

| | | |
|-------------------------------------|---------------------------|-----------------|
| ABM Solid | Ticker: ABM | Kupuj |
| sektor / branża: Budownictwo | ISIN: PLABMSD00015 | 23,99 zł |

Profil spółki

Grupa ABM SOLID składa się z podmiotów świadczących kompleksowe i zarazem komplementarne względem siebie usługi we wszystkich podstawowych segmentach branży budowlano – montażowej. Dywersyfikację budowlanej aktywności Grupy stanowi działalność deweloperska i produkcyjna.

Dane podstawowe

| | |
|---------------------------------|--------------|
| Kurs (16/02/10) (zł) | 8,90 |
| Wycena DCF (zł)* | 23,93 |
| Wycena porównawcza (zł)* | 24,05 |
| * Działalność deweloperska (zł) | 2,0 |
| Cena docelowa (zł) | 23,99 |
| Liczba akcji (tys.) | 7 935 |
| Kapitalizacja (mln zł) | 70,6 |
| EV (mln zł) | 126,3 |

Notowania

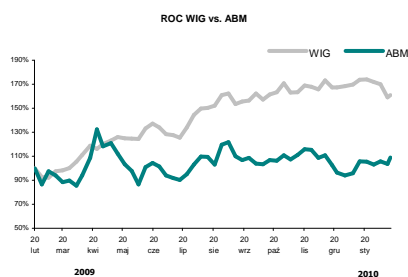
| | |
|--|--------------|
| max cena 52 tygodnie (zł) | 12,5 |
| min cena 52 tygodnie (zł) | 6,5 |
| Mediana obrotów (3m-ce/tys. zł) | 142,8 |

Struktura akcjonariatu

| | | |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| Marek Pawlik z rodziną | 54,4% | 67,8% |
| Stanisław Ojczyk | 5,2% | 3,5% |
| Pozostali akcjonariusze | 40,4% | 28,7% |

Poprzednie zalecenie

| | |
|-------------|---------------|
| Data | Wycena |
|-------------|---------------|


Analitik:

Grzegorz Kujawski tel. (0-22) 329 43 46

e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

Profil działalności

Działalności podstawowa Grupy ABM Solid skupia się w trzech obszarach szeroko pojętego rynku usług budowlano – montażowych: budownictwo niemieszkalniowe (segment użyteczności publicznej, segment budownictwa przemysłowego), budownictwo inżynieryjne (segment ochrony środowiska, energetyki, hydrotechniki oraz segment drogowy i mostowy) oraz budownictwo mieszkaniowe.

Aktywność Grupy w pierwszym obszarze generuje ok. 60% skonsolidowanych obrotów, jednakże ze względu na pojawienie się w tym roku przychodów z działalności deweloperskiej, udział ten może spaść do ok. 50% łącznych obrotów. Drugim, w kolejności kontrybucji do skonsolidowanych obrotów, obszarem działalności Grupy jest budownictwo inżynieryjne, którego udział oscyluje w przedziale 25 - 30%, ale cechuje wyższą rentowność (średnio o ok. 2 - 4 p.p.). Mniejszy wpływ na wyniki Grupy ma obszar budownictwa mieszkaniowego, reprezentowany przez kontrolowany Resbud, który ze względu na znaczące obniżenie wartości portfela zleceń, powinien kontrybuować negatywnie w wynikach Grupy za 2009 r. (-2,8 mln zł) i wyjść na niewielki plus w bieżącym roku. Tegoroczny backlog na poziomie Grupy wynosi obecnie ok. 340 mln zł, co stanowi 70% naszej prognozy sprzedaży w wysokości ok. 475 mln zł (pozostałe 45 mln zł dotyczy ujęcia w rachunku wyników sprzedaży mieszkań).

Ponadto Grupa, w ramach dywersyfikacji prowadzonej działalności, realizuje obecnie dwa projekty deweloperskie o łącznej PUM i PUL wynoszącej 22,2 tys. mkw. Zaawansowanie prac na stołecznym projekcie sięga obecnie ok. 70%, a przekazywanie 155 mieszkań, z których 33% znalazła już nabywców, rozpocznie się w 2 kw. br. Łączne przychody ze sprzedaży lokali na tej inwestycji szacujemy na ok. 65 mln zł, a rentowność netto, ze względu na niski udział kosztu nabycia gruntu w mkw. PUM (0,6 tys. zł), powinna sięgnąć 18% (11,9 mln zł zysku netto).

Kondycja finansowa

Pomimo istotnego wzrostu zobowiązań oprocentowanych w stosunku do analogicznego okresu 2008 r. (84,5 mln zł w 3 kw. 2009 vs 56,2 mln zł w 3 kw. 2008 r.), związanego m.in. z konwersją zobowiązań z tytułu ujemnej wyceny instrumentów zabezpieczających na kredyt długoterminowy oraz kredyt deweloperski, Grupa według naszych szacunków obniżyła dług netto do poziomu ok. 55 mln zł na koniec 2009 r. Jednocześnie w związku z planowanym na 2 kw. 2010 r. rozpoczęciem przekazywania mieszkań w Warszawie, Grupa powinna obniżyć poziom zobowiązań oprocentowanych do wartości ok. 43 mln zł na koniec 2010 r. uwzględniając nakłady na realizację projektu tarnowskiego. Tym samym dług netto wyniesie ok. 40 mln zł i będzie oscylował w granicach poziomu prognozowanego przez nas zysku EBITDA.

Wycena i rekomendacja

Wartość ABM Solid na podstawie metody fundamentalnej, z uwzględnieniem działalności deweloperskiej, której NPV projektów obecnie realizowanych szacujemy na 16,2 mln zł (tj. 2,0 na akcję), ustaliliśmy na 189,9 mln zł (tj. 2,0 na akcję). Metoda mnożnikowa, dla której początkowo skorygowaliśmy wyniki Grupy i spółek porównawczych o rezultaty związane z działalnością deweloperską i uwzględniliśmy je dopiero w końcowej fazie wyceny tą metodą, implikuje wartość ABM Solid na poziomie 190,4 mln zł (tj. 24,05 zł na akcję). Następnie nadając obu metodom jednakowe wagi, wartość działalności budowlano - montażowej i przedsięwzięć deweloperskich Grupy ustaliliśmy na poziomie 190,4 mln zł (tj. 23,99 zł na akcję). W rezultacie, bardzo duże dyskonto rynkowej wyceny walorów ABM Solid w stosunku do ich wartości godziwej, skłoniło nas do wydania rekomendacji z zaleceniem KUPUJ dla akcji tego emitenta.

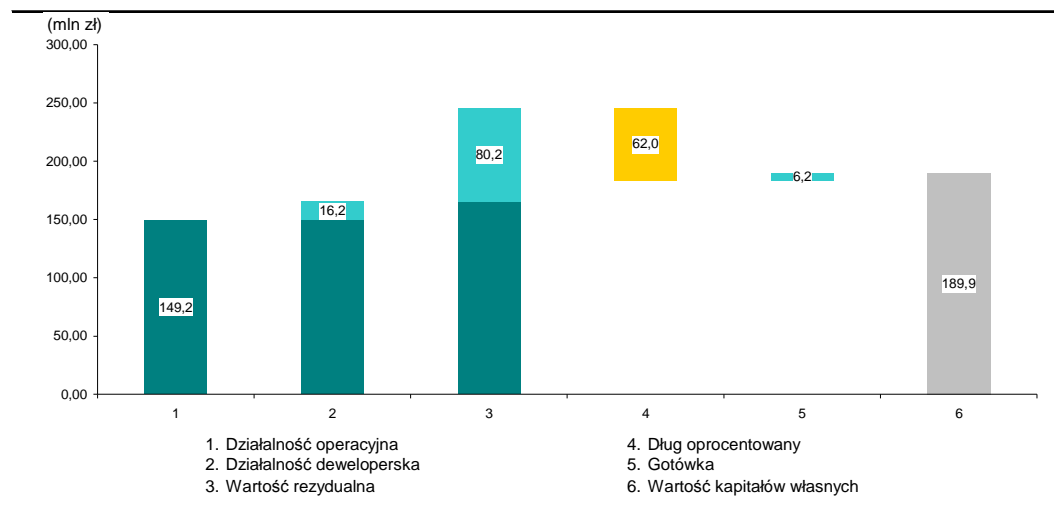
| mln zł | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 234,1 | 421,3 | 417,0 | 520,9 | 542,9 | 561,0 |
| zmiana r/r (%) | 19,3% | 79,9% | -1,0% | 24,9% | 4,2% | 3,3% |
| EBITDA | 12,3 | 26,5 | 23,9 | 39,1 | 39,3 | 38,6 |
| EBIT | 8,0 | 19,3 | 15,3 | 32,8 | 32,3 | 30,9 |
| marża EBIT (%) | 3,4% | 4,6% | 3,7% | 6,3% | 5,9% | 5,5% |
| Zysk netto | 8,3 | 12,0 | 10,4 | 23,9 | 23,6 | 22,6 |
| marża netto (%) | 3,5% | 2,8% | 2,5% | 4,6% | 4,3% | 4,0% |
| EPS (zł) | 1,0 | 1,5 | 1,3 | 3,0 | 3,0 | 2,8 |
| DPS (zł) | - | - | - | 1,0 | 1,4 | 1,0 |
| P / E | 8,5 | 5,9 | 6,8 | 3,0 | 3,0 | 3,1 |
| EV / EBITDA | 10,3 | 4,8 | 5,3 | 3,2 | 3,2 | 3,3 |

P - prognozy BM BGZ

Podsumowanie wyceny

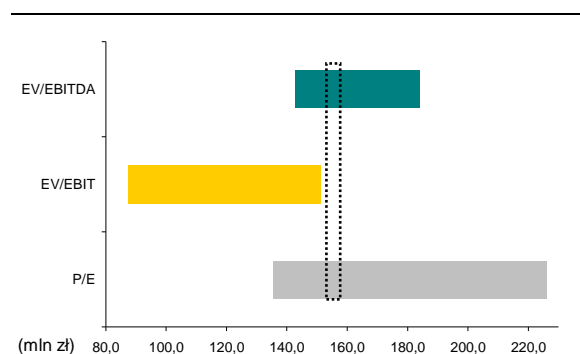
Wartość Grupy ABM Solid na podstawie modelu DCF szacujemy na 189,9 mln zł, czyli 23,93 zł za jedną akcję. Wycena ta uwzględnia zdyskontowane przepływy netto z działalności deweloperskiej, realizowanej w Warszawie oraz w Tarnowie (16,2 mln zł, czyli 2,0 zł na akcję).

