

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Sektor budownictwa

Polska

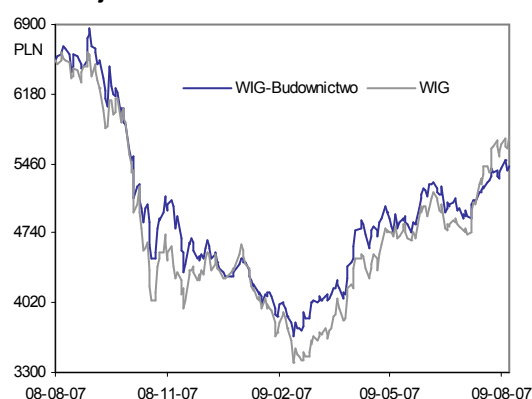
P/E'09	13,3
EV/EBITDA'09	7,7
WIG Budownictwo	5 426,64

	9MTP	Rekomendacja
Budimex	74,0	Akumuluj
Elektrobudowa	170,8	Trzymaj
Erbud	49,3	Akumuluj
Mostostal Warszawa	79,4	Akumuluj
PBG	224,4	Trzymaj
Polimex Mostostal	4,4	Kupuj
Rafako	11,6	Akumuluj
Trakcja Polska	4,8	Kupuj
Ulma	58,8	Akumuluj
Unibep	6,1	Trzymaj

	9MTP	Potencjał zmiany
Budimex	74,0	6,5%
Elektrobudowa	170,8	-0,1%
Erbud	49,3	6,7%
Mostostal Warszawa	79,4	14,0%
PBG	224,4	-4,5%
Polimex Mostostal	4,4	,19,6%
Rafako	11,6	13,7%
Trakcja Polska	4,8	23,1%
Ulma	58,8	15,5%
Unibep	6,1	3,4%

* ceny z zamknięcia 13.08.2009

Kurs akcji WIG Budownictwo na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Sektor budownictwa

Jakie będą wyniki na nowych kontraktach?

W porównaniu do poprzednich oczekiwań, lepiej prezentuje się sytuacja w zakresie budownictwa kubaturowego, gorzej zaś w przypadku inwestycji infrastrukturalnych, gdzie nastąpił nieoczekiwany przez nas wzrost konkurencji. W 2009 roku spółki budowlane zaprezentują rekordowe wyniki, na które wpływ ma w dużej mierze wyhamowanie dynamiki kosztów, a następnie ich spadek, przy stałych cenach w kontraktach budowlanych. Mimo doskonałych wyników, powszechne są obawy o przyszłą rentowność firm z branży, z uwagi na agresywną walkę konkurencyjną przy pozyskiwaniu zleceń oraz potencjalny wzrost kosztów. Uważamy, że ryzyka związane z agresywnym pozyskiwaniem kontraktów mogą się aktywować, jednak dopiero w momencie wzrostu kosztów w budownictwie. Wzrost kosztów najprawdopodobniej nastąpi w momencie poprawy koniunktury, tzn. najpierw nastąpi istotny przyrost ilości kontraktów dostępnych na rynku, firmy powiększą portfele zleceń, a następnie koszty zaczną rosnąć. Faktycznym ryzykiem jest erozja rentowności w 2011 roku, jednak prawdopodobnie wtedy już postrzeganie branży budowlanej zmieni się na typowo wzrostowe (obecnie branża uchodzić może za defensywną). Rekomendujemy akumulowanie i kupowanie spółek, których akcje są tanie na tle branży, które działają w interesujących segmentach oraz posiadają portfel zamówień o wysokiej jakości. Zalecamy trzymanie i redukcję wolumenów firm drogich, zagrożonych erozją rentowności i mogących rozczarować wynikami finansowymi.

Czynniki mogące wpłynąć na erozję rentowności kontraktów

Dostrzegamy wiele czynników mogących wpłynąć na przyszłą rentowność nowych kontraktów budowlanych. Determinować ją mogą m.in. poziom konkurencji, długość kontraktu, poziom ryzyk technicznych i terminowego wykonania oraz rodzaj zamawiającego. W oparciu o tak sformułowane kryteria, można podzielić firmy na bardziej i mniej narażone na erozję rentowności. W tej drugiej grupie firm znajdują się spółki takie jak Elektrobudowa, Erbud, Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal i Rafako.

Selekcja małych spółek budowlanych

Przyjrzelśmy się wybranym małym i średnim spółkom budowlanym. Neutralnie postrzegamy wycenę Pol-Aqua, zbyt wysoka jest cena akcji Mostostalu Zabrze, wycenę Hydrobudowy Polska zaś uważamy za stosunkowo atrakcyjną. Energomontaż Południe i Energomontaż Północ są ciekawe w kontekście perspektyw segmentu energetycznego, tańsze są jednak Remak i Energoinstal. Spółki budownictwa chemicznego, Mostostal Płock i Naftobudowa są naszym zdaniem za drogie, zaś perspektywy rentowności przyszłych kontraktów dość niepewne. Interesującą grupą są spółki budownictwa przemysłowego, w których najatrakcyjniejszy jest naszym zdaniem Projprzem. Pozyskanie nowych kontraktów może istotnie zmienić sposób, w jaki postrzegany jest ABM Solid. Stosunkowo neutralnie postrzegamy Żurawie Wieżowe i Ulmę. Wycena Elektrotimu jest naszym zdaniem atrakcyjna.

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P
Budimex	11,2	13,2	8,2	9,2
Elektrobudowa	15,4	17,0	10,4	11,7
Erbud	14,3	13,6	8,5	8,3
Mostostal Warszawa	12,4	13,9	6,5	7,7
PBG	16,6	14,6	11,3	9,2
Polimex Mostostal	11,0	12,7	7,1	7,0
Rafako	19,1	12,9	7,4	5,4
Trakcja Polska	9,7	12,5	4,5	5,6
Ulma	56,3	16,9	5,6	4,5
Unibep	11,0	13,0	8,0	7,3

Wycena porównawcza spółek budowlanych

Wycena porównawcza

	P/E 2009P	P/E 2010P	P/E 2011P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	P/S 2009P	P/S 2010P	P/S 2011P
Budimex	11,2	13,2	13,5	8,2	9,2	8,2	0,51	0,43	0,39
Elektrobudowa	15,4	17,0	13,5	10,4	11,7	9,5	0,98	1,01	0,91
Erbud	14,3	13,6	14,9	8,5	8,3	7,0	0,65	0,53	0,50
Mostostal Warszawa	12,4	13,9	14,6	6,5	7,7	7,8	0,51	0,49	0,45
PBG	16,6	14,6	14,3	11,3	9,2	8,6	1,16	0,97	0,89
Polimex Mostostal	11,0	12,7	12,2	7,1	7,0	6,6	0,36	0,39	0,37
Rafako	19,1	12,9	12,3	7,4	5,4	4,7	0,68	0,55	0,50
Trakcja Polska	9,7	12,5	13,2	4,5	5,6	5,4	0,71	0,70	0,65
Ulma Construcccion Polska	56,3	16,9	12,5	5,6	4,5	4,0	1,47	1,35	1,29
Unibep	11,0	13,0	15,6	8,0	7,3	7,9	0,37	0,38	0,36
Mediana	13,3	13,4	13,5	7,7	7,5	7,4	0,66	0,54	0,50

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Kalkulacja wartości gotówki nieoperacyjnej

Poniżej przedstawiliśmy stany gotówki netto w spółkach budowlanych na koniec Q1 2009, jak i stany gotówki, jakie istniałyby w spółkach, gdyby:

- należności były równe zobowiązaniom (tzn. brak systemu zaliczkowego w budownictwie drogowym i energetycznym, brak konieczności finansowania prac ze środków własnych w budownictwie ekologicznym)
- dokonujemy też korekty o zapasy z tytułu projektów deweloperskich w toku lub ukończonych oraz o zapasy części produkcyjnej

Tak obliczona skorygowana gotówka netto pozwala wnioskować, jak wyglądałyby stany gotówkowe w spółkach, gdyby wszystkie realizowały ten sam typ kontraktów oraz zakończyły działalność deweloperską. Uważamy, że taka analiza jest istotna w kontekście zmian zachodzących w spółkach i segmentach działalności (segment drogowy: spadek znaczenia systemu zaliczkowego, Hydrobudowa Polska – odejście od kontraktów ekologicznych na rzecz stadionów).

Kalkulacja wartości gotówki nieoperacyjnej, wybrane spółki budowlane (Q1 09)

(mln PLN)	Należności Q1 2009	Zobowiązania Q1 2009	Gotówka netto Q1 2009	Gotówka netto potencjalna	Zapasy: projekty deweloperskie *	Gotówka netto w części budowlanej
ABM Solid	89,8	79,5	-37,4	-27,1	20,0	-7,1
Budimex	686,8	1435,6	390,5	-358,3	350,0	-8,3
Elektrobudowa	155,2	146,9	135,6	143,9	0,0	143,9
Elektrotim	18,7	15,1	65,2	68,7	0,0	68,7
Energoinstal	100,3	55,5	16,6	61,4	0,0	61,4
Energomontaż Południe	237,7	192,0	-118,8	-73,1	106,4	33,3
Energomontaż Północ	127,5	89,8	49,7	87,3	0,0	87,3
Erbud	200,2	229,6	28,1	-1,2	40,0	38,8
Hydrobudowa Polska	985,0	379,0	-592,3	13,7	12,3	26,0
Mostostal Płock	51,5	30,3	7,4	28,7	0,0	28,7
Mostostal Warszawa	818,8	911,2	310,6	218,2	0,0	218,2
Mostostal Zabrze	232,1	341,6	91,0	-18,4	68,6	50,1
Naftobudowa	84,9	61,3	11,6	35,2	0,0	35,2
PBG	1640,4	682,5	-614,7	343,2	21,7	364,9
Pol-Aqa	607,0	407,6	-46,5	153,0	0,0	153,0
Polimex Mostostal	1606,8	1438,5	-614,1	-445,8	306,0	-139,8
Projprzem	35,7	36,1	20,1	19,7	15,3	35,0
Rafako	274,6	418,4	267,9	124,0	0,0	124,0
Remak	94,5	97,9	30,5	27,1	0,0	27,1
Trakcja Polska	189,2	184,4	144,5	149,3	40,0	189,3
Unibep	88,6	167,4	33,9	-44,8	63,0	18,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.

* Z uwzględnieniem jedynie projektów w toku oraz nieruchomości inwestycyjne

** prognozowane zapasy części produkcyjnej na koniec 2009 roku

Analiza wskaźnikowa: premia / dyskonto

	premia/dyskonto
Budimex	1,2%
Elektrobudowa	23,3%
Erbud	6,2%
Mostostal Warszawa	-0,1%
PBG	18,7%
Polimex Mostostal	-9,9%
Rafako	-1,7%
Trakcja Polska	-19,3%
Unibep	-0,2%

Źródło: D1 BRE Banku S.A., wykorzystane wskaźniki P/E i EV/EBITDA z lat 2009-2011

Metodologia wyceny**Metoda wyceny działalności budowlanej**

Działalność budowlaną oraz produkcyjną wyceniamy modelem DCF. Wycenę porównawczą prezentujemy wyłącznie w celach informacyjnych.

