20 kwietnia 2011

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo

Polska

Prochem

PROM.WA; PRM PW

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

Czy Prochem to „Bipromet 2”?

Obecna cena: 25,0 PLN

Prochem jest jedną ze spółek obdarzonych ukrytym potencjałem, którego realizacja pozwolić może na znaczny wzrost kursu. Spółka bardzo przypomina Bipromet, którego kurs przez długi czas odzwierciedlał jedynie wartość nieruchomości, a część budowlana była wyceniana na „0 PLN”. Ostatnio, po optymistycznych komentarzach Zarządu, kurs Biprometu wzrósł o około 40%. W przypadku Prochemu, ostrożnie szacowany potencjał wzrostu kursu to 30%. Bardziej wymagające szacunki mówią o potencjale rzędu 75%. Wartości te postaramy się uzasadnić. Prochem posiada nieruchomości inwestycyjne warte 63,3 mln PLN. Z tego ponad 50 mln PLN to dwa przygotowane do uruchomienia projekty biurowe. Projekty te mają pozwolenia na budowę. Strategia spółki zakłada, że jeden z projektów mógłby zostać sprzedany, w celu sfinansowania budowy kolejnego. Podstawową działalnością Prochemu jest działalność budowlano-projektowa. Mowa tu o działalności niszowej i specjalistycznej (Bipromet: instalacje przemysłu metalowego, Prochem: instalacje przemysłu chemicznego, nawozowego, itp..). Działalność ta zapewni naszym zdaniem w 2011 roku 5,4 mln PLN zysku netto (bez zysku na zbyciu ASI Gliwice i wyniku z najmu). Przy P/E = 11, daje to wycenę na poziomie 59,6 mln PLN. Uwzględniając dodatkowo gotówkę netto w wysokości 3,2 mln PLN, otrzymujemy wycenę całej spółki na poziomie 126,1 mln PLN (32,4 PLN/akcję, +30%). Dodatkowe czynniki, które mogłyby wpływać na wzrost wyceny spółki, to możliwe odszkodowanie od PERN (maksymalnie 3,1 PLN/akcję) i zysk z realizacji własnych projektów biurowych (wartość oczekiwana: 8,3 PLN/akcję). Łącznie dawałoby to potencjalną wycenę na poziomie 43,8 PLN/akcję (+ 75%). Poniżej prezentujemy prognozy wyników, w których zakładamy zbycie dwóch projektów biurowych (wariant ostrożny). EV/EBITDA 2011 = 3,0 (bez zysku na zbyciu ASI Gliwice: 3,7).

Specjalistyczna działalność budowlana

Głównym przedmiotem działalności Prochemu są specjalistyczne usługi, świadczone dla zakładów przemysłowych z branży chemicznej (np. zakłady nawozowe, producenci sody). Firma świadczy usługi projektowe, generalnego wykonawstwa, zastępstwa inwestorskiego. Projektowanie i zastępstwo inwestorskie zapewnia duże marże, ale niskie przychody. Odwrotnie jest w przypadku generalnego wykonawstwa. Podobnie jak w przypadku Biprometu, spółka działa w niszy, w której liczba konkurentów jest ograniczona. W ramach generalnego wykonawstwa, firma nie odpowiada jedynie za budowę, ale też za technologię (parametry techniczne instalacji), co w długim terminie powinno zapewniać wyższe marże. Podobnie jest w przypadku generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Prochem wybrane kontrakty realizuje w formule koszt + marża, wynegocjowanie takich umów jest możliwe jedynie w warunkach ograniczonej konkurencji. Obecnie wyniki firm z branży chemicznej poprawiają się, a spółki planują kolejne inwestycje.

Portfel zleceń w ramach działalności budowlanej

Portfel zleceń części budowlanej Prochemu to około 110 mln PLN. Na kwotę tą składają się głównie 2 duże zlecenia (instalacja produkcji Epichlorohydryny dla Grupy Ciech i zakład produkcyjny dla Goodrich Aerospace). Do kwoty tej dochodzą zlecenia projektowe, pojawiające się na bieżąco. Uwzględnić należy też usługi instalacyjne, świadczone przez Elektromontaż Kraków. Profil działalności firmy zbliżony jest do Elektrotimu. Portfel zleceń Elektromontażu na rok 2011 to około 40 mln PLN.