Rys. Dekompozycja wyceny dochodowej Grupy ABM Solid



Źródło: prognozy BM BGŻ

Rys. Dekompozycja wyceny porównawczej Grupy ABM Solid



Zestawiając Spółkę z podmiotami najbardziej zbliżonymi do niej profilem działalności (m.in. Instal Kraków, Unibep) otrzymaliśmy wycenę na poziomie 190,8 mln zł, czyli 24,05 zł za jedną akcję. Nadając powyższym metodom równe wagi, wartość Grupy specjalizującej się w oferowaniu specjalistycznych usług budowlano – montażowych, szacujemy na 190,4 mln zł, czyli 23,99 zł za jedną akcję.

Źródło: prognozy BM BGŻ, konsensus Reuters

Tab. Podsumowanie wyceny

| | Wycena (mln zł) | Wycena na 1 akcję (zł) | Waga |
|--|-----------------|------------------------|------|
| Wycena DCF (uwzględniająca działalność deweloperską) | 189,9 | 23,93 | 50% |
| Wycena porównawcza | 190,8 | 24,05 | 50% |
| Średnia z wycen | 190,4 | 23,99 | |

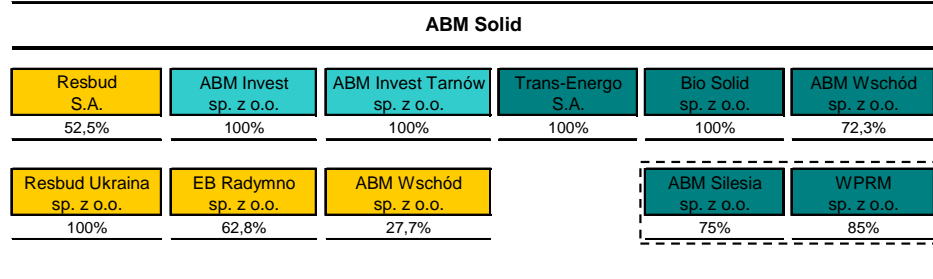
Źródło: prognozy BM BGŻ

Informacje podstawowe

Struktura organizacyjna

Grupa ABM SOLID składa się z podmiotów świadczących kompleksowe i zarazem komplementarne względem siebie usługi we wszystkich podstawowych segmentach branży budowlano – montażowej. Głównym źródłem przychodów w tym obszarze są kontrakty z zakresu: budownictwa niemieszkaniowego (segment użyteczności publicznej oraz segment budownictwa przemysłowego generują łącznie ok. 60% skonsolidowanych obrotów), budownictwa inżynieryjnego (segment ochrony środowiska, energetyki, hydrotechniki oraz segment drogowy i mostowy odpowiada za ok. 35% łącznej sprzedaży) oraz budownictwa ogólnego (ok. 10% sumy przychodów). Działalność podstawową uzupełniają: realizacja projektów deweloperskich oraz produkcja konstrukcji stalowych, aluminiowych i prefabrykatów żelbetowych.

Rys. Struktura organizacyjna Grupy



Źródło: ABM Solid S.A.

Charakterystyka działalności spółek z Grupy

ABM Solid

Spółka pełni rolę podmiotu dominującego w Grupie i generuje ok. 75% łącznych obrotów, świadcząc kompleksowe usługi "pod klucz", począwszy od projektowania obiektów, skończywszy na wykończeniu i ich uruchomieniu.

ABM Invest, ABM Invest Tarnów

Oba podmioty są spółkami celowymi Grupy zawiązanymi w celu zarządzania projektami deweloperskimi. W części poświęconej działalności Grupy w tym obszarze zostały omówione obecnie realizowane inwestycje.

ABM Silesia

Grupa chcąc jeszcze bardziej zaznaczyć swoją obecność na rynku Górnego i Dolnego Śląska oraz korzystając z przejęcia zorganizowanej części przedsiębiorstwa, którego zakres usług jest komplementarny do działalności Grupy w zakresie prac ziemnych, zawiązała spółkę ABM Silesia, która w bieżącym roku powinna osiągnąć sprzedaż na poziomie 20 – 30 mln zł i wysokie dynamiki w kolejnych latach.

Wągrowieckie Przedsiębiorstwo Robót Mostowych (WPRM)

Spółka została nabyta podczas aukcji organizowanej przez SP w grudniu 2009 r. za 5,3 mln zł (85% udziałów). Akwizycja ta poszerzy kompetencje Grupy w zakresie budowy konstrukcji mostów żelbetowych, gdyż WPRM posiada wytwórnię prefabrykatów drogowo – mostowych, które stosowane są w budownictwie drogowym i kolejowym.

ABM Wschód

Spółka została zawiązana do prowadzenia działalności budowlanej Grupy w państwach Europy Wschodniej. Ze względu na niski udział przychodów ze zleceń realizowanych poza Polską, spółka ma nieistotną kontrybucję do wyników Grupy.

Bio Solid

Spółka działająca w branży gospodarki odpadowej posiada zakład produkcyjny, który przetwarza odpady m.in. przemysłu spożywczego i odpady komunalne, z których z kolei produkuje nawozy i podłoża. Dotychczasowy udział spółki w wynikach Grupy jest nieznaczny, jednakże ze względu na nakładane przez akty wykonawcze wymogi dotyczące uzyskiwania energii z OZE oraz zagospodarowania odpadów komunalnych, stymulowana funduszami z UE, może wzrosnąć na znaczeniu.

Trans – Energo

Zakres działalności spółki z siedzibą w Radomiu obejmuje m.in. wykonawstwo systemów zasilania elektroenergetycznego i telekomunikacyjnego, remont urządzeń sieci rozdzielczych, wykonawstwo systemów sterowania, automatyki i ochrony obiektów przemysłowych. Sprzedaż spółki w 2009 r. powinna oscylować w granicach 15 mln zł. Zarząd jednak oczekuje, że spółka powinna skorzystać na zapowiadanych inwestycjach w budownictwie energetycznym.

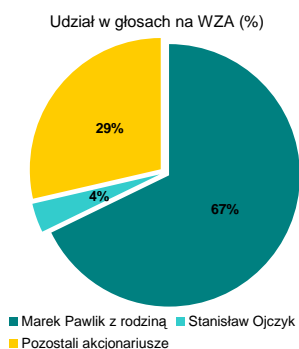
Resbud

Przedmiotem działalności spółki jest realizacja obiektów mieszkalnych i użyteczności publicznych "pod klucz" łącznie z projektowaniem. Załamanie popytu na rynku nieruchomości związane m.in. z problemami dotyczącymi pozyskiwania finansowania zarówno przez deweloperów jak również potencjalnych nabywców, w efekcie którego, realizacja znaczącej części projektów została zamrożona, spowodowało duże problemy Resbudu z wypełnieniem portfela zleceń. Jednocześnie utrzymanie nie w pełni wykorzystanego potencjału wykonawczego generowało duże koszty stałe i stratę operacyjną. Podjęte działania restrukturyzacyjne w celu przejścia na formułę GW (sprzedaż aktywów niezwiązanych z podstawowym biznesem, ograniczenie zatrudnienia) powinny spowodować odbudowanie marży w spółce i niewielką rentowność netto (0,5 – 1,0%) w 2010 r.

Akcjonariat

Rys. Struktura akcjonariatu

| | Udział w kapitale zakładowym (%) | Udział w głosach na WZA (%) |
|-------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|
| Marek Pawlik z rodziną | 54,4 | 67,8 |
| Stanisław Ojczyk | 5,2 | 3,5 |
| Pozostali akcjonariusze | 40,4 | 28,7 |



Największym akcjonariuszem spółki jest obecnie rodzina Pawlików, która kontroluje bezpośrednio i pośrednio 54,4% kapitału zakładowego i 67,8% głosów na WZA (część akcji jest uprzywilejowana w stosunku 1:2). W rękach pozostałych akcjonariuszy są walory staniowiące odpowiednio 40,4% i 28,7% udział w KZ i w głosach na WZA, co stwarza możliwość zbudowania pozycji przez inwestorów zainteresowanych większym pakietem akcji. Tym bardziej, że w porównaniu do podobnej wielkości spółek notowanych na GPW, płynność tego instrumentu prezentuje się dobrze - trzymiesięczna mediana obrotów wynosi 142,8 tys. zł (12,9 tys. szt.)