Metoda wyceny działalności deweloperskiej

Działalność deweloperską wyceniamy w oparciu o metodą mieszaną. W modelu DCF uwzględniamy jedynie bieżące projekty, potencjalnych projektów zaś nie uwzględniamy, wyceniamy zaś w oparciu o założenia dot. przyszłych cen mieszkań i kosztów budowy banku ziemi. Stosowane przez nas założenia są takie same jak w przypadku pozostałych firm deweloperskich przez nas analizowanych.

Sytuacja strategiczna spółek budowlanych**Koszty determinują marżę****Dynamika kosztowa wpłynęła na znaczny wzrost marż**

Rekordowe wyniki notowane obecnie przez generalnych wykonawców swe źródło mają w wyhamowaniu, a następnie odwróceniu dynamiki kosztowej. Kontrakty były podpisywane w zupełnie innych czasach, gdy oczekiwania w zakresie przyszłych wzrostów kosztów w budownictwie były duże. Znaczna zmiana na rynku miała miejsce na przełomie 2008 i 2009 roku. Od szczytowych poziomów w roku 2008, koszty w budownictwie spadły o 20-30%. Najwięcej zyskały / zyskają firmy o najdłuższych kontraktach budowlanych, podpisywanych jeszcze w 2008 roku. Pośród wybranych firm, ponadprzeciętne wyniki utrzymują się jeszcze przez część 2010 roku. Jeszcze wtedy będą realizowane i rozliczane wybrane długie kontrakty budowlane.

Czy nowe kontrakty mogą być podpisywane bez marży?

W wyniku zaostrzenia się konkurencji w budownictwie, zjawiskiem powszechnym stały się niepocholebne opinie nt. marż możliwych do uzyskania przez konkurencję, która wygrała wybrane przetargi budowlane. W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że firmy wzajemnie oskarżają się o dumping cenowy. Sądzymy, że nie należy z takich stwierdzeń wyciągać pochopnych wniosków. Uważamy, że przeważająca większość firm budowlanych nie podpisuje / nie podpisywała kontraktów, zakładając od początku zerową marżę. Pewne wyjątki mogły wystąpić w przypadku firm, którym zabrakło portfela zleceń (kontrakty podpisywane w celu pokrycia kosztów stałych). Naszym zdaniem przyszła rentowność kontraktów będzie wynikiem nie tylko przyjętej marży, ale i przyszłej dynamiki kosztów. Nie można liczyć na dostęp do kalkulacji kosztów poszczególnych kontraktów, zaś właśnie realność tych kalkulacji będzie determinowała przyszłe wyniki firm.

Czy po końcu kryzysu wzrosną koszty?

Wzrost kosztów w budownictwie, połączony ze spadkiem wartości inwestycji w sektorze, był przyczyną dekonstrukcji w budownictwie i bardzo dużych strat spółek w latach 2001-2004. Uważamy, że w zasadzie wszystkie firmy wyciągnęły z tego okresu wnioski na przyszłość. Nie można jednak wykluczyć, że w momencie ponownego wzrostu kosztów, niektóre kontrakty okażą się mniej rentowne niż początkowo można było zakładać. Generalnie, można wyobrazić sobie dwie przyczyny wzrostu kosztów budownictwie: wzrost popytu na usługi budowlane oraz tendencję inflacyjną w gospodarce światowej.

Wzrost kosztów popytowych a wzrost kosztów inflacyjnych

Spodziewamy się, że wraz z poprawą sytuacji w budownictwie kubaturowym nastąpi przynajmniej częściowy wzrost kosztów. Nie spodziewamy się jednak, aby mógł być on bardzo duży. Dodatkowo, poprzedzony zostanie masą pozytywnych informacji (spółki budowlane będą pozyskiwać nowe zlecenia). Zwracamy uwagę, że nawet w przypadku poprawy sytuacji na rynku, jeden z ważniejszych składników, a mianowicie płace, powinien pozostać względnie niezmienny. W drugim kwartale, zgodnie z danymi GUS, wynagrodzenia r/r spadły o 3,3%. Na lekki spadek wynagrodzeń można liczyć w przypadku podwykonawców zajmujących się budownictwem kubaturowym, prawdopodobnie nie będzie on jednak dotyczył m.in. budownictwa drogowego. Baza wynagrodzeń jest wysoka, zaś od czasu pogorszenia się koniunktury płace w budownictwie istotnie nie spadły. Stosunkowo bardziej ryzykowny wydaje się być inflacyjny wzrost kosztów w budownictwie. Wzrost cen wynikałby z ogólnogospodarczej tendencji, której źródłem byłaby nadmierna kreacja pieniądza w krajach rozwiniętych (tzn. zbyt późne podniesienie stóp procentowych).

Kto jest bardziej narażony na erozję rentowności?

Które kontrakty są najbardziej ryzykowne

Dostrzegamy kilka czynników, które mogą decydować o narażeniu na erozję marż. Jednym z nich jest konkurencja w segmencie budownictwa – im większa, tym większe ryzyko, że firmy prowadzące agresywną kalkulację dynamiki kosztów realizacji prac będą kształtować ceny w kontraktach budowlanych. Decydująca jest też wielkość kontraktów. Małe, krótkie kontrakty można zabezpieczyć po stronie kosztowej w ciągu pierwszych kilku miesięcy realizacji. W przypadku dużych kontraktów nie zawsze jest to możliwe. Odrębną, najbardziej ryzykowną grupą kontraktów, są kontrakty typu D&B (projektuj i buduj). Przykładem takiego kontraktu jest potencjalny kontrakt Budimexu na blisko 3 mld PLN na budowę odcinka autostrady Stryków – Pyrzowice. Kontrakt D&B, z którego około 2/3 przychodów (40 mln PLN) będzie zrealizowane dopiero w 2011 roku, podpisał też ostatnio Unibep. Istnieje wreszcie grupa kontraktów ryzykownych pod względem terminu wykonania i parametrów technicznych. Do takich zaliczają się m.in. kontrakty stadionowe (możliwość opóźnień może narazić na istotne kary). Sposób budżetowania potencjalnych kar zależy od polityki księgowej firm – w niektórych firmach jest ona bardziej restrykcyjna, w innych mniej. Zwracamy uwagę, że duża konkurencja w branży skłania firmy do uczestnictwa w przetargach na budowę obiektów, których do tej pory jeszcze nie budowały (ryzyka techniczne, kalkulacji kosztów,...). Odważną politykę z punktu widzenia realizacji nowych typów obiektów dostrzegamy w przypadku PBG oraz spółki zależnej, Hydrobudowy Polska. Historycznych przykładów spółek, które miały problemy z techniczną realizacją skomplikowanych obiektów jest wiele, najbardziej skrajnym jest zaś chyba firma PIA Piasecki (poległa na realizacji biurowca dla TP S.A. w Warszawie). W przypadku części długich kontraktów budowlanych stosowana jest indeksacja GUS, w oparciu o wskaźnik inflacji bądź cen w budownictwie. Taka indeksacja może być jednak niedoskonała. Zwracamy też uwagę na możliwość renegotiacji wynagrodzenia – występuje ona w przypadku podmiotów prywatnych, które są inwestorami (ewentualna rewizja ceny kontraktu wynika z dobrych relacji biznesowych wykonawcy i inwestora). Możliwość renegotiacji ceny należy w zasadzie wykluczyć, gdy inwestorem jest podmiot publiczny / komunalny / państwowy. Kolejnym elementem ryzyka jest niewielki portfel zamówień. Brak znacznego portfela zamówień na lata kolejne może skłonić firmę budowlaną do agresywnej kalkulacji cen kontraktu.

Czynniki decydujące o ryzykach erozji rentowności

Segment budownictwa	Konkurencja (orientacyjna średnia liczba firm)	Przeciętna długość kontraktów	Ryzyka techniczne i terminowe	Możliwość renegocjacji	Ryzyko erozji rentowności
budownictwo publiczne	b. duża (12-15)	średnie/długie	małe - duże*	brak	średnie/duże
budownictwo mieszkaniowe	duża (8-12)	średnie	małe	jest	małe
budownictwo komercyjne	duża (8-12)	średnie	małe	jest	małe
budownictwo przemysłowe	duża (8-12)	krótkie	małe	jest	małe
budownictwo drogowe: autostrady, itp.	znaczna (8-10) **	średnie/długie	średnie	brak	średnie/duże
budownictwo drogowe: drogi lokalne	znaczna (8-10) **	krótkie	małe	brak	małe
budownictwo kolejowe	średnia (4-5)	średnie	małe ***	brak	małe
budownictwo ekologiczne	duża (ok. 10)	długie	średnie	brak	średnie/duże
budownictwo ekologiczne specjalistyczne	mała (2-4)	długie	średnie	brak	małe
budownictwo chemiczne	średnia (4-8)	krótkie	małe ***	brak	małe
budownictwo energetyczne	średnia (4-8)	krótkie	małe ***	brak	małe

instalacje inżynieryjne ****	mała (2-4)	średnie/długie	średnie	brak	małe
produkcja konstrukcji stalowych	duża (8-10)	krótkie	małe	brak	małe

Źródło: DI BRE Banku S.A.

* zależnie od rodzaju obiektu, np. ryzyko to duże jest w przypadku stadionów

** liczba firm składających oferty cenowe

*** z punktu widzenia wyspecjalizowanych podmiotów, dla pozostałych firm to ryzyko jest duże

**** obiekty takie jak np. kopalnie gazu, czy instalacje odsiarczania

Ocena zagrożenia erozją marż w przypadku wybranych spółek

	Ekspozycja na konkurencję	Ekspozycja na długie kontrakty	Ekspozycja na ryzyka techniczne	Ryzyko erozji rentowności
Budimex	średnia	duża	średnia	średnie
Elektrobudowa	średnia	mała	mała	małe/średnie
Erbud	duża	mała	mała	małe/średnie
Mostostal Warszawa	średnia	średnia	mała	małe/średnie
PBG	mała/średnia	średnia/duża	średnia/duża	średnie *
Polimex Mostostal	średnia	mała/średnia	mała	małe/średnie
Rafako	mała	duża	mała	małe/średnie
Trakcja Polska	średnia	duża	mała	średnie
Unibep	duża	mała/średnia	średnie	średnie

Źródło: DI BRE Banku S.A.

* w 2011 roku, w 2010 roku praktycznie nie występuje.

