|--------|
| | 2011P | 2012P | 2013P | 2011P | 2012P | 2013P | 2011P | 2012P | 2013P |
| Polimex-Mostostal | 12,9 | 10,9 | 8,3 | 7,1 | 6,0 | 5,1 | 10,3 | 8,8 | 7,2 |
| Mostostal Warszawa | 21,4 | 13,7 | 9,8 | 3,7 | 4,2 | 3,0 | 5,8 | 7,1 | 4,4 |
| Budimex | 10,6 | 11,0 | 12,3 | 4,7 | 5,5 | 6,0 | 5,0 | 6,0 | 6,8 |
| PBG | 10,5 | 11,2 | 10,5 | 8,2 | 9,2 | 8,3 | 9,8 | 9,5 | 8,6 |
| Atrem | 10,1 | 9,8 | 9,5 | 6,5 | 6,2 | 5,8 | 7,5 | 7,1 | 6,7 |
| Mediana | 10,6 | 11,0 | 9,8 | 6,5 | 6,0 | 5,8 | 7,5 | 7,1 | 6,8 |
| Tesgas | 9,9 | 9,9 | 9,6 | 5,3 | 4,6 | 4,2 | 6,3 | 5,5 | 5,1 |
| Premia / dyskonto | -6,4% | -10,1% | -2,3% | -17,9% | -23,8% | -27,8% | -16,3% | -23,0% | -25,6% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN] | 15,2 | 15,8 | 14,5 | 16,6 | 17,2 | 17,7 | 16,3 | 17,1 | 17,3 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | | 15,2 | | | 17,2 | | | 16,9 | |
| Waga wskaźnika | | 33% | | | 33% | | | 33% | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 16,4 | | | | | | | | |

Źródło: BDM S.A., szacunki własne, Bloomberg, wg cen z 13.06.2011

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 kołnierzowych,
- 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

Jednostkowy portfel zamówień Tesgasu na okres 2Q'11-2013 szacujemy obecnie na około 85 mln PLN (z tego 51 mln PLN na okres 2Q'11-4Q'11). Natomiast w przypadku PI Ćwiertnia jest to około 41 mln PLN (z tego 32 mln PLN na 2Q'11-4Q'11). Zwracamy uwagę, że spółki realizują głównie mniejsze zlecenia podwykonawcze: Tesgas głównie o wartości <10 mln PLN, a PI Ćwiertnia <25 mln PLN. W przypadku wielu kontraktów zlecenia są na bieżąco aneksowane: np. w przypadku podwykonawstwa przy kopalni LMG czy magazynu gazu w Wierzychowicach.

Perspektywą 2011 roku jest pozyskanie pierwszych zleceń podwykonawczych przy budowie terminalu LNG w Świnoujściu (kontrakt o wartości 2,2 mld PLN wygrało konsorcjum w skład, którego wchodzi PBG). Szacujemy, że Tesgas może pozyskać na LNG łącznie zlecenia o wartości około 100 mln PLN na przestrzeni całego okresu realizacji kontraktu (planowany termin oddania terminalu to 2Q'14). 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).

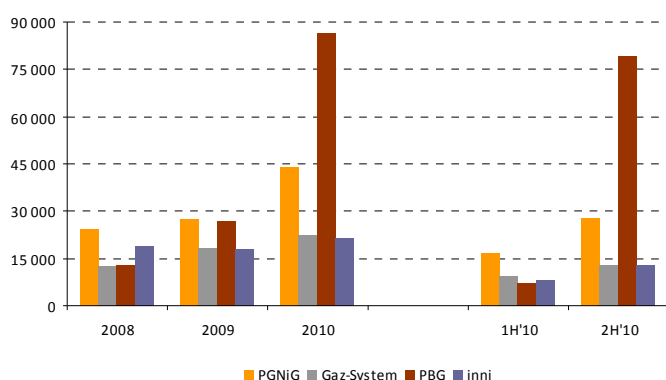
Portfel zleceń Tesgasu oraz PI Ćwiertnia [mln PLN]

| | 1Q'11 | 2Q'11-4Q'11 | 2011 | 2012 | 2013 | 2Q'11-2013 |
|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|------------|
| Tesgas | 27,0 | 51,0 | 78,0 | 21,0 | 13,0 | 85,0 |
| PI Ćwiertnia | 21,4 | 31,6 | 53,0 | 8,0 | 0,0 | 39,6 |
| Inne | 1,6 | 0 | 1,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Razem | 50,0 | 82,6 | 132,6 | 29,0 | 13,0 | |