Źródło: ABM Solid S.A.

Działalność Grupy

Działalność budowlano - montażowa

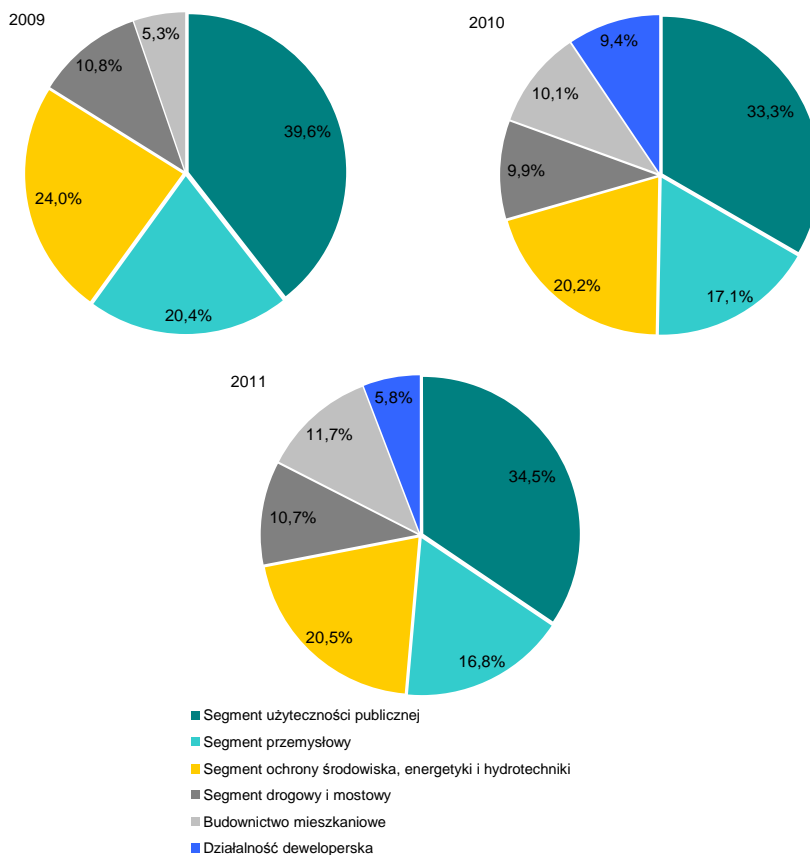
W ramach działalności podstawowej Grupy ABM Solid można wyróżnić trzy główne obszary rynku budowlano – montażowego, w których operują jej spółki: budownictwo niemieszaniowe (segment użyteczności publicznej, segment budownictwa przemysłowego), budownictwo inżynieryjne (segment ochrony środowiska, energetyki, hydrotechniki oraz segment drogowy i mostowy) oraz budownictwo mieszkaniowe. Najważniejszym obszarem tego rynku są segmenty wyodrębnione w ramach budownictwa niemieszaniowego, które łącznie w 2009 r. wygenerują ok. 60% obrotów Grupy. Jednakże, ze względu na pojawienie się w tym roku przychodów z działalności deweloperskiej, udział tego obszaru zleceń skurczy się do 50% łącznych obrotów. Ponadto segmenty tego obszaru aktywności budowlanej Grupy cechuje relatywnie wysoka rentowność (zakładany przez nas poziom pierwszej marży w długim terminie mieści się w przedziale 9,0 – 10,5%).

Wyższa rentowność osiągana jest jedynie w budownictwie inżynieryjnym, w segmencie ochrony środowiska, energetyki i hydrotechniki (11,5 -12,5% marży brutto ze sprzedaży), który za sprawą planowanej aktywności inwestycyjnej spółek energetycznych i JST powinien dynamicznie się rozwijać w najbliższych latach.

Mniejszy wpływ na wyniki Grupy ma obszar budownictwa mieszkaniowego, na którym operuje kontrolowany przez Grupę Resbud. W wynikach skonsolidowanych za 2009 r., ze względu na znaczące obniżenie wartości portfela spółki, powinna ona kontrybuować negatywnie (w prognozie założyliśmy utrzymanie straty netto na koniec 3 kw. w całym roku oraz wyjście spółki na niewielki plus w 2010 r.)

Pewnym zwiastunem ekspozycji Grupy na budownictwo energetyczne może być informacja o podpisaniu przez konsorcjum z udziałem ABM Solid, w którym liderem jest ALSTOM Power, umowy na budowę instalacji odsiarczania spalin w jednym z zakładów należących do Ciechu.

Rys. Dekompozycja struktury sprzedaży w latach 2009 - 2011



Bieżąca wartość portfela zleceń Grupy sięga 340 mln zł (310 mln zł w samym ABM Solid). W rezultacie czego, Grupa wyłączając działalność deweloperską, powinna pozyskać kontrakty na ten rok o wartości ok. 130 mln zł, żeby zrealizować naszą prognozę.

Ze względu na specyfikę rozliczania kontraktów w segmencie publicznym, pierwsze półrocze generuje 30- 40% rocznych obrotów, a większość umów ujęta jest w rachunku wyników w 4 kw.

Źródło: prognozy BM BGŻ

Działalność pomocniczą dla ww. obszarów aktywności budowlano – montażowej Grupy stanowią: produkcja konstrukcji stalowych i aluminiowych, betonu towarowego, prefabrykatów żelbetonowych oraz usługi sprzętowo- transportowe.

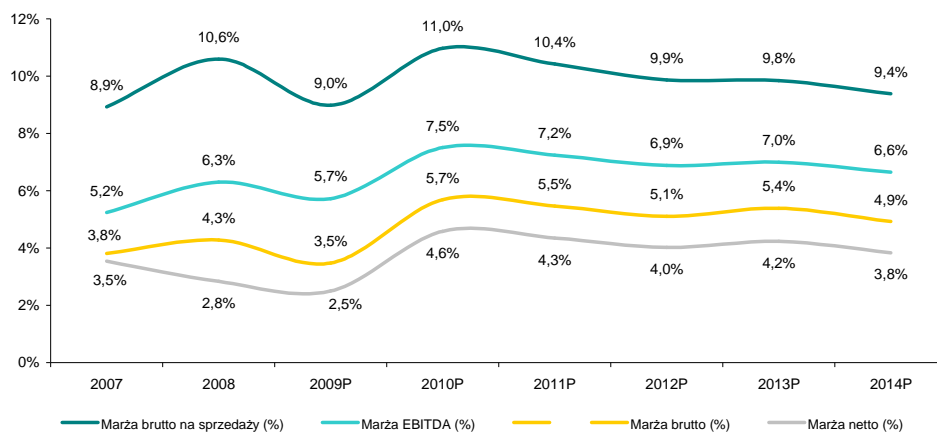
Tab. Dekompozycja struktury sprzedaży w latach 2009 – 2014 (według segmentów rynkowych)

| (mln zł) | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ABM Solid, ABM Silesia (budownictwo specjalistyczne) | | | | | | |
| Przychody ze sprzedaży | 395,0 | 419,3 | 447,9 | 472,7 | 490,0 | 502,3 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 36,8 | 40,3 | 44,2 | 46,8 | 48,5 | 49,1 |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 9,3% | 9,6% | 9,9% | 9,9% | 9,9% | 9,8% |
| ABM Invest, ABM Invest Tarnów (działalność deweloperska) | | | | | | |
| Przychody ze sprzedaży | - | 48,8 | 31,7 | 15,4 | 15,9 | - |
| Zysk brutto ze sprzedaży | - | 13,4 | 7,9 | 3,5 | 3,6 | - |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | - | 27,4% | 25,0% | 22,5% | 22,5% | - |
| Resbud (budownictwo ogólne) | | | | | | |
| Przychody ze sprzedaży | 22,0 | 52,8 | 63,4 | 72,9 | 80,2 | 84,2 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 0,7 | 3,4 | 4,4 | 5,1 | 5,6 | 5,9 |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 3,0% | 6,5% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% |
| Obroty ogółem | 417,0 | 520,9 | 542,9 | 561,0 | 586,1 | 586,4 |

Źródło: prognozy BM BGZ

Najwyższych marż oczekujemy w działalności deweloperskiej, która na poziomie brutto ze sprzedaży może kształtować się w przedziale 22,5 – 27,5%. W budownictwie specjalistycznym średnia marża segmentów powinna oscylować w granicach 10%. Najniższe rentowności powinny być realizowane w budownictwie mieszkaniowym.

Rys. Rentowności na poszczególnych poziomach



Źródło: prognozy BM BGZ

Negatywna tendencja kształtowania się marż począwszy od 2010 r. jest efektem zmniejszającego się znaczenia działalności deweloperskiej w wynikach Grupy.

W ujęciu geograficznym spółka realizuje kontrakty głównie na terytorium Polski, a ekspansja eksportowa, o którą zabiega Zarząd Grupy (choćby umowy na Ukrainie), ze względu na problemy z pozyskaniem finansowania przez inwestorów wciąż jest marginalna. W kraju znacząca część kontraktów spółek z Grupy ABM Solid realizowana jest w województwach południowej Polski (woj. małopolskie i śląskie odpowiada za ok. 70% sprzedaży), co naturalnie związane jest z lokalizacją oddziałów Grupy.