Wyniki finansowe i prognozy Prochemu na lata 2011-2012

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P
Przychody	365,2	170,6	119,0	198,6	212,5
EBITDA	24,2	8,0	10,7	13,5	11,8
marża EBITDA	*6,6%*	*4,7%*	*9,0%*	*6,8%*	*5,5%*
EBIT	19,4	3,5	6,7	9,3	7,6
Zysk netto	15,7	1,0	4,0	7,6	7,2
P/E	6,2	99,5	24,2	12,8	13,5
P/CE	4,8	17,6	12,0	8,3	8,6
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,0	14,0	10,1	3,0	3,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Prochem, DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników na rok 2011 w podziale na jednostki Grupy

(mln PLN)	Prochem	Elektromontaż	ASI Gliwice	Prochem Service	Predom	Wynajem	Suma
Przychody	145,0	40,0	3,0	5,0	5,0	0,6	**198,6**
Zysk na sprzedaży	4,6	2,4	0,0	0,2	0,2	0,6	**8,0**
Marża %	*3,2%*	*6,0%*	*1,5%*	*3,0%*	*3,0%*	*100,0%*	***4,0%***

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Projekty biurowe Prochemu

Prochem posiada dwa projekty biurowe, gotowe do uruchomienia, posiadające pozwolenia na budowę. Inwestycja w Warszawie powstać ma na gruncie kupionym w 2007 roku, ale po zaskakująco atrakcyjnej cenie. Projekt zakłada budowę budynku o powierzchni 28 tys. m2. Inwestycja zlokalizowana jest przy ul. Łopuszańskiej, nieznacznie dalej od centrum Warszawy, niż biura Sygnity. Grunt został już wyceniony do wartości godziwej. Projekt w Krakowie ma planowaną powierzchnię najmu = 18 tys. m2. Inwestycja zlokalizowana jest przy ul. Na Dołach, na dawnym gruncie Elektromontażu Kraków. Grunt również został wyceniony do wartości godziwej. Wartość księgową obu gruntów szacujemy na ponad 1000 PLN / m2 powierzchni najmu. Ewentualna sprzedaż gruntów nie przyniosła by zysku, lecz gotówkę.

Uruchomienie inwestycji biurowej dopiero po sprzedaży jednego z gruntów

Prochem ma na swoim koncie jedynie jedną ukończoną inwestycję biurową w charakterze dewelopera. Dlatego, spółce jest trudniej pozyskać finansowanie, niż deweloperom takim jak GTC, czy Echo Investment. Dlatego właśnie Prochem rozważa sprzedaż jednego z gruntów, w celu sfinansowania budowy drugiego z projektów. Sprzedaż gruntu w 2011 roku jest realna, z uwagi na poprawę na rynku deweloperskim (deweloperzy poszukują projektów gotowych do uruchomienia). Poniżej uwzględniamy szacunki, jaką marżę deweloperską mogłaby wygenerować realizacja projektów biurowych.

Szacunki potencjalnego zysku na realizacji projektów deweloperskich (mln PLN)

Projekt	Powierzchnia najmu (m2)	Czynsz	Yield	Wycena	Koszt budowy	Zysk deweloperski	Zysk deweloperski / akcję
Warszawa	28 000	14	7,50%	244,6	189,7	54,9	14,1
Kraków	18 000	13,5	7,50%	151,6	120,1	31,6	8,1

*Źródło: DI BRE Banku S.A.; * kurs EUR/PLN założony na poziomie 3,9*

Pozostałe nieruchomości inwestycyjne

Poza dwoma projektami biurowymi, Prochem posiada inne nieruchomości inwestycyjne. Jest to m.in. kamienica w centrum Krakowa (ul. Czysta, pow. 1,5-2 tys. m2) i budynek dawnych koszarów Krakowie (ul. Kazimierza Wielkiego, 5,5 tys. m2). Wynik z najmu na poziomie 0,6 mln PLN rocznie generuje inny budynek, w Warszawie (róg Hożej i Emilii Plater).