Źródło: BDM S.A., spółka

Rynek może obecnie negatywnie odbierać małą dywersyfikację portfela pod względem odbiorców (największy udział PBG, które jest słabo postrzegane przez rynek m.in. ze względu na brak jasnej strategii spółki po wstrzymaniu sprzedaży Hydrobudowy). Jednakże zwracamy uwagę, że Tesgas nie miał w ostatnich latach zbyt dużych możliwości wyboru świadczenia usług podwykonawczych na dużych kontraktach w infrastrukturze gazowej innym podmiotom, ponieważ większość z kontraktów zdobywało właśnie PBG. Współpraca z PBG umożliwiła z kolei zdobycie szerokich referencji pomocnych także przy samodzielnej realizacji mniejszych zleceń dla PGNiG czy Gaz-Systemu. Dynamiczny wzrost sprzedaży do PBG w 2010 roku to głównie efekt konsolidacji PI Ćwiertnia oraz pozyskania zleceń przy obiektach gazowych przy autostradach przez jednostkę dominującą.

Struktura przychodów Tesgasu [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'11

Wyniki skonsolidowane Tesgasu za 1Q'11 [mln PLN]

| | 1Q'10 | 1Q'11 | zmiana r/r | 1Q'11 prognoza BDM | różnica |
|---------------------------------|-------|-------|------------|-----------------------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 17,7 | 50,0 | 182,6% | 48,0 | 4,2% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 5,0 | 3,8 | -23,5% | 3,8 | 1,4% |
| EBITDA | 4,0 | 2,3 | -42,9% | 2,5 | -8,3% |
| EBIT | 3,3 | 1,5 | -55,3% | 1,7 | -10,8% |
| Zysk (strata) brutto | 4,0 | 2,0 | -48,9% | 2,0 | 4,6% |
| Zysk (strata) netto | 3,3 | 1,6 | -50,7% | 1,6 | 2,8% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 28,3% | 7,7% | | 7,9% | |
| Marża EBITDA | 22,7% | 4,6% | | 5,2% | |
| Marża EBIT | 18,7% | 3,0% | | 3,4% | |
| Marża zysku netto | 18,7% | 3,3% | | 3,3% | |

Źródło: BDM S.A., spółka

Tak jak się spodziewaliśmy w 1Q'11 spółka wykazała znaczny przyrost sprzedaży (m.in. efekt akwizycji PI Ćwiertnia, realizacja kontraktów dotyczących sieci gazowych przy autostradach przez Tesgas) przy mocnym spadku rentowności. Wyraźny spadek marży na poziomie brutto ze sprzedaży to głównie efekt konsolidacji PI Ćwiertnia, która nie kończyła w 1Q'11 żadnych większych zleceń. Podobnie brak rozliczenia większych kontraktów dotyczył jednostki dominującej. Jest to 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. Brak odbiorów ze strony inwestora lub przedłużenia (dodatkowe prace) trwających kontraktów, powoduje, że spółka nie może wykazać zysku na kontrakcie. W 1Q'10 rozliczono m.in. większy kontrakt, który przyniósł 1,2 mln PLN marży. Na poziomie EBIT w 1Q'11 Tesgas wykazał 1,5 mln PLN EBIT (zwracamy uwagę na +1,1 mln PLN salda na pozostałej działalności w 1Q'10, dla porównania +0,4 mln PLN w 1Q'11). Na poziomie netto wynik był zgodny z naszymi oczekiwaniami i wyniósł 1,6 mln PLN.