Działalność deweloperska

Działalność budowlano – montażową spółki uzupełnia działalność deweloperska, w ramach której spółka realizuje obecnie dwa projekty o łącznej powierzchni użytkowej mieszkań i lokali użytkowych 22,2 tys. mkw. Zaawansowanie prac na warszawskim projekcie (segment popularny) sięga obecnie ok. 70% (łącznie koszty mają wynieść ok. 53 mln zł, natomiast w zapasach aktywowano koszty dotyczące tego projektu w wysokości 37 mln zł), a przekazywanie 155 mieszkań, z których 33% znalazła już nabywców, rozpocznie się w 2 kw. br. Średnia cena PUM ustalona została na 6,2 tys. zł, co mieści się w przedziale cen na rynku pierwotnym w podobnej lokalizacji (5,5 – 7,0 tys. zł). Łączne przychody ze sprzedaży lokali w tym projekcie szacujemy na ok. 65 mln zł, a rentowność netto, ze względu na relatywnie niski poziom kosztu nabycia gruntu w mkw. PUM (0,6 tys. zł), powinna sięgnąć 18% (11,9 mln zł zysku netto). Ostrożnie zakładając zaawansowanie sprzedaży lokali mieszkalnych, przyjęliśmy, że do końca roku Spółka powinna przekazać 75% wszystkich mieszkań, a kolejne 25% w 2011 r.

Projekt zlokalizowany w Tarnowie (również segment popularny), w przeciwieństwie do stołecznego, jest we wczesnej fazie budowy pierwszego z spośród trzech etapów przewidzianych do realizacji w latach 2010 – 2013 (dotychczasowe aktywowane w zapasach koszty w tym obszarze wynoszą ok. 5 mln zł). Etapowany projekt, choć nieco większy niż warszawski, ze względu na możliwy do zaakceptowania poziom cen na lokalnym rynku na poziomie ok. 4 tys., ma łączną wartość ok. 50 mln zł (wszystkie etapy inwestycji są podobnej wielkości). Rentowność, ze względu na strukturę rynku lokalnego (duży udział inwestycji indywidualnych), naszym zdaniem, powinna być nieco niższa niż na pierwszym projekcie (zakładamy ok. 15% marży netto i ok. 7 mln zł zysku netto).

W banku ziemi Grupy są jeszcze inne nieruchomości gruntowe o przeznaczeniu pod inwestycje mieszkaniowe, z których można wyróżnić m.in. działki zlokalizowane w warszawskich dzielnicach Włochy i Wawer, których łączne PUM i PUL wynosi ok. 11,5 tys. mkw. Jednakże ze względu na relatywnie niski koszt nabycia tych nieruchomości oraz toczące się prace nad koncepcjami architektonicznymi tych projektów, zdecydowaliśmy się nie uwzględniać ich w naszych prognozach. Tym samym łączna wartość środków jakie powinny wpłynąć do spółki przed spłatą zobowiązań wobec banków i pomniejszonych o wpłacone zaliczki łącznie szacujemy na ok. 100 mln zł, z czego 19 mln zł stanowić będzie zysk zrealizowany na tych projektach. Uwzględniając wartość pieniądza w czasie, NPV tych projektów szacujemy na 16,2 mln zł, co daje 2,0 zł zysku na akcję Spółki.

Wykonawcą projektu stołecznego jest spółka z Kielc, natomiast realizacją drugiego projektu zajmuje się ABM Solid.

Tab. Dekompozycja portfela projektów deweloperskich

| Projekt | MPZP/ DWZiZT | Pozwolenie na budowę | Planowany termin realizacji | PUM + PUL (mkw.) | Cena sprzedaży | Cena gruntu | Koszt budowy | Pozostałe koszty | Przychody (mln zł) | Zysk netto (mln zł) | Marża netto (mln zł) |
|---------------------|-----------------|-------------------------|-----------------------------------|---------------------|-------------------|-------------|-----------------|---------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------|
| | | | | | (tys. zł/mkw.) | | | | | | |
| Warszawa, Białołęka | tak | tak | 2 kw. 2010 | 10 500 | 6,2 | 0,6 | 3,9 | 0,3 | 65,1 | 11,9 | 18,3% |
| Tarnów | tak | tak | 3 kw. 2011 | 11 700 | 4,0 | 0,1 | 3 | 0,2 | 46,8 | 7,1 | 15,2% |
| Warszawa, Włochy | tak | brak | - | 3 000 | - | - | - | - | - | - | - |
| Warszawa, Wawer | tak | brak | - | 8 500 | - | - | - | - | - | - | - |

Źródło: prognozy własne, ABM Solid S.A.

Czynniki ryzyka

Ryzyko kursowe

W ramach polityki zabezpieczeń przed ryzykiem kursowym ABM Solid jako eksporter netto stosuje w pierwszej kolejności pasywną politykę polegającą na minimalizacji ekspozycji walutowej poprzez podpisywanie umów z podwykonawcami oraz realizację dostaw materiałów w walucie kontraktu. Pozostałą część ekspozycji, spółka stosując aktywną politykę, zabezpiecza instrumentami pochodnymi. Obecnie spółka nie posiada otwartych pozycji w instrumentach zabezpieczających, zawiązała jednak rezerwę w kwocie 11,8 mln zł na ewentualne zobowiązanie wobec jednego z banków w związku z wystąpieniem przeciwko niemu do sądu z tytułu rzekomych działań banku niezgodnych z warunkami umowy ramowej i narażeniem na straty spółki. Trudno jednoznacznie przesądzić o racji Zarządu i terminie wyroku sądu w tej sprawie. Można jednakże oszacować wpływ niekorzystnego rozstrzygnięcia tej sprawy, który będzie miał wymiar jedynie gotówkowy na poziomie ok. - 9,5 mln zł (w wyniku zostało to ujęte w poprzednich okresach).

Ponadto w związku z planowaną realizacją kontraktu publicznego na Ukrainie dotyczącego budowy Uniwersytetu Kijowskiego wraz z infrastrukturą kongresowo – hotelową (inwestor dokonał przeprojektowania obniżającego koszty zadania do ok. 45 mln EUR i wciąż stara się pozyskać finansowanie) oraz spełnienia jednego z warunków MSR 39, spółka wyodrębniła w ramach tej umowy wbudowany instrument pochodny. Umacniający się kurs EUR względem PLN w stosunku do kursu z dnia podpisania umowy, spowodował, że wartość godziwa tego instrumentu na koniec 3 kw. br. wyniosła 33,0 mln zł. Jednocześnie ze względu na przedłużający się termin rozpoczęcia realizacji tego kontraktu, włącznie z możliwością nie dojścia jego do skutku (ten scenariusz oznaczałby dla inwestora ponowne ubieganie się o pozwolenie na budowę, gdyż na Ukrainie decyzja administracyjna w tym obszarze ważna jest tylko, gdy wykonawcą jest podmiot wskazany we wniosku), Zarząd Spółki może zdecydować się na zaprzestanie takiego podejścia, co wiązałoby się z obniżeniem sumy bilansowej o wartość godziwą tego instrumentu na dzień podjęcia decyzji bez wymiaru gotówkowego.

Ryzyko stopy procentowej

Pomimo istotnego wzrostu zobowiązań oprocentowanych w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku (84,5 mln zł w 3 kw. 2009 vs 56,2 mln zł w 3 kw. 2008 r.), częściowo związanego z konwersją zobowiązań z tytułu ujemnej wyceny instrumentów zabezpieczających na kredyt długoterminowy, Grupie na koniec roku, według naszych szacunków, udało się obniżyć dług netto do poziomu 55,7 mln zł. Jednocześnie w związku z planowanym na 2 kw. 2010 r. rozpoczęciem przekazywania mieszkań w Warszawie, Grupa powinna obniżyć poziom zobowiązań oprocentowanych do wartości ok. 43 mln zł na koniec 2010 r. Tym samym dług netto wyniesie ok. 40 mln zł i będzie oscylował w granicach poziomu zysku EBITDA.

Ryzyko kredytowe

Na poziomie Grupy, w relacji do poprzedniego roku, odnotowano znaczący wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy, na co złożyły się głównie dwa czynniki. Pierwszym z nich było rozpoczęcie projektów deweloperskich (na koniec 3 kw. br. zapasy związane z realizacją inwestycji mieszkaniowych sięgnęły ok. 40 mln zł, a skorygowane o tą wartość zapasy zbliżone były wartościowo do poziomu z 3 kw. 2008 r.). Ujęcie w przyszłym roku w rachunku wyników sprzedaży mieszkań spowoduje znaczący spadek kapitału obrotowego netto i ukształtowanie się cyklu konwersji gotówki na poziomie 18 – 20 dni. Drugim czynnikiem tego stanu rzeczy jest specyfika rozliczeń kontraktów realizowanych w ramach współfinansowania ze środków z UE, która powoduje rozciągnięcie w czasie rozliczenia kontraktu (kwoty należne od odbiorców z tyt. wyceny usług wyniosły 56,4 mln zł vs 32,3 mln zł w 3 kw. 2008 r.).