Udział sektora publicznego w portfelu zamówień na rok 2010

Udział sektora publicznego w portfelu zamówień	
Budimex	90,0%
Elektrobudowa	b.d.
Erbud	<40%
Mostostal Warszawa	75,0%
PBG	95,0%
Polimex Mostostal	80-90%
Rafako	około 90%
Trakcja Polska	100,0%
Unibep	60,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Portfele zamówień spółek budowlanych

Zapełnienie portfela zleceń na rok 2010

	Portfel zleceń na rok 2010 (mln PLN, zapełnienie %)	Źródło:	Komentarz
ABM Solid	75-80 mln PLN, 25%	szacunek	Zapełnienie portfela zleceń ABM Solid, nie uwzględniając portfela Resbudu.
Budimex	2,2 mld PLN, 70% *	szacunek	Zapełnienie portfela zleceń, z wyłączeniem działalności produkcyjnej, eksportowej i deweloperskiej.
Elektrobudowa	75-100 mln PLN, 9-12%	szacunek	Zapełnienie portfela w ramach całej działalności. **
Elektrotim	b.d., prawdopodobnie bardzo niewielki	szacunek	-
Energoinstal	>50 mln PLN, >20%	spółka (czerwiec)	z tego >20 mln PLN Energoinstal, pozostała część to Interbud-West
Energomontaż Północ	140 mln PLN, około 54,5%	spółka (aktualny)	Dane odniesione do prognozowanych przychodów z montażu (portfel w zakresie produkcji generalnie jest krótki)
Energomontaż Południe	130 mln PLN, 44,5%	spółka (czerwiec)	Z wyłączeniem działalności deweloperskiej, produkcji przemysłowej, handlu stałą i usług.
Erbud	520 mln PLN, 71,5%	spółka (aktualny)	Odniesione do prognozy przychodów z generalnego wykonawstwa w kraju. ***
Hydrobudowa Polska	1,46 mld PLN, 83,5%	spółka (aktualny)	-
Mostostal Płock	około 60 mln PLN, 33%	szacunek	-
Mostostal Warszawa	1,4 mld PLN, 63,5%	szacunek	Dane korygowane o Remak, Mostostal Płock i działalność pozostałą oraz firmy Terramost.

Mostostal Zabrze	250 mln PLN, 32%	szacunek	Zapełnienie bierze jedynie pod uwagę portfel zleceń Mostostal Zabrze Holding i PRDiM.
Naftobudowa	10 mln PLN, 5,5%	spółka (czerwiec)	-
PBG	2,9 mld PLN, 89%	spółka (aktualny)	Z wyłączeniem działalności w segmencie drogowym, która nie posiada portfela zleceń i naturalnie pozyskuje krótkie kontrakty.
Pol-Aqua	650 mln PLN, 48%	spółka (czerwiec)	Kalkulacja nie uwzględnia tego, że wybrane spółki zależne funkcjonują w oparciu o krótki portfel zleceń.
Polimex Mostostal	2,5 mld PLN, 67%	szacunek	Z wyłączeniem działalności produkcyjnej.
Projprzem	b.d., prawdopodobnie bardzo niewielki	szacunek	-
Rafako	1,03 mld PLN, 79%	spółka (aktualny)	-
Remak	75-100 mln PLN, 30-40%	szacunek	-
Trakcja Polska	200 mln PLN, 23%	spółka (aktualny)	-
Ulma	b.d., prawdopodobnie bardzo niewielki	szacunek	-
Unibep	180 mln PLN, 55%	spółka (aktualny)	Zapełnienie portfela zamówień w kraju w zakresie generalnego wykonawstwa, z wyłączeniem drogownictwa.

Źródło: DI BRE Banku S.A., spółki

* przy tym aż 1,5 mld PLN to portfel w zakresie budownictwa drogowego, pozostała zaś część to portfel w ramach budownictwa kubaturowego

** Produkcja rozdzielnic kontraktowana jest z 3-miesięcznym wyprzedzeniem, kontrakty w segmencie wytwarzania energii i automatyki również są stosunkowo krótkie.

*** Działalność eksportowa i drogowa funkcjonuje w oparciu o krótki portfel zleceń. Portfela w zakresie działalności eksportowej praktycznie brak, portfel w zakresie drogownictwa wypełniony jest w 15-20%.

Portfele zamówień a specyfika działalności

Generalnie im więcej starych kontraktów, podpisanych w innym środowisku kosztowym, tym lepiej. Nawet jednak największy portfel starych kontraktów w końcu wyczerpie się. Naszym zdaniem nie można przeceniać znaczenia dużego portfela zleceń. Niektóre spółki budowlane naturalnie pracują na krótkim portfelu zleceń, ze względu na strukturę rynku nie należy jednak obawiać się nagłego pogorszenia wyników i marż. Przykładem mogą być chociażby spółki drogowe Erbudu i Unibepu, czy spółki energetyczne Polimexu Mostostal. Sądzimy, że jedną z najlepszych metod oceny portfela zamówień jest kalkulacja zapełnienia portfela zamówień na rok 2010. Wskaźnik ten powstaje poprzez zestawienie naszej prognozy przychodów spółki oraz portfela zleceń. Przychody spółki korygujemy wcześniej o przewidywane przychody spółek zależnych, które naturalnie pracują na krótkich portfelach zleceń lub funkcjonują w innych segmentach (przykład: nie bierzemy pod uwagę działalności deweloperskiej, czy działalności drogowej małych spółek zależnych Unibepu i Erbudu, nie uwzględniamy też Remaku i Mostostalu Płock, gdy kalkulujemy zapełnienie portfela zamówień Mostostalu Warszawa).

Małe spółki mają niewielkie portfele zleceń

Małe spółki budowlane, w tym specjalistyczne, na chwilę bieżącą nie posiadają dużego portfela zleceń na rok przyszły, co w większości przypadków w sposób naturalny wynika ze specyfiki ich działalności. Uważamy, że nie ma na razie podstaw, aby żywić obawy o portfel zleceń spółek funkcjonujących na rynku energetycznym (ograniczona konkurencja, dobra sytuacja branżowa), pewne zaś obawy można mieć w przypadku spółek z dziedziny budownictwa, ogólnego i przemysłowego. Pocięciem może być fakt, że sytuacja gospodarcza powoli się poprawia, a wraz z nią ruszają wstrzymane do tej pory inwestycje.

Sytuacja w sektorze budowlano-montażowym

Prognoza produkcji budowlano-montażowej

Przewidujemy, że produkcja budowlano-montażowa w cenach stałych pozostanie w roku 2009 roku na poziomie niezmiennym r/r. Spodziewamy się kilkuprocentowych wzrostów w roku 2010. Wartościowo produkcja budowlano-montażowa zmniejszy się, tak w roku 2009, jak i w roku 2010, co wynika ze spadku kosztów w budownictwie. Jednocześnie, będą zachodzić zjawiska konsolidacyjne. Na dekonstrukcji w budownictwie zyskują duże, zdywersyfikowane firmy, tracą zaś niewielkie, uzależnione od kilku klientów, bądź niewielu dużych zleceń. W 2011 roku spodziewamy się wzrostów ilościowych, jak i wartościowych w budownictwie.

Sytuacja w budownictwie kubaturowym

Znaczny wzrost konkurencji w segmencie publicznym

Ze względu na wstrzymanie wielu nowych inwestycji mieszkaniowych, a także spadek inwestycji w sektorze budownictwa komercyjnego i przemysłowego, doświadczyliśmy bardzo znacznego wzrostu konkurencji w sektorze budownictwa publicznego. W przetargach publicznych występuje obecnie kilkanaście firm, co skutkuje tak presją na marże, jak i promuje wyceny prac zakładające niską dynamikę kosztów w latach przyszłych. Sytuacja ta jest zgodna z naszymi oczekiwaniami (w raporcie z listopada 2008 roku zakładaliśmy, że największy wzrost konkurencji nastąpi właśnie w segmencie publicznym). Uważamy, że przyszłe kontrakty w segmencie prywatnym (mieszkaniowe, komercyjne, przemysłowe), mogą być bardziej korzystne pod względem rentowności, niż kontrakty w segmencie publicznym. Jednocześnie, wolumen nowych inwestycji w sektorze publicznym przedstawia się korzystnie, co związane jest tak ze spadkiem cen usług budowlanych, jak i z wpływem środków z UE. Nie wyrażamy dużych obaw o możliwość finansowania inwestycji publicznych w przyszłości.

Poprawa sytuacji w segmencie komercyjnym

Zauważalna jest poprawa na rynku budownictwa komercyjnego, co związane jest z „odblokowaniem” decyzji banków o kredytowaniu wybranych inwestycji komercyjnych. W ciągu ostatnich miesięcy znaczne kredyty inwestycyjne pozyskały spółki Echo Investment i GTC. Warto wspomnieć, iż były to inwestycje, które mogłyby rozpocząć się wcześniej, gdyby nie nadejście kryzysu finansowego. Sądzymy, że z punktu widzenia deweloperów komercyjnych, największą motywacją do rozpoczęcia nowych projektów jest spadek cen usługi budowlanej (nawet o 30%, jak podaje Echo Investment). Spodziewamy się, że wybrani deweloperzy będą pozyskiwać finansowanie i rozpoczynać prace, jednak przynajmniej na razie wolumen nowych inwestycji będzie mniejszy niż w latach ubiegłych. Związane jest to tak z bardziej konserwatywną oceną zdolności kredytowej przez banki, jak i z ciągłym brakiem rynku wtórnego na obiekty komercyjne. Nadal sprzedający (deweloperzy) oczekują wyceny obiektów komercyjnych w oparciu o niskie yieldy, kupujący zaś oczekują yieldów wysokich. Spodziewać się można, że w końcu rynek ustabilizuje się przy pewnym poziomie yieldów, będących kompromisem pomiędzy oczekiwaniami kupujących i sprzedających. Warto zauważyć, że w długim terminie tendencja aprecjacyjna PLN jest korzystna dla najemców powierzchni, gdyż poprawia sytuację ich klientów i zmniejsza ryzyko pustostanów. Redukuje też potencjał spadkowy czynszów liczonych w EUR.

Czekamy na nowe inwestycje mieszkaniowe

Wiele planowanych inwestycji mieszkaniowych zostało wstrzymanych, w związku z dużą podażą mieszkań na rynku pierwotnym, a także znacznym spadkiem ilości transakcji sprzedaży. Pewne projekty są rozpoczynane, w większości są to jednak inwestycje stosunkowo niewielkie, finansowane ze środków własnych deweloperów / kredytów obrotowych. Mimo obecnej sytuacji, nie obawiamy się o perspektywę rynku budownictwa mieszkaniowego. Z punktu widzenia ilości mieszkań dostępnych na rynku pierwotnym, można zakładać, że obecna oferta powinna zostać wyprzedana do końca 2010 roku. W efekcie, deweloperzy powinni rozpoczynać nowe projekty pod koniec 2009 roku / na początku 2010, aby w roku 2011 mieć co sprzedawać. Motywacja ku temu jest naszym zdaniem silna, w związku ze spadkiem kosztów budowy (20%+) przekraczającym spadek cen mieszkań. Pewną barierą może być konserwatywna polityka banków. Banki w różny sposób redukują podaż kredytów na nowe inwestycje, czy to oferując wysokie marże kredytowe, czy wymagając wysokich zabezpieczeń (które np. nie biorą pod uwagę potencjalnych przepływów pieniężnych z przedsprzedaży lokali). Po stronie kredytów hipotecznych, preferowane są inwestycje ukończone, co również nie wpływa pozytywnie na rozpoczynanie nowych inwestycji. Na szczęście, deweloperzy rozpatrują także inne źródła pozyskiwania kapitału (obligacje, emisja akcji). Zakładamy, że podaż nowych projektów w 2010 roku będzie na poziomie 70% stanu z rekordowego roku 2008, co zapewni tak dopływ nowych kontraktów dla branży budowlanej, jak i stabilny poziom oferty mieszkań z rynku pierwotnego w największych polskich miastach.