AKTUALIZACJA PROGNOZ WYNIKÓW

W 2Q'11 możliwe jest rozliczenie marży na części kontraktów drogowych (16 mln PLN przychodów) oraz przy zleceniu dotyczącym wykonania rurociągów oraz konstrukcji stalowych estakad przy projekcie LMG (20 mln PLN przychodów). Rozliczenie tych umów pozwoli naszym zdaniem na wypracowanie 55,0 mln PLN sprzedaży, 3,0 mln PLN EBIT oraz 2,5 mln PLN zysku netto. Natomiast przy ich braku (należy brać pod uwagę m.in. ryzyko opóźnień w odbiorach ze strony GDDKiA) szacujemy, że wynik na poziomie netto może wynieść 0-1 mln PLN przy tym samym poziomie sprzedaży, jednocześnie marża podlegałaby rozliczeniu dopiero w 3Q'11. Zwracamy jednocześnie uwagę na wysoką bazę z 2Q'10. Przy przychodach ze sprzedaży 23,6 mln PLN zysk brutto ze sprzedaży sięgnął 7,6 mln PLN (rozliczono m.in. jeden duży kontrakt, który wniósł 3,0 mln PLN zysku) a zysk operacyjny 4,8 mln PLN.

Wstępna prognoza wyników na 2Q'11 [mln PLN]

| | 2Q'10 | 2Q'11 | zmiana r/r | 1H'10 | 1H'11 | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|-------|------------|-------|-------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 23,6 | 55,0 | 133,0% | 41,3 | 105,0 | 154,2% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 7,6 | 6,1 | -20,7% | 12,7 | 9,9 | -21,8% |
| EBITDA | 5,5 | 3,8 | -31,3% | 9,6 | 6,1 | -36,2% |
| EBIT | 4,8 | 3,0 | -37,3% | 8,1 | 4,5 | -44,7% |
| Zysk (strata) brutto | 4,6 | 3,2 | -30,4% | 8,6 | 5,2 | -39,1% |
| Zysk (strata) netto | 3,7 | 2,5 | -33,0% | 7,0 | 4,1 | -41,4% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 32,4% | 11,0% | | 30,7% | 9,4% | |
| Marża EBITDA | 23,4% | 6,9% | | 23,1% | 5,8% | |
| Marża EBIT | 20,1% | 5,4% | | 19,5% | 4,2% | |
| Marża zysku netto | 15,7% | 4,5% | | 17,0% | 3,9% | |

Źródło: BDM S.A., spółka

W nieznacznym stopniu korygujemy wyniki na 2011 rok. Ostrożniej niż wcześniej podchodzimy do wyników Stali Warsztat (nadal brak decyzji o budowie lub kupnie nowej hali produkcyjnej). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 221,4 mln PLN przychodów, 19,8 mln PLN EBIT oraz 16,3 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że większość wyników EBIT zostanie wypracowana w 2H'11. Wzrost wyniku netto w porównaniu z poprzednią prognozą wynika z korzystniejszego salda z działalności finansowej (wyższy poziom gotówki, rozwiązania odpisu na pożyczkę w 1Q'11). Biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą branży budowlanej w dłuższym terminie bardziej konserwatywnie podeszliśmy do prognozy przychodów na kolejne lata.

Pole do wzrostu sprzedaży daje wzrost nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę gazową w najbliższych latach. Natomiast możliwości utrzymania ponad przeciętnych marż upatrujemy w specjalizacji spółki oraz świadczeniu wysoko rentownych usług eksploatacyjnych, gdzie istnieją duże bariery wejścia. Tesgas większość przychodów uzyskuje poprzez oferowanie specjalistycznych usług budowlanych i eksploatacyjnych na rynku infrastruktury gazowej, gdzie środki na inwestycje w najbliższych latach będą prawdopodobnie rosnąć (m.in. jako pochodna budowy terminalu LNG czy planowych elektrowni gazowych). Także PI Czwiertnia posiada dość specjalistyczną charakterystykę świadczonych usług (kompleksowa obsługa inwestorów w zakresie instalacji mechanicznych i elektrycznych) oraz zdobyła w ostatnich latach referencje przy wykonywaniu instalacji (sieć kanalizacyjna, sieć wodociągowa, instalacje sanitarne, p.pożarowe, elektryczne, teletechniczne, sieci grzewcze, fundamenty) na obiektach gazowych takich jak kopalnia gazu czy podziemne magazyny gazu.