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej;

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Szacując wartość dystrybutora w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wycenę ABM Solid na poziomie **189,9 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **23,93 zł**. Model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach uwzględniamy jedynie rozwój organiczny Grupy, w oparciu o analizę struktury obecnego portfela zamówień wartego ok. 340 mln zł oraz perspektyw segmentów branży budowlano – montażowej w których operują spółki z Grupy, dla których wszystkie wartości prezentowane są w ujęciu nominalnym;
- Działalność ogólnobudowlana spółki Resbud objętej konsolidacją pełną zakłada odbudowanie portfela z lat poprzednich w 2010 r., przy 6 - 7% marży brutto ze sprzedaży i kosztach zarządu w granicy 3,5 – 4 mln zł;
- działalność deweloperska spółek ABM Invest oraz ABM Invest Tarnów uwzględnia realizację 2 projektów, które są w toku realizacji, natomiast pozostałe nieruchomości gruntowe, ze względu na wczesny etap koncepcji inwestycji i niski koszt nabycia gruntu, zostały pominięte w wycenie;
- koszty sprzedaży uwzględniają wydatki marketingowe związane z promocją działalności deweloperskiej w latach 2010 – 2013 r.
- w obszarze kapitału obrotowego, począwszy od 2010 r., spodziewamy się skrócenia cyklu rotacji należności, ze względu na rozpoczęcie oddawania do użytkowania mieszkań w projekcie stołecznym, który docelowo powinien oscylować w granicach 20-25 dni, tym samym docelowo cykl operacyjny wyniesie 80 - 85 dni , a cykl konwersji gotówki 20 -25 dni;
- nakłady inwestycyjne ze względu na niski poziom zużycia obecnego majątku, w pierwszych latach prognozy będą niższe niż amortyzacja, docelowo jednak równe będą poziomowi odtworzenia majątku;
- zadłużenie, którego istotny udział stanowi długoterminowy kredyt związany z działalnością deweloperską (25 mln zł) oraz leasing finansowy związany z powiększaniem parku maszynowego (18,5 mln zł), ulegnie znaczącemu obniżeniu począwszy od 2010r.;
- polityka dywidendowa dostosowana zostanie do wysokości operacyjnych wolnych przepływów pieniężnych netto (OFCF) i docelowo 40% OFCF będzie przeznaczona na ten cel;
- Efektywna stopa podatku dochodowego wyniesie 19%;
- Koszt kapitału własnego wyznaczono w oparciu o model CAPM, gdzie za wolną stopę od ryzyka przyjęliśmy rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych (6,1%), premię za ryzyko rynkowe na poziomie 5,5%, a współczynnik beta został wyznaczony jako lewarowana beta z jej wartością wyjściową na poziomie 1;

- Rezydualną stopę wzrostu FCF przyjęliśmy na poziomie 2,0%;
- Cena akcji została wyznaczona na dzień 16.02.2010 r.

Tab. Model wyceny DCF

| (mln zł) | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019 | >2019P |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 520,9 | 542,9 | 561,0 | 586,1 | 586,4 | 601,1 | 616,1 | 631,5 | 647,3 | | |
| zmiana r/r | 24,9% | 4,2% | 3,3% | 4,5% | 0,1% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | | |
| EBITDA | 39,1 | 39,3 | 38,6 | 41,0 | 38,9 | 40,1 | 41,9 | 43,9 | 44,1 | | |
| EBIT | 32,8 | 32,3 | 30,9 | 32,6 | 29,9 | 30,4 | 31,1 | 31,9 | 32,7 | | |
| Efektywna stopa podatkowa (%) | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | | |
| NOPLAT | 26,6 | 26,2 | 25,0 | 26,4 | 24,2 | 24,6 | 25,2 | 25,9 | 26,5 | | |
| Amortyzacja | 6,3 | 7,0 | 7,7 | 8,3 | 9,0 | 9,8 | 10,7 | 12,0 | 11,4 | | |
| CAPEX | 4,0 | 5,0 | 5,3 | 4,7 | 5,2 | 5,6 | 7,9 | 10,7 | 11,4 | | |
| Inwestycje w kapitał obrotowy | 2,4 | -9,0 | 3,2 | -7,1 | 1,6 | 3,2 | 2,5 | 1,7 | 1,7 | | |
| FCFF | 26,5 | 37,1 | 24,2 | 37,2 | 26,5 | 25,6 | 25,6 | 25,4 | 24,7 | 25,2 | 25,7 |
| dynamika FCF (%) | - | 40,2% | -34,7% | 53,2% | -28,8% | -3,4% | 0,1% | -0,7% | -2,5% | 2,0% | 2,0% |
| Stopa wolna od ryzyka | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% |
| Premia rynkowa | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Beta (β) | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Koszt kapitału | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% |
| Koszt długu | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% |
| Efektywna stopa podatkowa | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| Koszt długu po opodatkowaniu | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% |
| kapitał własny (%) | 71,9% | 71,9% | 78,7% | 80,7% | 88,0% | 88,0% | 88,0% | 88,0% | 88,0% | 88,0% | 88,0% |
| dług (%) | 28,1% | 28,1% | 21,3% | 19,3% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| WACC (%) | 11,2% | 11,2% | 11,7% | 11,9% | 12,4% | 12,4% | 12,4% | 12,4% | 12,4% | 12,4% | 12,4% |
| DFCF | 24,2 | 30,5 | 17,8 | 24,4 | 15,5 | 13,3 | 11,8 | 10,4 | 9,1 | 8,2 | |
| Suma DFCF | 165,4 | | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna (TV) | 246,5 | | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana TV | 80,2 | | | | | | | | | | |
| Wartość firmy | 245,6 | | | | | | | | | | |
| Dług netto (gotówka netto) | 55,7 | | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału własnego | 189,9 | | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 7,9 | | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji 16/02/10 (zł) | 23,93 | | | | | | | | | | |

Źródło: prognozy BM BGZ

Tab. Analiza wrażliwości zmiany rezydualnej stopy wzrostu oraz zmiany WACC na wycenę

| (zł) | Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2019 (p.p.) | | | | | | | |
|---------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | -1,5% | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% | 1,5% | |
| -1,5% | 26,4 | 27,1 | 27,8 | 28,5 | 29,4 | 30,4 | 31,5 | |
| -1,0% | 25,0 | 25,6 | 26,2 | 26,8 | 27,6 | 28,4 | 29,4 | |
| -0,5% | 23,7 | 24,2 | 24,7 | 25,3 | 26,0 | 26,7 | 27,5 | |
| Zmiana WACC (p.p.) | 0,0% | 22,5 | 23,0 | 23,4 | 23,9 | 24,5 | 25,1 | 25,8 |
| | 0,5% | 21,4 | 21,8 | 22,2 | 22,7 | 23,2 | 23,7 | 24,3 |
| | 1,0% | 20,4 | 20,8 | 21,1 | 21,5 | 21,9 | 22,4 | 22,9 |
| | 1,5% | 19,5 | 19,8 | 20,1 | 20,5 | 20,8 | 21,2 | 21,7 |

Źródło: prognozy BM BGZ

Wycena porównawcza

Grupę porównawczą dla spółki ABM Solid stanowiły przedsiębiorstwa notowane na GPW, zaklasyfikowane do sektora budownictwo, który reprezentowany jest obecnie przez 31 podmiotów. Spośród nich najbardziej porównywalne zarówno pod względem profilu działalności, jak również skali prowadzonej działalności są następujące spółki (zaprezentowane według następujących kryteriów):

- Budownictwo kubaturowe (Erbud, PA Nova, Unibep)
- Budownictwo publiczne (Instal Kraków, Mostostal Zabrze, Unibep)
- Budownictwo przemysłowe, energetyczne (Instal Kraków, Mostostal Zabrze)
- Istotna ekspozycja na działalność deweloperską (Instal Kraków, PA Nova, Unibep)

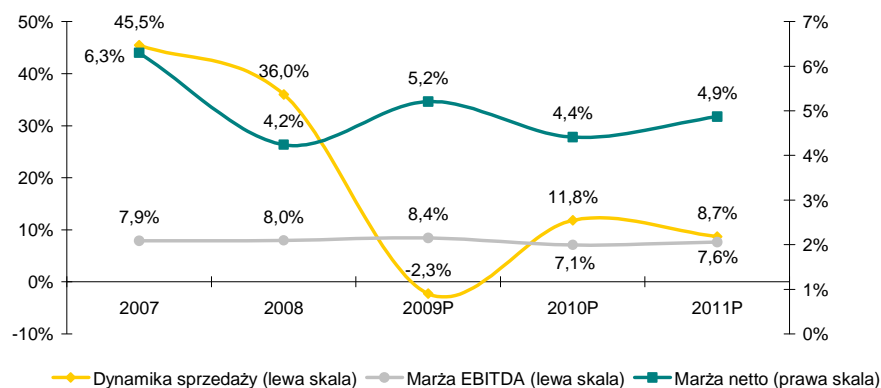
Tab. Prognoza wyników dla spółek porównawczych

| Spółka | Przychody ze sprzedaży | | | EBITDA | | | Zysk netto | | |
|------------------------------|------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2009P | 2010P | 2011P | 2009P | 2010P | 2011P | 2009P | 2010P | 2011P |
| ABM Solid | 417,0 | 520,9 | 542,9 | 23,9 | 39,1 | 39,3 | 10,4 | 23,9 | 23,6 |
| ABM (bez deweloperki) | 417,0 | 472,1 | 511,2 | 23,9 | 25,7 | 31,4 | 10,4 | 15,0 | 18,3 |
| Instal Kraków | 296,2 | 295,0 | 325,0 | 32,4 | 21,3 | 23,5 | 20,5 | 12,3 | 14,0 |
| INK (bez deweloperki) | 221,9 | 230,5 | 260,5 | 6,5 | 8,5 | 10,6 | 3,7 | 5,8 | 7,5 |
| Erbud | 922,3 | 1 033,0 | 1 095,0 | 7,0 | 7,3 | 7,6 | 42,0 | 43,4 | 48,2 |
| Mostostal Zabrze | 942,6 | 980,0 | 1 002,1 | 78,0 | 75,2 | 81,3 | 44,7 | 43,2 | 46,0 |
| PA Nova | 157,8 | 165,7 | 954,0 | 25,1 | 22,3 | 34,4 | 19,8 | 17,6 | 27,6 |
| Unibep | 425,6 | 590,0 | 650,0 | 28,4 | 34,1 | 42,4 | 15,9 | 20,8 | 25,2 |
| UNI (bez deweloperki) | 377,6 | 522,0 | 610,0 | 21,8 | 24,3 | 36,8 | 10,6 | 13,5 | 20,5 |

Źródło: prognozy BM BGZ, konsensus Reuters

W związku z istotnym zniekształceniem wyników działalności podstawowej rezultatami działalności deweloperskiej w wycenianym podmiocie (lata 2010 – 2013) oraz w spółkach Instal Kraków i Unibep, zdecydowaliśmy się wyłączyć wpływ tej dodatkowej działalności i porównywać spółki jedynie w obszarze działalności budowlano – montażowej, a następnie skorygować otrzymaną wycenę o NPV realizowanych obecnie projektów deweloperskich.