Wstrzymywanie kontraktów i zmiana cen usług nie jest zjawiskiem masowym

Wstrzymywanie kontraktów i zmiana cen usług nie stały się zjawiskiem masowym. Aneksy zmniejszające wartość kontraktów pojawiać się zaczęły w przypadku kontraktów, których realizacja została wstrzymana ze względu na brak finansowania prac. Aneksy takie podpisały m.in. spółki takie jak Erbud i LC Corp, Ronson i Warbud, czy Budimex i Restaura. Na podpisanie aneksu miała wpływ nie tylko chęć dewelopera do obniżki kosztu budowy, ale także oczekiwanie banku, rozważającego sfinansowanie inwestycji, dotyczące „urealnienia cen w projekcie”, tak po stronie przychodów (cena mieszkań), jak i kosztów (cena usługi budowlanej). Uważamy, że aneksy zmniejszające wartość kontraktów nie wpływają negatywnie na możliwą do zrealizowania marżę. Nie będzie ona rzecz jasna „rekordowa”, ale

też nie będzie niższa niż przeciętna na tle branży. Jest to związane z przewidzianymi w kontrakcie karami za jego wypowiedzenie (tzn. obniżka wartości kontraktu jest mniejsza, niż byłaby możliwa do uzyskania, gdyby deweloper zdecydował się wybrać innego wykonawcę). W tym kontekście uważamy, że ze względu na możliwość reaktywacji, interesujące są także wstrzymane kontrakty budowlane. Dwa takie kontrakty, podpisane z Dom Development, ma Erbud. Łączna wartość kontraktów to 160,5 mln PLN. Obniżka ceny wykonawstwa o 20% spowodowałaby spadek ceny usługi budowlanej do 128,4 mln PLN, można więc mówić o potencjalnych kontraktach na tą kwotę, przy przyzwoitej na tle branży marży.

Inwestycje przemysłowe w Polsce

Kontrakty budowlane w segmencie przemysłu ogólnego (hale przemysłowe, magazyny, elementy instalacji przemysłowych, montaż konstrukcji stalowych) generalnie są relatywnie krótkie, tzn. można powiedzieć, że segment budownictwa przemysłowego jest wczesnocykliczny. Zakładamy, że przynajmniej część wstrzymanych ze względu na kryzys inwestycji rozstanie w roku 2010 reaktywowana. Motywacją inwestorów może być tak spadek cen w budownictwie, jak i popyt na wybrane produkty. Znacznej poprawy w segmencie przemysłowym spodziewamy się w momencie realizacji inwestycji w polskiej energetyce (lata 2011+). Inne sektory przemysłu mogą pozostawać relatywnie w tyle, gdyż podstawą do rozbudowy mocy wytwórczych jest zbliżające się do 80-100% wykorzystanie mocy produkcyjnych, a to wymaga znacznej poprawy po stronie wolumenów sprzedaży.

Usługi instalacyjne

Ze względu na cykl inwestycji budowlanych, obecnie koniunktura w zakresie prac instalacyjnych i wykończeniowych ciągle jest przyzwoita, znacznie zaś pogorszyła się w przypadku stanów surowych. W kolejnym roku sytuacja odwróci się, tzn. poprawa następować będzie w zakresie stanów surowych, pogorszenie zaś w przypadku końcowych faz robót, w tym prac instalacyjnych. W roku 2011 oczekujemy poprawy sytuacji, gdyż właśnie wtedy realizowane będą inwestycje rozpoczęte w roku 2010.

Sytuacja w branży deweloperskiej

Ocena sytuacji w branży deweloperskiej

Pomimo ożywienia w zakresie przedsprzedaży mieszkań w Q2 2009, ciągle wolumeny transakcji są znacznie niższe, niż notowane w okresie dobrej koniunktury na rynku. Jednocześnie, oferta mieszkań czekających na nabywców pozostaje duża. Uważamy, że na przełomie 2009 i 2010 roku rozpoczęte zostaną nowe projekty, co zagwarantuje stabilny poziom oferty w 2011 roku. Przewidujemy, że ceny mieszkań będą nadal spadać. Sezonowy, wakacyjny, spadek liczby transakcji, naszym zdaniem wpłynie na pojawienie się kolejnych obniżek cen. Oczekujemy, że wraz z wzrostem udziału lokali gotowych w ofercie, konkurencja między deweloperami będzie narastać. W naszych modelach zakładamy taki sam scenariusz jak w wycenach pozostałych spółek deweloperskich (powrót relacji cen mieszkań do średnich wynagrodzeń z 2005 roku na koniec roku 2010).

Sytuacja w budownictwie infrastrukturalnym

Nieoczekiwany wzrost konkurencji w budownictwie drogowym

Znacznego wzrostu konkurencji doświadczył także segment budownictwa drogowego. Miało to miejsce pomimo wzrostu wolumenowego rynku. Na rynku krajowym pojawiły się podmioty zagraniczne, do tej pory na rynku nieobecne. Efekt ten jednak bywa przejawskrawiany, w związku z wprowadzeniem przez GDDKiA dwustopniowej procedury przetargu. W pierwszym etapie procedury przetargowej zaproszenia wysyłane są do wszystkich zainteresowanych. Dopiero w drugim etapie dochodzi do dopuszczenia firm posiadających niezbędne referencje do złożenia ofert cenowych. Wzrost konkurencji na drugim etapie przetargu jest zauważalny. Jednocześnie, znacznie spadły koszty prac. Ponieważ duże kontrakty drogowe charakteryzują się długim terminem realizacji, spadek cen oferowanych usług można nazwać również redukcją oczekiwań co do dynamiki kosztów w przyszłości. Skutkuje to znaczną rozbieżnością między budżetami GDDKiA i ofertami spółek budowlanych. Warto dodać, że budżety inwestora były weryfikowane w okresie najwyższych kosztów w budownictwie.

Ostatnie rozstrzygnięcia dużych przetargów drogowych

Droga	Odcinek	Ilość ofert	Kosztorys (mln PLN)	Najtańsza oferta (mln PLN)	Najtańsza oferta / kosztorys
S7	Straszyn-Koszwały	5	2 146,3	1 126,4	52,5%
S8	Kolonia-Sędziwuje - Ćwikły-Krajewo	13	571,0	325,1	56,9%
S8	Piotrków Trybunalski-Rawa Mazowiecka *	3	1 893,9	1 721,1	90,9%
S8	Stare Jeżewo-Choroszcz *	3	981,5	675,0	68,8%
S8	Warszawa, ul. Modlińska-Marki	9	1 571,4	869,0	55,3%
S79+S2	ul. Marynarska-węzeł Lotnisko-ul. Puławska	7	1 732,6	1 122,9	64,8%

Źródło: www.nowedrogi.pl ;

* projekt i dostosowanie do parametrów drogi dwujezdniowej

Sytuacja budżetowa a drogownictwo

Do tej pory głównym problemem sektora drogownictwa były długie i skomplikowane procedury administracyjne, związane z procesem przygotowania inwestycji do ogłoszenia w formie przetargu. Na początku tego roku pojawił się też nowy problem, o charakterze finansowym. Ze względu na ryzyko powstania dziury budżetowej, rząd podjął decyzję o przeniesieniu obowiązku finansowania inwestycji drogowych na Krajowy Fundusz Drogowy. KFD pozyskuje środki finansowe z banków w formie kredytów (w tym z Europejskiego Banku Inwestycyjnego), z emisji obligacji, ze źródeł budżetowych, a także z pozostałych opłat. Wydatki GDDKiA w roku 2009 nie są naszym zdaniem zagrożone (przewidujemy, że wyniosą około 17 mld PLN). Pod znakiem zapytania mogą być jednak wydatki roku kolejnego. Kluczowe może okazać się powodzenie emisji obligacji KFD, o łącznej wartości 7,8 mld PLN. Pierwsza transza obligacji została wyemitowana z sukcesem (sprzedano obligacje za 600 mln PLN, popyt wynosił 2 mld PLN, na korzystnym poziomie 0,88% ukształtowała się też marża odsetkowa, ustalona na podstawie procedury budowy książki popytu). Ponadto, spadek kosztów w budownictwie również pozytywnie oddziałuje na możliwości w zakresie wykorzystania budżetu na inwestycje drogowe. Nie można już naszym zdaniem mówić o przyszłych wydatkach GDDKiA sięgających 30 mld PLN, w kolejnym roku nie powinny one przekroczyć 20 mld PLN, to jednak nie związane jest z przewidywanym spadkiem ilościowym, ale wartościowym inwestycji.

Zbliża się „sezon nowych kontraktów”

Zgodnie z naszymi analizami, zbliża się sezon rozstrzygania nowych kontraktów. Resort infrastruktury deklaruje ogłoszenie w tym roku wszystkich przetargów na budowę autostrad, należy jednak pamiętać, że od ogłoszenia przetargu do wyboru wykonawcy i podpisania kontraktu budowlanego mija około pół roku. Uważamy, że w tym roku ogłoszona zostanie zdecydowana większość przetargów autostradowych, podczas gdy na ogłoszenie wielu przetargów na budowę dróg szybkiego ruchu trzeba będzie jeszcze poczekać. Szacujemy, że w 2009 roku mają szansę być rozstrzygnięte kontrakty o łącznej wartości zbliżonej do 8,9 mld PLN. Przy założeniu średniej liczby konkurentów w przetargu w wysokości 8-10 firm, wartość możliwych do pozyskania kontraktów to 0,9-1,0 mld PLN. Następnie przewidujemy, że pierwsze półrocze 2010 roku również nie będzie obfitowało w wiele nowych przetargów, sytuacja zaś zmieni się na korzyść w drugiej połowie roku 2010.

Potencjalne nowe kontrakty w drogownictwie

(mln PLN)	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
Wartość	5 494	3 383	944	2 573	6 339	3 566

Źródło: GDDKiA, DI BRE Banku S.A.

Kontrakty PPP

Szansą na wzrost nakładów na drogownictwo w skali kraju, przy odciążeniu budżetu, są kontrakty PPP. Jeden z takich kontraktów realizuje spółka Autostrada Wielkopolska (autostrada A2, odcinek Nowy Tomyśl – Świecko), Gdańsk Transport Company (autostrada A1, odcinek Nowe Marzy – Toruń). Pierwszy z odcinków prawdopodobnie będzie realizował Strabag, drugi zaś Skanska. Resort infrastruktury udzielił gwarancji finansowych dla obu inwestycji. Wiadomości te mają znaczenie dwójakie. Po pierwsze pozwalają sądzić, że inwestycja prowadzona przez Autostradę Południe również otrzyma gwarancje rządowe. Udziałowcami w Autostradzie Południe są Budimex z 5% udziałów, Ferrovial z 5% udziałów oraz Cintra Construcciones, spółka zależna Ferrovialu, z pozostałymi 90% udziałów. Skutkiem tego mogłoby być udzielenie kontraktów budowlanego spółce Budimex, którego wartość sięgałaby nawet 3 mld PLN. Kontrakt taki uzyskała ostatnio Skanska. Nie można jednak wykluczyć, że Hiszpańskie konsorcjum, będące akcjonariuszem spółki Autostrada Południe, ostatecznie zrezygnuje z inwestycji. Za takim scenariuszem, stosunkowo mniej prawdopodobnym, przemawia dość duże zadłużenie wewnątrzgrupowe Ferrovialu. Można

spodziewać się, że poprawa sytuacji na światowym rynku finansowym będzie zwiększać prawdopodobieństwo realizacji inwestycji.