Skorygowane prognozy wyników na 2011-2012 rok [mln PLN]

| | 2010 | 2010 | różnica | 2011 | 2011 | zmiana | 2012 | 2012 | zmiana |
|---------------------------------|--------------|-----------|---------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|
| | Prognoza BDM | Wykonanie | | poprzednio | aktualnie | | poprzednio | aktualnie | |
| Przychody | 172,1 | 174,3 | 1,3% | 226,1 | 221,4 | -2,1% | 237,0 | 225,4 | -4,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 30,1 | 28,9 | -4,0% | 36,5 | 33,7 | -7,8% | 38,3 | 34,4 | -10,3% |
| EBITDA | 20,7 | 21,1 | 1,8% | 25,1 | 23,3 | -7,4% | 26,6 | 23,8 | -10,7% |
| EBIT | 17,6 | 18,0 | 2,3% | 21,0 | 19,8 | -5,8% | 22,1 | 20,0 | -9,7% |
| Zysk (strata) netto* | 13,7 | 14,4 | 4,6% | 15,1 | 16,3 | 7,7% | 16,5 | 16,3 | -0,9% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 17,5% | 16,6% | | 16,1% | 15,2% | | 16,2% | 15,3% | |
| Marża EBITDA | 12,0% | 12,1% | | 11,1% | 10,5% | | 11,2% | 10,6% | |
| Marża EBIT | 10,2% | 10,3% | | 9,3% | 8,9% | | 9,3% | 8,9% | |
| Marża zysku netto | 8,0% | 8,2% | | 6,7% | 7,4% | | 7,0% | 7,2% | |

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

Projekcja wyników na lata 2011-2020

| | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży | 91,0 | 174,3 | 221,4 | 225,4 | 228,2 | 236,0 | 246,3 | 255,2 | 251,9 | 248,5 | 252,3 | 257,3 |
| Usługi dla gazownictwa | 89,5 | 95,6 | 111,7 | 111,8 | 114,1 | 118,6 | 124,5 | 128,8 | 126,3 | 122,7 | 124,0 | 126,5 |
| Obróbka stali | 0,0 | 7,7 | 7,4 | 9,8 | 10,3 | 10,5 | 10,7 | 10,9 | 11,2 | 11,4 | 11,6 | 11,8 |
| Inżynieria budowlana | 0,0 | 69,3 | 100,5 | 102,0 | 102,0 | 105,1 | 109,3 | 113,7 | 112,5 | 112,5 | 114,8 | 117,1 |
| Pozostałe* | 1,5 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Dynamika | | 91,6% | 27,0% | 1,8% | 1,2% | 3,4% | 4,4% | 3,6% | -1,3% | -1,3% | 1,5% | 2,0% |
| Usługi dla gazownictwa | | 6,9% | 16,8% | 0,1% | 2,0% | 4,0% | 4,9% | 3,5% | -1,9% | -2,9% | 1,0% | 2,0% |
| Obróbka stali | | - | -4,0% | 33,0% | 5,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Inżynieria budowlana | | - | 45,1% | 1,5% | 0,0% | 3,0% | 4,0% | 4,0% | -1,0% | 0,0% | 2,0% | 2,0% |
| Pozostałe | | 18,2% | 0,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBIT | 10,0 | 18,0 | 19,8 | 20,0 | 20,1 | 21,1 | 22,0 | 22,8 | 22,4 | 21,9 | 22,1 | 22,4 |
| Usługi dla gazownictwa | 9,0 | 11,2 | 11,6 | 11,6 | 11,8 | 12,3 | 13,0 | 13,4 | 13,0 | 12,5 | 12,5 | 12,7 |
| Obróbka stali | 0,0 | 0,5 | 0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Inżynieria budowlana | 0,0 | 4,8 | 7,2 | 7,1 | 7,0 | 7,3 | 7,5 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,9 | 8,1 |
| Pozostałe | 0,7 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,0 |
| Korekty | 0,3 | 0,5 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| marża EBIT | 11,0% | 10,3% | 8,9% | 8,9% | 8,8% | 8,9% | 9,0% | 8,9% | 8,9% | 8,8% | 8,8% | 8,7% |
| Usługi dla gazownictwa | 10,1% | 11,7% | 10,4% | 10,4% | 10,4% | 10,4% | 10,4% | 10,4% | 10,3% | 10,2% | 10,1% | 10,0% |
| Obróbka stali | - | 6,1% | 1,0% | 4,5% | 4,5% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% |
| Inżynieria budowlana | - | 7,0% | 7,2% | 7,0% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% | 6,9% |
| Pozostałe | 47,0% | 54,7% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% |