Rys. Dynamika sprzedaży i wskaźniki rentowności spółek porównawczych (średnia)



Zaprezentowany w 2008 r. średni poziom marży EBITDA oraz marży netto zniekształca wynik Erbudu, który w tym okresie poniósł duże straty na instrumentach pochodnych. Wyłączając wpływ tej spółki średnia marża netto wyniosłaby 6,1%.

Źródło: prognozy BM BGZ, konsensus Reuters

Sporządzona przez nas wycena porównawcza bazuje na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBIT oraz EV/EBITDA. Zarówno wymienionym mnożnikom, jak i kolejnym okresom porównawczym nadaliśmy równe wagi. Według takiego podejścia, biorąc pod uwagę wskaźnik P/E, wycena akcji ABM Solid kształtuje się w przedziale 17,1 – 27,5 zł, wskaźnik EV/EBITDA 11,0 – 26,4 zł, natomiast analizując wskaźnik EV/EBITDA, wycena akcji Spółki kształtuje się w przedziale 18,0 – 29,5 zł. Ostatecznie sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość działalności podstawowej spółki ABM Solid na poziomie 174,6 mln zł, czyli 22,01 zł za akcję oraz wartość działalności deweloperskiej na poziomie 16,2 mln zł, czyli 2,0 zł na akcję, co łącznie daje wartość **190,8 mln zł**, czyli **24,05** na akcję.

Tab. Wycena porównawcza

| Spółka | MC (mln zł)* | P/E | | | EV/EBIT | | | EV/EBITDA | | |
|------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2009P | 2010P | 2011P | 2009P | 2010P | 2011P | 2009P | 2010P | 2011P |
| Instal Kraków | 127,5 | 34,6 | 22,0 | 17,0 | 25,1 | 17,4 | 13,3 | 17,9 | 13,6 | 11,0 |
| Erbud | 595,9 | 14,2 | 13,7 | 12,4 | 9,3 | 9,8 | 9,3 | 8,3 | 8,7 | 8,2 |
| Mostostal Zabrze | 580,1 | 13,0 | 13,4 | 12,6 | 10,5 | 11,4 | 10,5 | 8,3 | 8,6 | 8,0 |
| PA Nova | 224,0 | 11,3 | 12,8 | 8,1 | 8,7 | 9,8 | 6,3 | 8,1 | 9,1 | 5,9 |
| Unibep | 207,0 | 13,0 | 9,9 | 8,2 | 8,2 | 6,6 | 5,4 | 7,3 | 6,1 | 4,9 |
| mediana | | 13,0 | 13,4 | 12,4 | 9,3 | 9,8 | 9,3 | 8,3 | 8,7 | 8,0 |

ABM Solid

| | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EV | | | | 143,1 | 191,2 | 226,1 | 198,6 | 224,2 | 250,3 | |
| Wartość kapitałów własnych | | 135,6 | 200,8 | 226,2 | 87,4 | 151,2 | 209,7 | 142,8 | 184,2 | 233,9 |
| Implikowana cena 1 akcji (zł) | | 17,1 | 25,3 | 28,5 | 11,0 | 19,1 | 26,4 | 18,0 | 23,2 | 29,5 |
| Wagi dla wskaźników | | | 33% | | 33% | | 33% | | | |

Wycena (mln zł) 174,6

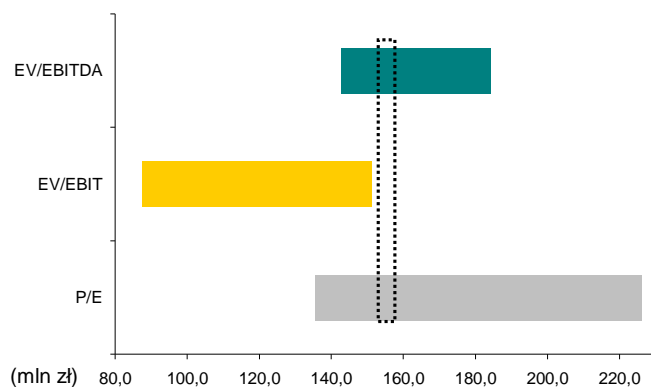
Działalność deweloperska (mln zł) 16,2

Wycena 1 akcji (zł) 24,05

* kursy zamknięcia z dnia 16/02/2009

Źródło: prognozy BM BGŻ, konsensus Reuters

Rys. Wycena porównawcza na podstawie poszczególnych mnożników



Prognozowany poziom długu netto spółki na koniec 2009 r. (55,7 mln zł) oraz relatywnie wysoki poziom amortyzacji na tle spółek porównawczych implikuje istotne odchylenia wskaźników wyceny mnożnikiem EV/EBIT w relacji do zastosowania innych mnożników.

Źródło: prognozy BM BGŻ, konsensus Reuters

Prognoza wyników i wskaźników

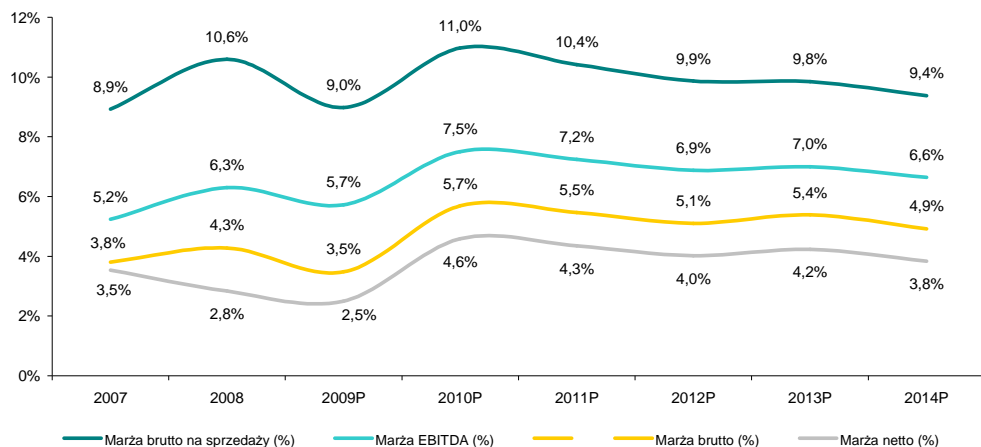
Poniżej przedstawiamy prognozę skonsolidowanych wyników finansowych spółki ABM Solid, na których oparta została wycena Grupy.

Tab. Prognoza skonsolidowanego rachunku zysków i strat (wybrane pozycje)

| (mln zł) | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| Przychody netto | 234,1 | 421,3 | 417,0 | 520,9 | 542,9 | 561,0 | 586,1 | |
| zmiana r/r | - | 79,9% | -1,0% | 24,9% | 4,2% | 3,3% | 4,5% | |
| KWS | 213,2 | 376,7 | 379,6 | 463,7 | 486,4 | 505,6 | 528,4 | |
| Zysk brutto na sprzedaży | 20,9 | 44,6 | 37,4 | 57,1 | 56,6 | 55,3 | 57,7 | |
| marża brutto na sprzedaży | 8,9% | 10,6% | 9,0% | 11,0% | 10,4% | 9,9% | 9,8% | |
| Koszty sprzedaży | 0,3 | 1,0 | 1,1 | 2,4 | 1,5 | 1,1 | 1,2 | |
| zmiana r/r | - | - | 9,4% | 109,5% | -35,8% | -25,6% | 4,5% | |
| Koszty ogólnego zarządu | 15,3 | 21,5 | 21,6 | 22,8 | 23,6 | 24,2 | 24,8 | |
| zmiana r/r | - | 40,8% | 0,7% | 5,5% | 3,5% | 2,5% | 2,5% | |
| EBITDA | 12,3 | 26,5 | 23,9 | 39,1 | 39,3 | 38,6 | 41,0 | |
| EBIT | 8,0 | 19,3 | 15,3 | 32,8 | 32,3 | 30,9 | 32,6 | |
| marża operacyjna | 3,4% | 4,6% | 3,7% | 6,3% | 5,9% | 5,5% | 5,6% | |
| Saldo na działalności finansowej | 0,9 | -1,3 | -0,8 | -3,2 | -2,6 | -2,3 | -1,1 | |
| Zysk brutto | 8,9 | 18,0 | 14,5 | 29,6 | 29,7 | 28,7 | 31,6 | |
| marża brutto | 3,8% | 4,3% | 3,5% | 5,7% | 5,5% | 5,1% | 5,4% | |
| Podatek dochodowy | 0,7 | 3,2 | 5,4 | 5,6 | 5,6 | 5,4 | 6,0 | |
| Efektywna stopa podatkowa | - | 17,7% | 37,6% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | |
| Zysk netto, przypisany: | 8,3 | 12,0 | 10,4 | 23,9 | 23,6 | 22,6 | 24,8 | |
| Akcjonariuszom jedn. dominującej | 8,3 | 12,0 | 10,4 | 23,9 | 23,6 | 22,6 | 24,8 | |
| Akcjonariuszom mniejszościowym | 1,0 | 4,2 | -1,2 | 0,1 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | |
| marża netto | 3,5% | 2,8% | 2,5% | 4,6% | 4,3% | 4,0% | 4,2% | |

Źródło: prognozy BM BGZ

Rys. Rentowności na poszczególnych poziomach



Negatywna tendencja kształtowania się marż począwszy od 2010 r. jest efektem zmniejszającego się znaczenia działalności deweloperskiej w wynikach Grupy.