Sytuacja w PKP PLK

Można powiedzieć, że w 2009 roku nastąpił zastój w programie inwestycyjnym PKP PLK. Związane jest to nie tylko z sytuacją finansową przewoźników, korzystających z infrastruktury szynowej, ale również, a może przede wszystkim, z ograniczoną zdolnością PKP PLK w zakresie przygotowania przetargów. Przetarg na budowę LCS Działdowo został unieważniony i został ponownie ogłoszony z powodu przekroczenia kosztorysu inwestora. Przekroczenie to było tym bardziej dotkliwe, że wzór służący do obliczenia punktacji w przetargu spowodował przyznanie najwyższej punktacji podmiotowi, który zaoferował wykonanie usługi po najwyższej cenie (Trakcja Polska otrzymała najwięcej punktów w przetargu). Otwarcie kopert w ponownie ogłoszonym przetargu może nastąpić najwcześniej na początku września, nie można jednak wykluczyć opóźnień. Opóźnia się też rozstrzygnięcie przetargu na budowę LCS Ciechanów. Oferta Trakcji Polskiej, początkowo najkorzystniejsza cenowo, została odrzucona z przyczyn formalnych. Wybrana została droższa o około 40 mln PLN oferta firmy Tchas. Początkowo protest złożył, a następnie wycofał, włoski Salcef. Obecnie, pomimo wycofania protestu, trwa ponowna ocena ofert firm Tchas i Salcef.

Znaczenie dużych kontraktów

Z punktu widzenia perspektyw rynku, niezwykle ważne jest ogłoszenie i rozstrzygnięcie przetargów na budowę LCS Działdowo i linii Grodzisk – Skierniewice. Wartość każdego z przetargów jest zbliżona do 1 mld PLN. Generalnie, można powiedzieć, że sektor budownictwa kolejowego charakteryzuje się ryzykiem związanym z pracami głównie dla jednego zamawiającego oraz dużym znaczeniem pojedynczych kontraktów o dużej wartości w budowie portfela zleceń.

Sytuacja w budownictwie specjalistycznym

Wzrost konkurencji w wybranych segmentach

W wybranych segmentach specjalistycznych również nastąpił wzrost konkurencji. Nowa konkurencja pojawiła się m.in. w zakresie budowy zbiorników gazu i ropy naftowej, montażu konstrukcji stalowych, w przetargach ekologicznych, górniczych, energetycznych. Uważamy, że w takim przypadku nie powinno się koncentrować na rodzaju odbiorcy, ale profilu świadczonych usług.

Profil usług determinuje poziom konkurencji

W zakresie budownictwa chemicznego, energetycznego, gazowego, czy górniczego, można wyróżnić usługi, które charakteryzują się znacznym stopniem specjalizacji lub/i ich wykonawstwo wymaga specjalistycznych certyfikatów/referencji. Do usług specjalistycznych w energetyce zaliczylibyśmy m.in. montaż kotłów energetycznych, montaż instalacji odsiarczania, czy montaż turbin. Stosunkowo mniej specjalistyczną usługą, którą jest w stanie wykonać więcej firm jest montaż rurociągów energetycznych. W segmencie gazu ziemnego wysoce specjalistyczną usługą jest budowa kopalni i tłoczni gazu. W petrochemii specjalistyczną usługą jest np. montaż piecy petrochemicznych. W ekologii można wyróżnić m.in. bezwykopową renowację sieci kanalizacyjnych.

Szanse w segmencie energetycznym

W roku kolejnym powinny na rynku pojawić się pierwsze przetargi na generalne wykonawstwo nowych bloków energetycznych. Jednym z pierwszych może być przetarg na budowę nowego bloku w Elektrociepłowni Siekierki, który może być rozstrzygnięty już na początku 2010 roku. W efekcie, segment energetyczny będzie w kolejnych latach najbardziej wzrostowym segmentem budownictwa. Sądzymy, że sytuacja na rynkach finansowych powoli zmienia się na korzyść spółek energetycznych. Kredyty na budowę nowych bloków energetycznych są bezpieczne dla banków (gwarancja przepływów pieniężnych po zakończeniu inwestycji). Spodziewamy się, że do jednego przetargu na budowę nowego bloku energetycznego może startować około 3-5 firm. Jedno, może nawet wyłącznie krajowe konsorcjum mogą tworzyć firmy Rafako (część specjalistyczna) i Mostostal Warszawa (część specjalistyczna: Remak, część budowlana). Konkurencyjne konsorcjum powstanie prawdopodobnie wokół Polimexu Mostostalu i jego zagranicznego partnera. Sądzymy, że PBG wraz z Energomontażem Południe mają szansę dołączyć do konsorcjum Rafako i Mostostalu. Nie można wykluczyć, że Mostostal Zabrze również będzie chciał uczestniczyć w przetargach, jako konsorcjant, albo podwykonawca. Ponadto, energetyką interesuje się znacznie więcej firm, gotowych świadczyć usługi budowlane (na przykład Budimex). Przewidujemy, że ograniczona konkurencja może mieć miejsce w przypadku specjalistycznych usług, w efekcie, przy znacznej ilości inwestycji,

może nastąpić zjawisko wyczerpania się zdolności wykonawczych i wzrostu marż. Pod tym względem w najlepszej sytuacji są spółki takie jak Rafako, Remak, Energomontaż Południe, Energoinstal, Energomontaż Północ i Mostostal Zabrze. Wzrostu marż nie przewidujemy raczej w przypadku usług ogólnobudowlanych, świadczonych w ramach budowy nowych bloków energetycznych.

Jak mogą wyglądać marże w segmencie energetycznym

W branży budowlanej generowane marże są pochodną popytu na konkretny typ usług. Przykładowo, w latach 2006-2008 wyjątkowo rentowne, ze względu na duże programy inwestycyjne, stały się segment chemiczny oraz przemysłowy, a także produkcja konstrukcji stalowych. Program inwestycyjny polskiej petrochemii powoli kończy się, ropa naftowa notowana jest poniżej 100 USD, co ogranicza poziom światowych inwestycji. W segmencie konstrukcji stalowych lata dobrej koniunktury zostały zaś wykorzystane na znaczną rozbudowę mocy produkcyjnych. Inaczej sytuacja wyglądała w przypadku spółek funkcjonujących w segmencie energetycznym – z uwagi na niską wartość inwestycji, firmy przez lata funkcjonowały na minimalnej rentowności. W okresie wzrostu dynamiki kosztów, wyniki dodatkowo się pogarszały. Znaczna część kontraktów podpisanych w latach 2005-2006 okazała się w efekcie nierentowna. Poprawa sytuacji już zaczęła być dostrzegana w roku ubiegłym, ze względu na cykl inwestycyjny w energetyce Europy Zachodniej (w tym niemieckiej). Dodatkowo, w najbliższych latach czekają nas wzmożone inwestycje w polskiej energetyce. Możliwe jest, że wzmożony program inwestycyjny wpłynie na wzrost marż generowanych przez spółki od roku 2011/2012. Wynikałoby to z deficytu wykonawców na rynku, dodatkowo spotęgowanego latami dekonunktury w segmencie. Już obecnie dostrzegalne są sygnały kontraktowania prac w energetyce z blisko półrocznym wyprzedzeniem, nasilanie tego zjawiska może naszym zdaniem zwiastować zmianę jakościową i wzrost marż. Na razie pozostajemy stosunkowo konserwatywni w naszym prognozach.

Segment materiałów budowlanych, dzierżawy sprzętu

Sytuacja w zakresie produkcji materiałów budowlanych/dzierżawy sprzętu

Największym problemem w segmencie jest nadpodaż mocy produkcyjnych / nadpodaż dostępnego na rynku sprzętu. Związane jest to nie tylko ze spadkiem liczby zamówień, ale i z dynamiczną rozbudową mocy produkcyjnych / bazy sprzętowej. Zdolności wytwórcze zaspokojone są jedynie w 50-60% tak w przypadku dzierżawy szalunków, jak i żurawi, produkcji zbroień budowlanych, konstrukcji stalowych, czy usług cynkowania. Tak jak w przypadku usług w segmencie specjalistycznym, kluczowa jest specjalizacja świadczonych usług. Ulmę wyróżnia na przykład 70%-owy udział szalunków bardziej specjalistycznych w ofercie sprzętowej. Polimex, czy Projprzem, wytwarzają stosunkowo bardziej specjalistyczne konstrukcje stalowe. W zakresie specjalistycznej oferty produktowej można liczyć na szybszą poprawę warunków działania.

Pozycja w cyklu budowlanym

W produkcji materiałów budowlanych / dzierżawie sprzętu budowlanego wyróżnilibyśmy dwie wyróżniające się pozycje produktu / usługi w cyklu budowlanym. Żurawie Wieżowe czy Ulma oferują sprzęt wykorzystywany na etapie budowy stanów surowych. Podobnie sytuacja wygląda np. w przypadku nieobecnych na giełdzie producentów cegieł. W zakresie stanów surowych konkurencja w tym roku jest największa, co skutkuje spadkiem wolumenów sprzedaży, słabymi marżami oraz niekorzystnymi wynikami finansowymi. Poprawy można oczekiwać za rok, wraz z rozpoczęciem nowych inwestycji kubaturowych, m.in. mieszkaniowych i komercyjnych. Kolejna grupa spółek, obecnych na GPW, charakteryzuje się ekspozycją na etap wykończeniowy prac. Mamy tu na myśli m.in. producentów okien z PCV, czy systemów oświetlenia. Bieżący rok nie przedstawia się jeszcze źle, gdyż kończono się rozpoczynane w roku 2007 i 2008 inwestycje, luka podażowa zaś powinna nastąpić w roku kolejnym.

Trudny rok dla spółek z ekspozycją na stany surowe

Spółki z ekspozycją na stany surowe w większości nie zaoferują w tym roku atrakcyjnych wyników finansowych. Poprawa powinna nastąpić już w roku kolejnym, zaś faktycznie atrakcyjne wyniki mogą pojawić się dopiero w roku 2011.

Sytuacja w zakresie produkcji konstrukcji stalowych i cynkowania

W związku z wyhamowaniem inwestycji w zakresie przemysłu ogólnego, znacząco wzrosła konkurencja w zakresie produkcji konstrukcji stalowych. Przykładowo, liczba firm starających się o dostawę konstrukcji stalowych zadaszenia stadionów wzrosła ostatnio do około 7, z około 3-4, które starałyby się o tego typu zlecenia jeszcze rok wcześniej. Krajowe ocynkownie

wykorzystują swe moce produkcyjne w około 50%, do tego, zasięgi działania ocynkowni pokrywają się, rynek zaś jest rozdrobniony.