Źródło: BDM S.A., * głównie najem nieruchomości inwestycyjnej

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

| Bilans [mln PLN] | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 38,3 | 79,7 | 85,2 | 85,5 | 86,3 | 88,5 | 90,6 | 90,7 | 90,6 | 90,5 | 90,5 | 90,5 |
| Wartości niematerialne i prawne | 0,9 | 28,5 | 30,1 | 30,2 | 30,4 | 30,4 | 30,5 | 30,5 | 30,5 | 30,5 | 30,5 | 30,4 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 22,4 | 33,3 | 37,7 | 38,4 | 39,6 | 42,3 | 44,8 | 45,4 | 45,8 | 46,2 | 46,8 | 47,3 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 15,0 | 17,9 | 17,4 | 16,9 | 16,3 | 15,8 | 15,3 | 14,8 | 14,3 | 13,8 | 13,2 | 12,7 |
| Aktywa obrotowe | 57,9 | 125,5 | 129,2 | 140,3 | 145,4 | 151,8 | 158,6 | 169,5 | 175,2 | 178,9 | 185,0 | 191,7 |
| Zapasy | 3,2 | 4,4 | 4,5 | 4,6 | 4,7 | 4,8 | 5,1 | 5,2 | 5,2 | 5,1 | 5,2 | 5,3 |
| Należności krótkoterminowe | 34,3 | 67,2 | 69,0 | 70,2 | 71,1 | 73,5 | 76,7 | 79,5 | 78,5 | 77,4 | 78,6 | 80,2 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 19,9 | 53,2 | 55,1 | 64,8 | 69,1 | 72,9 | 76,2 | 84,2 | 91,0 | 95,8 | 100,7 | 105,7 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 0,4 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Aktywa razem | 96,2 | 205,2 | 214,4 | 225,8 | 231,7 | 240,4 | 249,1 | 260,2 | 265,8 | 269,4 | 275,5 | 282,2 |
| Kapitał (fundusz) własny ogółem | 36,5 | 109,5 | 125,8 | 142,9 | 152,2 | 162,5 | 171,4 | 180,7 | 187,3 | 191,8 | 196,9 | 202,0 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 59,7 | 95,7 | 88,6 | 82,9 | 79,5 | 77,9 | 77,7 | 79,5 | 78,5 | 77,5 | 78,7 | 80,2 |
| Rezerwy na zobowiązania | 1,2 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,7 |
| Zobowiązania długoterminowe | 17,6 | 19,1 | 14,1 | 9,6 | 6,6 | 3,6 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| - w tym dług oprocentowany | 22,1 | 18,7 | 13,7 | 9,2 | 6,2 | 3,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 40,6 | 73,6 | 71,5 | 70,3 | 69,9 | 71,3 | 74,4 | 76,2 | 75,2 | 74,2 | 75,3 | 76,8 |
| - w tym dług oprocentowany | 5,6 | 3,6 | 3,0 | 2,4 | 1,8 | 0,8 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pasywa razem | 96,2 | 205,2 | 214,4 | 225,8 | 231,7 | 240,4 | 249,1 | 260,2 | 265,8 | 269,4 | 275,5 | 282,2 |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