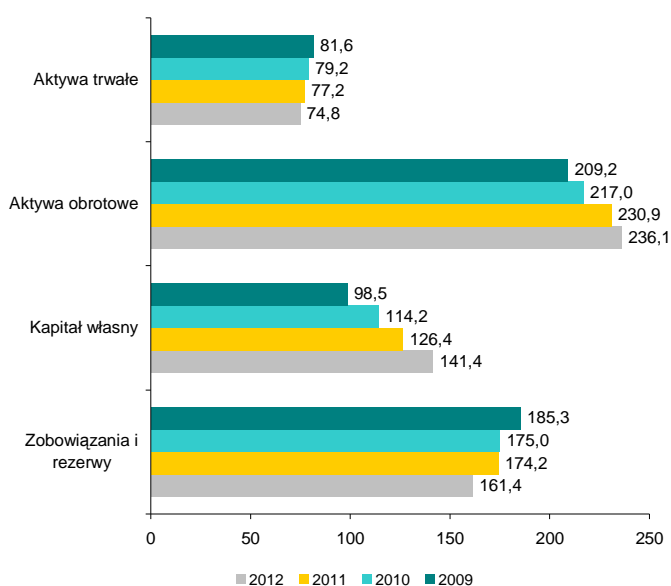
Źródło: prognozy BM BGZ

Tab. Prognoza skonsolidowanego bilansu (wybrane pozycje)

| (mln zł) | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTYWA | 171,0 | 286,8 | 290,7 | 296,2 | 308,1 | 310,9 | 327,3 |
| Aktywa trwałe | 67,9 | 79,7 | 81,6 | 79,2 | 77,2 | 74,8 | 71,2 |
| Wartości niematerialne i prawne | 15,5 | 15,0 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,5 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 40,5 | 55,8 | 54,8 | 52,5 | 50,3 | 48,0 | 44,5 |
| Aktywa obrotowe | 103,0 | 207,1 | 209,2 | 217,0 | 230,9 | 236,1 | 256,1 |
| Zapasy | 17,1 | 34,5 | 65,9 | 49,9 | 37,5 | 38,3 | 26,3 |
| Należności handlowe | 52,2 | 75,8 | 75,0 | 95,6 | 101,1 | 105,3 | 110,8 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 14,8 | 54,5 | 39,3 | 35,9 | 54,5 | 53,1 | 78,1 |
| PASYWA | 171,0 | 286,8 | 290,7 | 296,2 | 308,1 | 310,9 | 327,3 |
| Kapitał własny | 82,7 | 87,9 | 98,5 | 114,2 | 126,4 | 141,4 | 154,9 |
| Kapitał własny akcjonariuszy mniejszościowych | 6,5 | 9,2 | 6,9 | 7,0 | 7,5 | 8,1 | 8,9 |
| Kapitał zakładowy | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 |
| Kapitał zapasowy | 64,6 | 72,2 | 81,0 | 88,3 | 100,8 | 116,9 | 128,1 |
| Zyski zatrzymane | 8,3 | 12,0 | 10,4 | 23,9 | 23,6 | 22,6 | 24,8 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 81,7 | 189,6 | 185,3 | 175,0 | 174,2 | 161,4 | 163,6 |
| Zobowiązania długoterminowe, w tym: | 10,4 | 58,0 | 61,2 | 46,2 | 41,2 | 41,2 | 41,2 |
| Kredyty i pożyczki | 7,7 | 37,0 | 38,3 | 23,3 | 18,3 | 18,3 | 18,3 |
| Zobowiązania krótkoterminowe, w tym: | 71,4 | 131,6 | 124,1 | 128,8 | 133,0 | 120,2 | 122,4 |
| Zobowiązania handlowe | 41,9 | 68,5 | 84,4 | 91,6 | 95,4 | 98,5 | 100,1 |
| Kredyty i pożyczki | 14,5 | 41,3 | 24,8 | 20,8 | 20,8 | 4,5 | 4,5 |

Źródło: prognozy BM BGZ

Rys. Prognoza struktury aktywów i pasywów



Niski poziom zużycia obecnego majątku początkowo będzie implikować nakłady inwestycyjne poniżej poziomu odtworzeniowego, co skutkować będzie obniżaniu wartości aktywów trwałych. Zakumulowane środki pieniężne, które częściowo posłużą wypłacie dywidendy akcjonariuszom, będą umożliwiały obniżenie poziomu zobowiązań oprocentowanych.

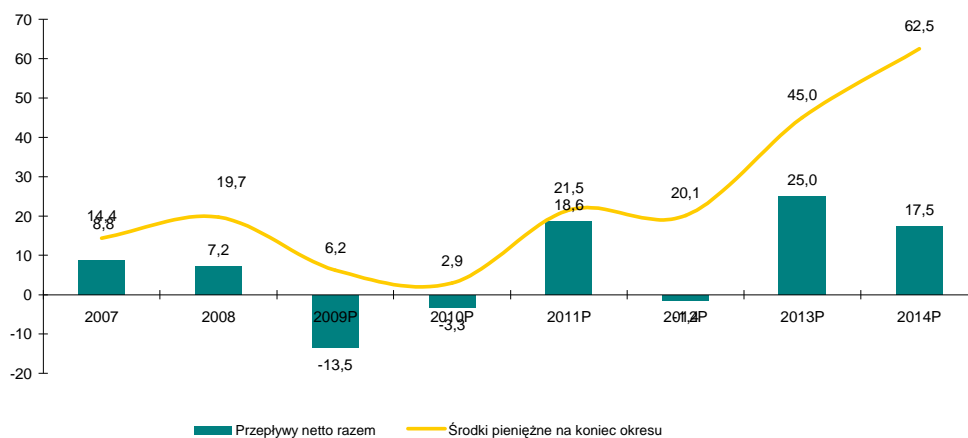
Źródło: prognozy BM BGZ

Tab. Prognoza skonsolidowanego rachunku przepływów pieniężnych (wybrane pozycje)

| (mln zł) | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przeptywy netto z działalności operacyjnej | -13,6 | -14,5 | 11,3 | 31,1 | 42,6 | 30,0 | 42,1 |
| Zysk brutto | 8,9 | 18,0 | 14,5 | 29,6 | 29,7 | 28,7 | 31,6 |
| Amortyzacja | 4,3 | 7,3 | 8,5 | 6,3 | 7,0 | 7,7 | 8,3 |
| Zmiana stanu zapasów | -14,5 | -17,4 | -31,4 | 16,1 | 12,3 | -0,8 | 12,0 |
| Zmiana stanu należności | -8,8 | -44,8 | 15,4 | -27,2 | -7,6 | -5,8 | -7,1 |
| Zmiana stanu zobowiązań handlowych | 2,2 | 64,2 | -6,5 | 8,7 | 4,2 | 3,5 | 2,2 |
| Przeptywy netto z działalności inwestycyjnej | -30,6 | -3,3 | -6,0 | -3,6 | -4,5 | -4,9 | -4,3 |
| Nakłady inwestycyjne, w tym: | 0,0 | 0,1 | -9,3 | -4,0 | -5,0 | -5,3 | -4,7 |
| Wartości niematerialne i prawne | -0,3 | -0,4 | 0,0 | -0,2 | -0,4 | -0,3 | -0,3 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 0,3 | 0,5 | -9,3 | -3,8 | -4,6 | -5,0 | -4,4 |
| Przeptywy netto z działalności finansowej | 53,0 | 25,0 | -18,7 | -30,7 | -19,5 | -26,5 | -12,9 |
| Wpływy netto z emisji akcji | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zaciągnięcie kredytów oraz innych zobowiązań fin. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Splata kredytów oraz innych zobowiązań fin. | 0,0 | 0,0 | -22,5 | -19,0 | -5,0 | -16,3 | 0,0 |
| Splata zobowiązań układowych | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidenda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -8,2 | -11,4 | -7,5 | -11,3 |
| Odsetki | 0,0 | 0,0 | -1,5 | -3,5 | -3,1 | -2,7 | -1,5 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | 8,8 | 7,2 | -13,5 | -3,3 | 18,6 | -1,4 | 25,0 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 5,6 | 14,4 | 19,7 | 6,2 | 2,9 | 21,5 | 20,1 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 14,4 | 19,7 | 6,2 | 2,9 | 21,5 | 20,1 | 45,0 |

Źródło: prognozy BM BGZ

Rys. Przepływy netto oraz zakumulowana wartość środków pieniężnych



W pierwszych latach prognozy przepływy netto z działalności finansowej związane ze spłatą długu, zmniejszą dynamikę przyrostu gotówki.