Szansa na odszkodowanie z PERN

Od grudnia 2006 roku trwa spór z PERN na temat części wynagrodzenia z tyłułu zrealizowanego kontraktu budowlanego. Sprawa raz już przeszła całą drogę sądową, od Sądu Okręgowego do Sądu Najwyższego. Obecnie sprawa znajduje się ponownie w Sądzie Okręgowym. Powołany został rzeczoznawca, który ma dokonać oceny roszczeń Prochemu względem PERN. Chodzi o kwotę około 40 mln PLN. Z kwoty tej na Prochem przypada jedynie 2 mln PLN (reszta należna jest podwykonawcom). Konsorcjum wykonawczemu należne są jednak odsetki ustawowe (około 20 mln PLN, z czego 50% należne jest Prochemowi). Łącznie, daje to kwotę potencjalnych odszkodowań dla Prochemu na poziomie 12 mln PLN (3,1 PLN/akcję). Trudno powiedzieć, kiedy sprawa się rozstrzygnie (w pozytywnym scenariuszu - za klika miesięcy, w negatywnym: PERN złoży apelację i proces się wydłuży, ewentualnie - wielkość odszkodowania będzie mniejsza).

Kalkulacja potencjalnej wartości odszkodowania, możliwego do uzyskania przez Prochem

(mln PLN)	
Kwota sporna	40
Odsetki ustawowe / rok	10%
Czas trwania sporu (lata)	5
Wartość odsetek	20
Udział konsorcjanta	50%
Udział Prochemu	10
Dodatkowa kwota odszkodowania	2
Suma	**12**
Liczba akcji	3,9
Potencjalne odszkodowanie / akcję	**3,1**

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Prochemu metodą SOTP

Poniżej prezentujemy wycenę Prochemu metodą SOTP. W wariancie ostrożnym uwzględniamy jedynie wycenę części budowlanej, gruntów i gotówkę netto. W wariancie potencjalnym, uwzględniamy też wartość oczekiwaną marży deweloperskiej i odszkodowanie, o które spółka stara się z PERN. Wartość oczekiwana marży deweloperskiej zakłada 50% szans realizacji inwestycji w Krakowie i 50% szans realizacji inwestycji w Warszawie. Wartość oczekiwaną zdyskontowano kosztem kapitału (przyjęto wysoki koszt kapitału = 10% rocznie i 2,5 roku: czas od teraz do ukończenia budynku).

Wycena akcji Prochemu metodą SOTP

(mln PLN)	
Wycena części budowlanej	
Prognozowany zysk netto w 2011 roku	7,6
Opodatkowany zysk na sprzedaży ASI	-1,7
Opodatkowany wynik najmu nieruchomości	-0,5
Zysk netto	5,4
Docelowe P/E	11
Wycena	59,6
Grunty	63,3
Gotówka netto	3,2
Suma	126,1
Liczba akcji	3,9
Wycena na akcję (wariant ostrożny)	32,4
Potencjalne odszkodowanie od PERN	**3,1**
Marża deweloperska (wartość oczekiwana)	11,1
Współczynnik dyskonta dla marży deweloperskiej	75,0%
Zdyskontowana marża deweloperska	**8,3**
Wycena (wariant perspektywiczny)	**43,8**

Źródło: DI BRE Banku S.A.

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

Departament Analiz:

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

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler"

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV *- dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)*
EBIT *- Zysk operacyjny*
EBITDA *- zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją*
BOOK VALUE *- wartość księgowa*
WNDB - *wynik na działalności bankowej*
P/CE *- cena do zysku wraz z amortyzacją*
MC/S *- wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
EBIT/EV*- zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
P/E *- (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
ROE - *(Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
P/BV *- (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
Dług netto *- kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
Marża EBITDA *- EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.
DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.