| Przychody netto ze sprzedaży | 91,0 | 174,3 | 221,4 | 225,4 | 228,2 | 236,0 | 246,3 | 255,2 | 251,9 | 248,5 | 252,3 | 257,3 |
| Koszty produktów, tow. i materiałów | 73,4 | 145,4 | 187,7 | 191,0 | 193,3 | 199,7 | 208,3 | 215,9 | 213,2 | 210,6 | 214,0 | 218,4 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 17,6 | 28,9 | 33,7 | 34,4 | 34,9 | 36,4 | 38,0 | 39,3 | 38,7 | 37,9 | 38,3 | 39,0 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 7,9 | 12,3 | 13,9 | 14,3 | 14,6 | 15,2 | 15,8 | 16,3 | 16,1 | 15,9 | 16,1 | 16,4 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | 9,7 | 16,7 | 19,8 | 20,1 | 20,2 | 21,2 | 22,2 | 23,0 | 22,5 | 22,0 | 22,2 | 22,5 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 0,3 | 1,3 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| EBITDA | 12,6 | 21,1 | 23,3 | 23,8 | 24,2 | 25,5 | 27,0 | 28,0 | 27,6 | 27,1 | 27,3 | 27,6 |
| EBIT | 10,0 | 18,0 | 19,8 | 20,0 | 20,1 | 21,1 | 22,0 | 22,8 | 22,4 | 21,9 | 22,1 | 22,4 |
| Saldo działalności finansowej | -0,8 | 0,5 | 1,2 | 1,1 | 1,5 | 1,9 | 2,2 | 2,5 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 3,3 |
| Zysk (strata) brutto | 9,2 | 19,4 | 21,0 | 21,1 | 21,6 | 23,0 | 24,2 | 25,3 | 25,2 | 24,9 | 25,3 | 25,7 |
| Zysk (strata) mniejszości | 0,0 | 1,3 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Zysk (strata) netto | 7,3 | 14,4 | 16,3 | 16,3 | 16,8 | 17,8 | 18,8 | 19,7 | 19,5 | 19,3 | 19,6 | 19,9 |
| CF [mln PLN] | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 11,1 | 19,1 | 16,3 | 17,7 | 19,3 | 20,8 | 21,9 | 22,8 | 22,8 | 22,4 | 22,3 | 21,0 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -3,1 | -35,0 | -7,6 | -2,1 | -2,7 | -4,3 | -4,5 | -2,6 | -2,2 | -1,9 | -2,0 | -0,9 |
| Przepływy z działalności finansowej | 5,6 | 47,6 | -6,8 | -5,9 | -12,4 | -12,7 | -14,1 | -12,2 | -13,8 | -15,6 | -15,4 | -15,7 |
| Przepływy pieniężne netto | 13,6 | 31,7 | 1,9 | 9,7 | 4,3 | 3,8 | 3,3 | 8,0 | 6,8 | 4,8 | 4,9 | 4,4 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 6,3 | 19,9 | 51,6 | 53,5 | 63,2 | 67,4 | 71,2 | 74,5 | 82,6 | 89,3 | 94,1 | 99,0 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 19,9 | 51,6 | 53,5 | 63,2 | 67,4 | 71,2 | 74,5 | 82,6 | 89,3 | 94,1 | 99,0 | 103,4 |