Sytuacja na rynku rozdzielnic

Rozróżniamy dwa rynki: rozdzielnic tzw. primary distribution (domena Elektrobudowy) oraz rozdzielnic tzw. secondary distribution (domena ZPUE). Obie spółki w asortymentach, w których produkcji się specjalizują, posiadają znaczący udział w rynku (do 60%). Przewidujemy, że w zakresie produkcji rozdzielnic secondary distribution druga połowa bieżącego roku przyniesie spadek popytu. Związane jest to z charakterystyką rynku (rozdzielnice secondary distribution kierowane są do obiektów kubaturowych, w tym mieszkaniowych, czy komercyjnych. Poprawy spodziewamy się w 2011 roku, wraz z wejściem obiektów rozpoczętych w 2010 roku w fazę wykończeniową. Elektrobudowa na odmianę wyspecjalizowana jest w obsłudze rynku tzw. primary distribution (dystrybutorzy energii, przemysł ciężki). Pomimo udziału firm energetycznych, także w zakresie rozdzielnic primary distribution dostrzega się obecnie spadek popytu, poprawa zaś może nastąpić w roku 2011. Generalnie, w przypadku obu typów rozdzielnic nie można wykluczyć scenariusza umiarkowanie pozytywnego (spadek wolumenów, bez dużego pogorszenia się marż, ze względu na ograniczoną konkurencję).

Zagrożenie po stronie kosztowej

Nie można wykluczyć, że producenci materiałów budowlanych na pierwszym etapie poprawy koniunktury, tzn. jeszcze wtedy, gdy wykorzystanie mocy produkcyjnych nie będzie wysokie, mogą odczuć spadek marż, przy rosnących wolumenach, ze względu na wzrost kosztów materiałowych. Scenariusz nie jest naszym zdaniem wykluczony np. w zakresie produkcji konstrukcji i wyrobów stalowych, nie występuje zaś w przypadku usług dzierżawy sprzętu. Jeśli spadek marż wystąpi jednak, nie powinien być on raczej trwały. W krótkim terminie takie ryzyko dostrzegamy np. w zakresie produkcji konstrukcji stalowych, ze względu na „odbicie” cen stali.

Historyczne ceny stali, CRUSPI Global Index, 1997-2009



Źródło: CRUSPI, DI BRE Banku S.A.

Wybrane pozostałe spółki budowlane

Pol-Aqua

Wycena porównywalna do innych dużych spółek

Wycena Pol-Aqua jest naszym zdaniem porównywalna do wyceny pozostałych dużych spółek budowlanych. Po ostatnich zmianach kursów nie występuje już dyskonto w notowaniach Pol-Aqua, w stosunku do ceny akcji Mostostalu Warszawa. Portfel zamówień Pol-Aqua na rok 2010 na koniec czerwca wynosił około 650 mln PLN. Nie uwzględniając działalności spółek zależnych, zapewnienie portfela zamówień na rok kolejny jest zbliżone do 50%.

Prognozy wyników Pol-Aqua

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	706,5	1300,4	1427,0	1340,8	1442,2	1563,9
EBITDA	88,3	63,2	122,6	92,8	92,9	100,8
marża EBITDA	12,5%	4,9%	8,6%	6,9%	6,4%	6,4%
EBIT	60,0	63,2	86,6	56,5	56,4	64,0
Zysk netto	50,2	36,8	57,6	49,2	50,1	58,1
P/E	14,1	19,2	12,3	14,4	14,1	12,2
P/CE	9,0	19,2	7,6	8,3	8,2	7,4
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	8,2	12,3	6,5	7,8	7,4	6,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Mostostal Zabrze

Struktura grupy

Mostostal Zabrze można z powodzeniem nazwać holdingiem firm podwykonawczych, przy tym w zasadzie jedynym prawdziwym generalnym wykonawcą jest Mostostal Zabrze Holding. Mostostal Zabrze Holding specjalizuje się w kompleksowych realizacjach, w tym dla sektora energetycznego. PRLnż jest spółką drogową w grupie, o charakterze w dużej mierze podwykonawczym. GPBP prowadzi prace w segmencie przemysłowym. Pięć firm ZMP oraz ZPKSiUP zajmują się wytwarzaniem i montażem konstrukcji stalowych, ponadto do grupy należy ocynkownia (Mostostal Met) i spółka projektowa (Biprohut).

Prognoza wyników poszczególnych spółek na lata 2009, 2010

(mln PLN)	Przychody 2009	Rentowność brutto %	Przychody 2010	Rentowność brutto %
Mostostal Zabrze Holding	430	12,5%	350	11,0%
PRLnż	280	9,0%	280	8,5%
Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego	85	11,0%	75	8,0%
Zakład Produkcji Konstrukcji Stalowych i Urządzeń Przemysłowych	115	12,0%	95	10,0%
5 spółek ZMP	120	14,0%	110	10,0%
Ocynkownia Mostostal MET	20	8,5%	110	9,0%
P.I. Biprohut	20	10,5%	20	8,0%
SUMA	1070	11,5%	1040	9,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Podsumowanie prognozy wyników

Nie przewidujemy istotnej erozji rentowności w jednostce dominującej, ze względu na specjalizację w pracach m.in. dla sektora energetycznego. Jednocześnie, zauważamy, że wyniki Mostostal Zabrze Holding będą w tym roku rekordowe, gdyż większość kontraktów realizowanych przez spółkę w tym roku została podpisana w roku ubiegłym. Przyzwoitych wyników w tym i następnym roku spodziewamy się też w PRLnż. Widoczna erozja rentowności może naszym zdaniem wystąpić w pozostałych spółkach, co uzasadniamy zakończeniem korzystnych trendów na cenach stali. W pierwszej połowie roku wynikiom powinien pomagać spadek cen stali, jednak efekt ten nie będzie już widoczny w drugim półroczu. Poprawy wyników w zakresie produkcji konstrukcji stalowych spodziewamy się już w roku kolejnym. Generalnie, spodziewamy się, że Mostostal Zabrze wygeneruje w 2009 roku rentowność zbliżoną do 5% netto, po pogorszeniu wyników zaś wróci do niej dopiero w 2012 roku.

Jedna z najdroższych firm budowlanych na rynku

Uważamy, że Mostostal Zabrze jest jedną z najdroższych firm budowlanych na GPW. Pomijając prognozy zysku, zwracamy uwagę, że spółka notowana jest obecnie po wskaźniku P/S zbliżonym do 0,9, co zbliża ją do notowań Energomontażu Północ i PBG. Sądzymy, że obecna wycena jest nieuzasadniona, bez względu na perspektywy segmentu energetycznego. Uważamy, że Mostostal Zabrze będzie pozyskiwał znaczną ilość nowych kontraktów, w dużej mierze wynika to jednak z konieczności (na podstawie raportów bieżących można szacować, że portfel zamówień grupy na rok 2010 sięga 250 mln PLN, tzn. jest zapełniony w 30%, pomijając spółki naturalnie operujące na krótkim backlogu, takie jak 5 firm ZMP, ZPKSiUP, Ocykownia Mostostal Met, Biprohut).

Prognozy wyników Mostostalu Zabrze

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	682,6	833,8	1070,0	1040,0	1123,2	1235,5
EBITDA	53,8	76,7	62,7	41,9	56,4	70,7
marża EBITDA	7,9%	9,2%	5,9%	4,0%	5,0%	5,7%
EBIT	41,3	57,4	62,7	41,9	56,4	70,7
Zysk netto	43,0	48,7	51,0	33,3	46,3	59,3
P/E	20,6	18,2	17,3	26,6	19,1	14,9
P/CE	15,9	13,0	17,3	26,6	19,1	14,9
P/BV	4,8	4,3	3,4	3,0	2,6	2,2
EV/EBITDA	16,1	11,0	14,6	21,1	15,2	11,6
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Hydrobudowa Polska

Zmiany w segmencie ekologicznym a strategia Hydrobudowy

W segmencie ekologicznym zaszły istotne zmiany, które wpłynęły na zmianę modelu biznesowego spółki. Po pierwsze, wzrosła konkurencja w zakresie przetargów ekologicznych, co negatywnie wpływa na wysokość możliwych do generowania marż (do tej pory te były ponadprzeciętne na tle całego sektora budownictwa). Po drugie, trudniejsze stało się pozyskanie finansowania (kontrakty ekologiczne wymagają finansowania zewnętrznego, dodatnie przepływy pieniężne nie pojawiają się jeszcze w pierwszym roku realizacji prac). W efekcie, zauważamy konwergencję modelu biznesowego Hydrobudowy do modelu normalnej spółki budowlanej. Uważamy, że w długim terminie marże generowane przez Hydrobudowę powinny być wyższe niż innych wybranych generalnych wykonawców. Jednocześnie, w związku ze zmianami, jakie miały miejsce na rynku, stosunkowo ostrożnie podchodzimy do prognozy marż w latach 2011-2012.

Kontrakty stadionowe: szanse i ryzyka

Kontrakty stadionowe, jakimi Hydrobudowa Polska zapełniła portfel zamówień na rok bieżący i kolejny, należy postrzegać w kategorii szans i ryzyk. Kontrakty te charakteryzują się dużym stopniem ryzyka technicznych i terminowego wykonania. Nie można wykluczyć, że pewna grupa ryzyk się nie zmaterializuje – wtedy wyniki 2010 i 2011 okażą się lepsze niż oczekujemy, jak i że ryzyka te będą większe niż oczekiwania. Zaletą kontraktów stadionowych są natomiast mniejsze wymagania w zakresie finansowania prac ze środków własnych. W efekcie, można przewidywać, że dług netto w spółce będzie spadał. Jednocześnie, spadać będzie pozycja obciążająca kapitał własny z tytułu wyceny instrumentów pochodnych zabezpieczających kontrakty ekologiczne w walutach obcych. W efekcie, obecnie rekordowo wysoki wskaźnik P/BV będzie się poprawiał.

Zadłużenie, rentowność działalności i wycena

Hydrobudowa Polska jest wyceniona porównywalnie do pozostałych generalnych wykonawców. Wysoki wskaźnik EV/EBITDA jest bezpośrednią pochodną charakterystyki kontraktów ekologicznych i ulega obniżeniu, wraz ze spadkiem udziału segmentu ekologicznego w strukturze przychodów. Portfel zamówień na rok 2010 wynosi obecnie 1,46 mld PLN (tzn. jest zapełniony w około 83,5%). Ze względu na duży portfel zamówień i przejściowo wysokie zadłużenie, nie przewidujemy na razie istotnej liczby nowych pozyskanych kontraktów, jednak z punktu widzenia roku 2011 i 2012 Hydrobudowa wydaje się być godną uwagi inwestycją. Sądzymy, że podpisanie nowych kontraktów przez spółkę mogłoby zostać odebrane pozytywnie. Generalnie, sądzymy, że sensowne wydaje się przeważanie akcji Hydrobudowy nad akcjami PBG.