Źródło: prognozy BM BGZ

Tab. Wskaźniki i dynamiki

| Wskaźniki płynności | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|--|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| Wskaźnik ogólnej płynności | 1,4 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 2,0 | 2,1 |
| Wskaźnik szybkiej płynności I | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,5 | 1,6 | 1,9 |
| Wskaźnik szybkiej płynności II | 0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,6 |
| Cash flow operacyjny/cash flow netto | -24,7% | -24,6% | 22,8% | 98,9% | 99,0% | 98,5% | 98,9% |
| Zysk netto/cash flow operacyjny | -60,8% | -82,6% | 92,4% | 76,9% | 55,4% | 75,3% | 58,9% |
| Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży | -5,7% | -3,4% | 2,7% | 6,0% | 7,8% | 5,3% | 7,2% |
| Wskaźniki rentowności | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
| Rentowność brutto na sprzedaży | 8,9% | 10,6% | 9,0% | 11,0% | 10,4% | 9,9% | 9,8% |
| Rentowność na sprzedaży | 2,3% | 5,2% | 3,5% | 6,1% | 5,8% | 5,3% | 5,4% |
| Rentowność EBITDA | 5,2% | 6,3% | 5,7% | 7,5% | 7,2% | 6,9% | 7,0% |
| Rentowność działalności gospodarczej | 3,8% | 4,3% | 3,5% | 5,7% | 5,5% | 5,1% | 5,4% |
| Rentowność sprzedaży netto (ROS) | 3,5% | 2,8% | 2,5% | 4,6% | 4,3% | 4,0% | 4,2% |
| Rentowność operacyjna aktywów (EBITDA/A) | 7,2% | 9,3% | 8,2% | 13,2% | 12,8% | 12,4% | 12,5% |
| Rentowność majątku (ROA) | 4,9% | 4,2% | 3,6% | 8,1% | 7,7% | 7,3% | 7,6% |
| Rentowność kapitału własnego (ROE) | 10,0% | 13,6% | 10,6% | 20,9% | 18,7% | 16,0% | 16,0% |
| Wskaźniki struktury aktywów i pasywów | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
| Wskaźnik zadłużenia ogółem (D/A) | 66,1% | 63,7% | 59,1% | 56,6% | 51,9% | 50,0% | 47,8% |
| Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym (A/E) | 326,0% | 295,1% | 259,4% | 243,8% | 219,9% | 211,4% | 202,5% |
| Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,6 | 1,8 | 2,1 | 2,4 |
| Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi | 1,8 | 2,0 | 2,0 | 2,2 | 2,4 | 2,8 | 3,1 |
| Wskaźnik relacji zob. długot. do ogółu zobowiązań | 30,6% | 33,0% | 26,4% | 23,6% | 25,5% | 25,2% | 25,2% |
| Wskaźniki aktywności i sprawności działania | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
| Wskaźnik obrotowości aktywów trwałych | 5,8 | 7,6 | 7,6 | 9,9 | 10,8 | 11,7 | 13,2 |
| Wskaźnik obrotowości aktywów | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Wskaźnik rotacji zapasów w dniach | 13 | 22 | 44 | 41 | 29 | 25 | 20 |
| Wskaźnik rotacji należności w dniach | 43 | 57 | 68 | 63 | 69 | 70 | 70 |
| Cykl operacyjny | 57 | 80 | 112 | 103 | 99 | 95 | 91 |
| Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach | 40 | 58 | 79 | 71 | 72 | 72 | 71 |
| Cykl konwersji gotówki | 17 | 21 | 33 | 33 | 27 | 23 | 20 |

Źródło: prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki rynkowe dla ceny docelowej

| | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EPS | 1,51 | 1,51 | 1,31 | 3,01 | 2,98 | 2,85 | 3,12 |
| DPS | - | - | - | 1,04 | 1,44 | 0,95 | 1,43 |
| BVPS | 15,04 | 11,08 | 12,42 | 14,39 | 15,93 | 17,82 | 19,52 |
| P/E | 15,9 | 15,9 | 18,3 | 8,0 | 8,1 | 8,4 | 7,7 |
| P/CE | 10,5 | 9,9 | 11,4 | 6,3 | 6,2 | 6,3 | 5,7 |
| P/BV | 1,6 | 2,2 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 1,3 | 1,2 |
| P/S | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| EV/EBITDA | 11,2 | 8,0 | 8,9 | 5,0 | 4,4 | 4,1 | 3,3 |
| EV/EBIT | 17,2 | 11,0 | 13,9 | 6,0 | 5,4 | 5,1 | 4,1 |
| EV/S | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,2 |
| Cena docelowa (zł) | 23,99 | 23,99 | 23,99 | 23,99 | 23,99 | 23,99 | 23,99 |
| Liczba akcji (mln) | 5,5 | 7,9 | 7,9 | 7,9 | 7,9 | 7,9 | 7,9 |
| MC (mln zł) | 132,0 | 190,4 | 190,4 | 190,4 | 190,4 | 190,4 | 190,4 |
| EV (mln zł) | 137,5 | 213,1 | 213,1 | 197,4 | 173,8 | 158,9 | 134,0 |

Źródło: prognozy BM BGŻ

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.



Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

| Doradztwo Inwestycyjne | | telefon | adres email |
|------------------------|--|-----------------|--|
| Tomasz Dumala | | (022) 329 43 40 | tomasz.dumala@bgz.pl |
| Marcin Lachowski | | (022) 329 43 84 | marcin.lachowski@bgz.pl |
| Grzegorz Kujawski | | (022) 329 43 46 | grzegorz.kujawski@bgz.pl |
| Tomasz Manowiec | | (022) 329 43 44 | tomasz.manowiec@bgz.pl |

| Operacje Brokerskie | | telefon | adres email |
|---------------------|-------------------------|--------------------|--|
| Jarosław Duszczyk | Klienci instytucjonalni | (022) 329 43 23 | jaroslaw.duszczyk@bgz.pl |
| Marek Niewiadomski | Klienci instytucjonalni | (022) 329 43 26 | marek.niewiadomski@bgz.pl |
| Grzegorz Leszek | Klienci instytucjonalni | (022) 329 43 25 | grzegorz.leszek@bgz.pl |
| Monika Dudek | Klienci detaliczni | (022) 329 43 24/20 | monika.dudek@bgz.pl |
| Przemysław Borycki | Klienci detaliczni | (022) 329 43 22 | przemyslaw.borycki@bgz.pl |

| Oferty Publiczne (IPO) | | telefon | adres email |
|------------------------|--|-----------------|--|
| Marek Jaczewski | | (022) 329 43 53 | marek.jaczewski@bgz.pl |
| Bogusław Bączyk | | (022) 329 43 42 | boguslaw.baczyk@bgz.pl |

| Internetowe serwisy transakcyjne | | strona www |
|---|-------------------------------------|---|
|  | Zlecenia na GPW i New Connect | http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html |
|  | Zapisy w ofertach publicznych (IPO) | http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html |

| Oddziały | adres | telefon | adres | telefon |
|--------------|------------------------|-----------------|------------|---------------------------------------|
| Białystok | ul. Suraska 3a | (085) 747 01 16 | Opole | ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64 |
| Ciechanów | ul. 17-go Stycznia 60 | (023) 674 13 52 | Ostrołęka | ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56 |
| Dzierżoniów | ul. Rzeźnicza 2 | (074) 831 97 99 | Płock | ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 17 17 |
| Ełk | ul. Armii Krajowej 24 | (087) 610 47 17 | Poznań | ul. Piekary 17 (061) 852 15 21 |
| Gorzów Wlkp. | ul. Walczaka 3 | (095) 721 63 29 | Przemyśl | ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86 |
| Inowrocław | ul. Dworcowa 52/54 | (052) 353 37 00 | Radom | ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70 |
| Jelenia Góra | ul. Bankowa 34 | (075) 753 30 98 | Rzeszów | ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21 |
| Kielce | ul. Sienkiewicza 47 | (041) 366 02 15 | Siedlce | ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04 |
| Kołobrzeg | Plac Ratuszowy 5a/1 | (094) 354 74 63 | Sieradz | ul. Sarańska 5 (043) 822 61 34 |
| Kraków | ul. Pawia 5 | (012) 632 70 11 | Szczecin | ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07 |
| Lublin | ul. 1-go Maja 16 a | (081) 531 91 44 | Tarnobrzeg | ul. Wyspiańskiego 5 (015) 822 39 50 |
| Łomża | ul. Dworna 12 | (086) 215 41 99 | Tarnów | ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98 |
| Łódź | ul. Piotrkowska 57 | (042) 670 20 70 | Warszawa | ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50 |
| Międzyrzecz | ul. Rynek 7 | (095) 742 15 13 | Warszawa | ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17 |
| Nowy Sącz | ul. Nawojowska 4 | (018) 443 53 91 | Zamość | ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03 |
| Olsztyn | al. Piłsudskiego 11/17 | (089) 527 27 10 | | |