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|-------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r | 92% | 27% | 2% | 1% | 3% | 4% | 4% | -1% | -1% | 2% | 2% |
| EBITDA zmiana r/r | 68% | 10% | 2% | 2% | 5% | 6% | 4% | -1% | -2% | 1% | 1% |
| EBIT zmiana r/r | 79% | 10% | 1% | 1% | 5% | 4% | 4% | -2% | -2% | 1% | 1% |
| Zysk netto zmiana r/r | 96% | 14% | 0% | 3% | 6% | 6% | 5% | -1% | -1% | 1% | 2% |
| Marża brutto na sprzedaży | 17% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 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% | 9% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Marża netto | 8% | 7% | 7% | 7% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| COGS / przychody | 83% | 85% | 85% | 85% | 85% | 85% | 85% | 85% | 85% | 85% | 85% |
| SG&A / przychody | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| SG&A / COGS | 8% | 7% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| ROE | 13% | 13% | 11% | 11% | 11% | 11% | 11% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| ROA | 7% | 8% | 7% | 7% | 7% | 8% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| Dług | 22,3 | 16,7 | 11,6 | 8,0 | 4,1 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| D / (D+E) | 11% | 8% | 5% | 3% | 2% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| D / E | 12% | 8% | 5% | 4% | 2% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Odsetki / EBIT | 3% | 6% | 6% | 7% | 9% | 10% | 11% | 12% | 14% | 14% | 15% |
| Dług / kapitał własny | 20% | 13% | 8% | 5% | 3% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Dług netto | -29,3 | -36,8 | -51,6 | -59,4 | -67,1 | -73,7 | -82,6 | -89,3 | -94,1 | -99,0 | -104,0 |
| Dług netto / kapitał własny | -28% | -30% | -37% | -40% | -43% | -45% | -48% | -50% | -51% | -53% | -54% |
| Dług netto / EBITDA | -139% | -158% | -217% | -245% | -263% | -273% | -295% | -324% | -347% | -362% | -376% |
| Dług netto / EBIT | -163% | -186% | -258% | -295% | -318% | -334% | -362% | -399% | -430% | -448% | -464% |
| EV | 127,6 | 124,4 | 109,6 | 101,7 | 94,0 | 87,5 | 78,6 | 71,8 | 67,0 | 62,1 | 57,1 |
| Dług / EV | 17% | 13% | 11% | 8% | 4% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| CAPEX / Przychody | 2% | 3% | 2% | 2% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| CAPEX / Amortyzacja | 138% | 216% | 109% | 119% | 151% | 141% | 102% | 99% | 97% | 100% | 100% |
| Amortyzacja / Przychody | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Zmiana KO / Przychody | -3% | 2% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -6% | 7% | 50% | 27% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| Wskaźniki rynkowe | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
| MC/S* | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/E* | 10,9 | 9,9 | 9,9 | 9,6 | 9,1 | 8,6 | 8,2 | 8,3 | 8,4 | 8,2 | 8,1 |
| P/BV* | 1,4 | 1,3 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| P/CE* | 9,0 | 8,1 | 8,0 | 7,7 | 7,3 | 6,8 | 6,5 | 6,5 | 6,6 | 6,5 | 6,4 |
| EV/EBITDA* | 6,1 | 5,3 | 4,6 | 4,2 | 3,7 | 3,2 | 2,8 | 2,6 | 2,5 | 2,3 | 2,1 |
| EV/EBIT* | 7,1 | 6,3 | 5,5 | 5,1 | 4,5 | 4,0 | 3,4 | 3,2 | 3,1 | 2,8 | 2,6 |
| EV/S* | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| BVPS | 9,9 | 11,1 | 12,6 | 13,4 | 14,3 | 15,1 | 15,9 | 16,5 | 16,9 | 17,3 | 17,8 |
| EPS | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,8 |
| CEPS | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |
| FCFPS | -1,1 | 0,6 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 |
| DPS | 0,0 | 0,0 | 0,7 | 0,7 | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| 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 14,20 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 |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|-------|--------|
| akumuluj | 16.50 | kupuj | 18.20 | 13.06.2011 | 14.20 | 49 063 |
| kupuj | 18,2 | kupuj | 18,8 | 10.12.2010 | 15,0 | 47 518 |
| kupuj | 18,8 | - | - | 19.10.2010 | 15,5 | 45 820 |

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'11:

| | | |
|----------|---|-----|
| Kupuj | 1 | 9% |
| Akumuluj | 7 | 64% |
| Trzymaj | 2 | 18% |
| Redukuj | 1 | 9% |
| 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 13.06.2010 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 16.06.2010 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 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 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.