Prognozy wyników Hydrobudowy Polska

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	571,5	1225,5	1521,0	1750,0	1860,4	2012,6
EBITDA	39,8	76,2	135,4	121,3	105,2	118,1
marża EBITDA	7,0%	6,2%	8,9%	6,9%	5,7%	5,9%
EBIT	35,2	60,9	122,6	108,3	92,0	104,8
Zysk netto	40,2	64,5	86,6	75,9	65,6	76,7
P/E	15,3	11,7	10,8	12,3	14,2	12,2
P/CE	13,7	9,4	9,4	10,5	11,9	10,4
P/BV	4,4	3,2	2,9	2,4	2,0	1,7
EV/EBITDA	18,0	14,0	9,4	8,1	8,8	7,3
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Mniejsze spółki z ekspozycją na energetykę

Energomontaż Północ: nie jest aż tak drogo jak się wydaje

Generalnie jesteśmy optymistyczni, jeśli chodzi o perspektywy sektora budownictwa energetycznego, jednak Energomontaż Północ sprawia wrażenie najdroższej obok Mostostalu Zabrze firmy działającej w segmencie. Na korzyść Energomontażu działa jednak wysoka pozycja gotówkowa, która po uwzględnieniu w kalkulacji wskaźników powoduje, że wycena spółki staje się bardziej atrakcyjna. Mimo to, w segmencie dostrzegalne są tańsze firmy, o równie atrakcyjnych perspektywach. Ostrożnie podchodzimy do poziomu marż generowanych przez Energomontaż, zauważając, że przyczyną zaprezentowania wyjątkowo korzystnych wyników w 2008 roku była wyjątkowo dobra koniunktura w petrochemii, w 2009 roku zaś będzie nią niepełne zabezpieczenie przez spółkę ekspozycji walutowej i efekt oszczędności kosztowych na realizowanych kontraktach. Zgodnie z informacją opublikowaną w raporcie dołączonym do sprawozdania Q1 2009, wielkość pozycji walutowej niezabezpieczonej wynosi 23,6 mln PLN na rok 2009 i 7,1 mln PLN na rok 2010. Zakładamy, że marże EBIT generowane przez Energomontaż w kolejnych latach zbliżą się do poziomu 5-5,5%. Portfel zamówień spółki na rok kolejny wynosi około 140 mln PLN. Utrzymujemy neutralne podejście do akcji spółki na tle segmentu energetycznego i pozytywne na tle całej branży budowlanej.

Prognozy wyników Energomontażu Północ

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	312,9	321,8	385,4	417,4	457,4	501,3
EBITDA	7,9	29,9	38,7	33,7	36,2	38,8
marża EBITDA	2,5%	9,3%	10,0%	8,1%	7,9%	7,7%
EBIT	2,0	22,6	28,2	22,4	24,8	27,1
Zysk netto	3,3	24,5	26,5	22,6	25,8	28,9
P/E	98,7	13,8	12,7	14,9	13,0	11,7
P/CE	35,7	10,6	9,1	9,9	9,1	8,3
P/BV	2,4	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3
EV/EBITDA	39,8	8,5	6,7	7,3	6,2	5,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Energomontaż Południe: pod skrzydła PBG?

Energomontaż Południe nie należy do żadnej z dużych grup firm, wokół których powstaną najprawdopodobniej konsorcja startujące w przetargach na budowę nowych bloków energetycznych, ma jednak szansę trafić w przyszłości pod skrzydła PBG. W zamian za pakiet 25% akcji, PBG ma dostarczyć środków na finansowanie kontraktów / akwizycji. Przejęcie wpłynęłoby pozytywnie na sytuację biznesową spółki. Wskaźniki wyceny są porównywalne do wyceny Energomontażu Północ, po uwzględnieniu pozycji gotówkowej tej firmy. W 2010 roku spodziewamy się utrzymania wysokiego wyniku finansowego, na co wpływa jednak przewidywane rozpoznanie w wyniku projektu deweloperskiego. Rozpoznanie projektu wpływa m.in. na wzrost dostępnej gotówki netto, tzn. poprawia wskaźnik EV/EBITDA od 2010 roku. Portfel zamówień na rok 2010 na początku czerwca wynosił około 130 mln PLN. Utrzymujemy neutralne podejście do akcji spółki na tle segmentu energetycznego i pozytywne na tle całej branży budowlanej.

Prognozy wyników Energomontażu Południe

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	232,3	239,8	351,8	427,0	415,9	454,3
EBITDA	15,1	29,8	30,1	29,2	23,7	27,5
marża EBITDA	6,5%	12,4%	8,6%	6,8%	5,7%	6,1%
EBIT	10,9	25,3	24,0	22,8	17,2	21,0
Zysk netto	12,4	15,6	19,5	20,5	17,9	21,9
P/E	17,7	14,8	12,4	11,8	13,5	11,1
P/CE	13,2	11,4	9,4	9,0	9,9	8,5
P/BV	2,4	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	13,4	8,9	7,6	5,6	6,1	4,5
DYield	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Remak: specjalista od montażu kotłów

Remak od lat specjalizuje się w montażu części ciśnieniowych kotłów i elementów pokrewnych. W latach ubiegłych specjalizacja ta nie pozwalała generować wysokich wyników, ze względu na ograniczone inwestycje na rynku europejskim. Jednocześnie, spółka nie dywersyfikowała swoich przychodów w innych segmentach. Sądzymy, że strategia ta, która w przeszłości negatywnie oddziaływała na wyniki Remaku, może w przyszłości wpływać na nie pozytywnie. Obecnie Remak pracuje głównie na kontraktach zagranicznych. Uważamy, że firma w najbliższych latach, wraz z rozpoczęciem nowych inwestycji w Polsce, będzie zmniejszać swoją ekspozycję eksportową. Kurs walut obcych wpływa w zasadzie jedynie na wysokość przychodów, wpływ na marżę jest ograniczony, gdyż gros kosztów ponoszonych jest w walucie kontraktu. Remak naszym zdaniem, pomimo wzrostu kursu, pozostaje jedną z najtańszych firm w segmencie. Zalecamy przeważanie akcji spółki. Zwracamy jednocześnie uwagę, że część bardzo wysokiego wyniku roku bieżącego zawdzięczana jest dodatnim różnicom kursowym (3,2 mln PLN w Q2 2009).

Prognozy wyników Remaku

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	225,0	171,1	243,7	255,9	276,4	298,5
EBITDA	1,9	4,4	13,9	14,5	16,1	17,2
marża EBITDA	0,9%	2,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%
EBIT	-0,2	2,3	11,5	12,1	13,6	14,7
Zysk netto	-2,8	4,7	12,7	11,5	12,9	14,0
P/E	-39,6	23,8	8,8	9,8	8,7	8,0
P/CE	-160,6	16,4	7,4	8,1	7,3	6,8
P/BV	3,9	3,3	2,4	2,2	1,9	1,7
EV/EBITDA	56,6	24,8	7,9	7,6	6,8	6,4
DYield	5,1%	5,7%	6,2%	6,7%	7,1%	7,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Energoinstal: podwójna marża na produkcji i montażu kotłów

Specyfika działalności Energoinstalu jest trochę inna niż pozostałych firm z segmentu. Fakt, produkuje ona i montuje kotły, stosowane są one jednak głównie w spalarniach śmieci i lokalnych elektrociepłowniach, w związku z tym klientem spółki nie są typowe firmy energetyczne, lecz przedsiębiorstwa komunalne. Głównym rynkiem działalności spółki jest rynek niemiecki. Warto zwrócić uwagę, że Energoinstal na części działalności generuje podwójną marżę (Q1 2009: około 43% przychodów, segment dostaw): producenta kotłów oraz montażysty. Spółka prowadzi inwestycję w halę, w której przy zastosowaniu techniki laserowej spalania mają powstawać rury ożebrowane oraz ściany membranowe kotłów. Główną zaletą technologii jest niższa cena i możliwość szybszego wykonania. O ile technologia wytwarzania rur jest akceptowana w UE, o tyle technologia produkcji ścian membranowych nie (jednym z argumentów jest np. płytkość spawu). Spółka liczy na utrzymanie patentu na wytwarzanie ścian membranowych metodą spawania laserowego, konkurencja jednak jest w tym zakresie sceptyczna. Elementy spawane laserowo będą wykorzystywane głównie w ramach działalności spółki (tzn. produkty nie powiększą przychodów, lecz marżę spółki).

Wyniki Q2 2009 powinny być bardzo dobre, wyniki kolejnych kwartałów będą już słabsze, ze względu na mniejszy portfel zamówień, umocnienie PLN, a także prowadzenie własnymi siłami inwestycji w rozbudowę mocy produkcyjnych (laserowe techniki spawania). Rewelacyjne wyniki Q1 2009, gdy spółka pracowała na 3 zmiany, w najbliższych kwartałach raczej się nie powtórzą. Portfel zamówień na rok 2010 w czerwcu wynosił około 50 mln PLN. Nasza opinia nt. inwestycji w akcje spółki jest stosunkowo pozytywna.

Prognozy wyników Energoinstal

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	168,0	159,6	227,0	233,5	251,6	271,6
EBITDA	26,4	25,0	29,0	21,6	23,9	25,9
marża EBITDA	15,7%	15,7%	12,8%	9,3%	9,5%	9,5%
EBIT	21,9	18,2	21,6	13,9	15,9	17,6
Zysk netto	15,8	6,5	16,8	12,7	14,7	16,5
P/E	10,0	28,3	10,9	14,4	12,5	11,1
P/CE	7,8	13,8	7,6	9,0	8,1	7,4
P/BV	1,4	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,9	6,2	5,3	6,7	5,6	4,7
DYield	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Spółki pracujące dla sektora petrochemicznego

Mostostal Płock: nie będzie już tak wysokich marż

Uważamy, że Mostostal Płock nie będzie w najbliższych latach notował już tak wysokich marż jak w latach ubiegłych, co związane jest z finalizowaniem programu inwestycyjnego PKN Orlen oraz wzrostem konkurencji, m.in. w zakresie budowy zbiorników. Podpisanie dużego kontraktu 83,3 mln PLN zapełnia naturalnie częściowo portfel zamówień na rok kolejny, nie stanowi jednak uzasadnienia, aby za spółkę płacić tak wiele. Ze względu na wysoką wycenę Mostostalu Płock, nasze nastawienie do inwestycji w akcje spółki jest negatywne.

Prognozy wyników Mostostalu Płock

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	124,1	184,3	189,8	180,2	188,0	204,5
EBITDA	16,9	25,5	17,3	11,3	11,7	12,4
marża EBITDA	13,7%	13,8%	9,1%	6,2%	6,2%	6,1%
EBIT	15,8	22,7	14,3	8,2	8,6	9,3
Zysk netto	13,8	19,5	12,8	8,3	8,9	9,9
P/E	9,9	7,0	10,7	16,6	15,4	13,9
P/CE	9,1	6,1	8,7	12,1	11,4	10,5
P/BV	2,5	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	7,0	4,7	6,3	8,7	7,8	6,7
DYield	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Naftobudowa: podobnie jak w Mostostalu Płock

Naftobudowa w tym roku naszym zdaniem zaprezentuje w tym roku naszym zdaniem bardzo dobry wynik, co wynika z oszczędności kosztowych oraz wzrostu kursu EUR/PLN. Wynik Q2 2009 powinien być bardzo dobry, w kolejnych kwartałach będzie już gorzej. Generalnie, pozostajemy ostrożni w zakresie formułowania prognoz na rok przyszły, nie oczekujemy też w latach kolejnych tak wysokich marż jak w latach ubiegłych (latach cyklu inwestycyjnego w polskiej i zagranicznej petrochemii). Na razie trudno jednoznacznie wyrokować na temat marż, gdyż portfel zamówień na rok 2010 zbliżony jest do jedynie 10 mln PLN (spółka rozpoczyna kontraktację na rok przyszły w Q4). Cena akcji Naftobudowy jest naszym zdaniem relatywnie wysoka, biorąc pod uwagę ryzyko związane z portfelem zleceń na rok kolejny. Nasze nastawienie do inwestycji w akcje spółki jest negatywne.

Prognozy wyników Naftobudowy

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	206,5	208,7	210,3	189,0	201,2	217,4
EBITDA	22,6	16,5	24,6	12,8	13,3	14,1
marża EBITDA	10,9%	7,9%	11,7%	6,8%	6,6%	6,5%
EBIT	19,5	12,2	19,8	8,0	8,5	9,2
Zysk netto	12,4	13,6	10,9	7,8	8,6	9,5
P/E	10,8	9,9	12,4	17,2	15,6	14,1
P/CE	8,6	7,5	8,6	10,7	10,0	9,4
P/BV	2,3	2,2	1,6	1,5	1,4	1,2
EV/EBITDA	5,5	7,3	4,2	7,3	6,5	5,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

Budownictwo przemysłowe: duża poprawa w przyszłości?

Problemy z wynikami finansowymi

W grupie spółek zajmujących się budownictwem przemysłowym może w tym roku występować problem z wynikami. Związane jest to z krótkim portfelem zleceń firm działających w segmencie oraz jego charakterystyką (segment wczesno cykliczny). Taka sytuacja będzie miała naszym zdaniem miejsce w przypadku spółek takich jak Projprzem, Prochem, Bipromet. Równocześnie, w wynikach tych firm najwcześniej powinna być dostrzegalna poprawa koniunktury. Z grupy firm działających w segmencie preferujemy Projprzem.

Projprzem: wiele zależy od popytu na doki przeładunkowe

Zauważalne jest duże wstrzymanie popytu na produkcję doków przeładunkowych, w których specjalizuje się Projprzem. Spółka była w stanie pozyskać jedynie 1/3 planowanych zamówień, bez względu nawet na korzystny kurs EUR/PLN. Można oczekiwać niskich przychodów w segmencie, rzędu nawet 15 mln PLN. Konkurencja jest w podobnej sytuacji, jeden z producentów doków nawet upadł. Pewnym pocieszeniem jest jednak naszym zdaniem charakterystyka produktu – a mianowicie jego 10-letni cykl życia. Można spodziewać się, że po pewnym czasie, popyt na doki na rynku niemieckim, na który spółka kieruje swe produkty, odżyje (około 60% popytu na doki przeładunkowe to popyt odtworzeniowy, reszta to nowe inwestycje). Portfel w segmencie budownictwa zbliżony jest do 30 mln PLN, zarząd w skali roku liczy na 45-60 mln PLN przychodów, co wydaje się nam optymistyczne. W pełni zapełniony zaś wysoko marżowymi zleceniami jest portfel w zakresie produkcji konstrukcji stalowych (zamówienia z sektora energetycznego na rynek niemiecki). Przychody z działalności deweloperskiej mogą zbliżyć się do 10 mln PLN. Generalnie, w skali roku spodziewamy się przychodów zbliżonych do 140-150 mln PLN, przy niskim zysku netto, rzędu 2,5-3 mln PLN. Poprawa wyników może nastąpić w roku kolejnym. Mimo to, sądzymy, że w ciągu roku – dwóch lat odblokuje się rynek doków przeładunkowych, wrócą też kontrakty z zakresu budownictwa przemysłowego. Uważamy, że spółka jest wyceniona nisko (85 mln PLN kapitalizacji, z tego 20 mln PLN to gotówka netto), zaś wartość bilansowa majątku spółki to 115 mln PLN. W przypadku poprawy wyników w 2011 roku spółka powinna być w stanie wygenerować korzystną stopę zwrotu (przy przychodach rzędu 190 mln PLN i rentowności 4,5% netto, P/E 2011 = 8,4).

Prochem: najpierw będzie znacznie gorzej...

Sądzymy, że Q3 i Q4 2009 przyniosą znaczny spadek przychodów, co związane jest z wyczerpaniem się portfela zamówień w zakresie generalnego wykonawstwa. W Q2 2009 naszym zdaniem wynik będzie lepszy niż w Q2 2008, podczas gdy w kolejnych kwartałach może oscylować wokół zera. W 2010 roku możliwa jest poprawa w zakresie generalnego wykonawstwa, gorzej może być zaś w zakresie działalności spółki zależnej, Energomontażu Kraków. Wzrost konkurencji nie oszczędził usług projektowania, i tak przewidujemy spadek realizowanych marż. Generalnie, trudno na razie naszym zdaniem wyrokować, jakie będą wyniki w roku kolejnym, dlatego nie publikujemy prognozy. W tym roku spodziewamy się około 182 mln PLN przychodów, 1,8 mln PLN EBIT i 2,4 mln PLN zysku netto. Pogorszenie wyników to nie tylko spadek marż, ale konieczność ponoszenia kosztów stałych przy dużo niższym wolumenie sprzedaży. Nie można naturalnie wykluczyć, że spółka zaskoczy nas pozytywnie i podpisze jeszcze w tym roku kontrakty, które wejdą do realizacji w drugiej połowie roku. Na razie powstrzymujemy się z dokonaniem oceny atrakcyjności spółki (nastawienie neutralne).

ABM Solid: bardzo niska wycena, problemy trzymają kurs nisko

ABM Solid nie do końca pasuje do grupy spółek przemysłowych, gdyż ze względu na posiadany portfel zamówień w segmencie ekologicznym, spadek przychodów r/r nie powinien być duży, wynikać zaś będzie z małego portfela zleceń spółki zależnej Resbud. Przewidujemy, że w tym roku spółka będzie w stanie wygenerować około 385 mln PLN przychodów, przy rentowności netto na poziomie 11,6 mln PLN (P/E 2009 = 5,7). Ze względu na sezonowość w segmencie ekologii, wyniki powinny poprawiać się q/q. Jednocześnie, wyniki Resbudu za wszystkie kwartały roku będą prawdopodobnie ujemne, co związane jest z brakiem istotnego portfela zleceń i koniecznością ponoszenia kosztów stałych. Zapełnienie portfela w ABM Solid na rok kolejny sięga około 30%, a więc jest niższe niż porównywalnych podmiotów, sądzymy jednak, że to dodatkowo będzie motywowało zarząd do pozyskiwania nowych kontraktów. Sądzymy, że nowe zlecenia mogą wpłynąć na zmianę obrazu spółki i wzrost kursu akcji. Jednocześnie, zwracamy uwagę, że wraz z wzrostem kursu EUR/PLN, małe znaczenie tej części pozycji z tytułu instrumentów pochodnych, która przewyższa przewidywane przepływy walutowe w EUR. Przy kursie 4,1 EUR/PLN pozycję z tego tytułu szacujemy na 8 mln PLN (spółka nie wykazała w raportach Q4 2008 i Q1 2009 ujemnej wyceny instrumentów pochodnych, kompensując ją wyceną „instrumentu wbudowanego” związanego z

przewidywaną realizacją wstrzymanego kontraktu na Ukrainie). Utrzymujemy pozytywne nastawienie.

Segment materiałów budowlanych: czekamy na wyniki 2011 roku

Żurawie Wieżowe: sytuacja na rynku będzie się stopniowo poprawiać

Żurawie Wieżowe, podobnie jak Ulma, są przedstawicielem branży, której wyniki wprost proporcjonalnie zależą od kondycji budownictwa stanów surowych. Wyniki Q2 i Q3 powinny oscylować wokół zera, podobnie wynik całego roku, mimo to, w kolejnych latach można oczekiwać poprawy. Podobnie jak w Ulmie, na początku należy spodziewać się poprawy w zakresie rotacji majątku, dopiero następnie zaś wzrostu cen dzierżawy sprzętu. Na zapełnianie mocy produkcyjnych i wzrost cen być może trzeba będzie jeszcze poczekać, gdyż w okresie boomu wszyscy rozbudowali swój park maszynowy, korzystając do tego obficie z finansowania dłużnego. Na tle konkurencji zadłużenie Żurawi jest niskie. Nie można oczywiście wykluczyć, że Żurawie wykorzystają dekoninkturę do dokonania korzystnych przejęć z dyskontem do wartości majątku, jednak tego typu transakcją raczej nie jest fuzja z Gastel. Nie ma na razie podstaw, aby oczekiwać tutaj dyskonta, jest to raczej działanie strategiczne, mające na celu budowę firmy o udziale w rynku rzędu 15-20%. Na razie brak nam bliższych informacji na temat sytuacji Gastel. Zarząd Żurawi wycofał się z przejęcia Grohmann m.in. ze względu na zadłużenie spółki. Generalnie wydaje nam się, że struktura rynku, na którym działa Ulma jest bardziej korzystna. Pomimo szansy upadłości części konkurentów Żurawi, sądzimy, że oferta Ulmy jest bardziej specjalistyczna, konkurencja zaś mniejsza. Mimo to, nie wątpimy w poprawę wyników Żurawi, nie wykluczamy jednak, że trzeba na nią będzie czekać dłużej niż w przypadku Ulmy. Utrzymujemy nastawienie neutralne.

Wybrane typy działalności a ocena szans poprawy wyników

Nazwa spółki	Typ działalności	Specjalizacja usług	Udział w krajowym rynku	Pogorszenie wyników	Poprawa wyników
Stany surowe					
Ulma	dzierżawa szalunków	wysoka	10-15% / 40-50% *	2009, duże	2010/2011
Żurawie Wieżowe	dzierżawa żurawi	niska/średnia	około 10%	2009, duże	2010/2011/+
Konsorcjum Stali	produkcja zbrojeń	niska	niewielki	2009, duże	2011/2011+
Polimex Mostostal	usługi cynkownicze	średnia	niewielki	2009, duże	2011/2011+
FAM	usługi cynkownicze	średnia	niewielki	2009, duże	2011/2011+
Wiele spółek **	konstrukcje stalowe	średnia	niewielki	2009, średnie	2010/2011/+
Prace wykończeniowe					
Projprzem	doki przeładunkowe	średnia/wysoka	-	2009, duże	2010/2011
Elektrobudowa	rozdzielnice	średnia/wysoka	duży (do 60%)	2010, małe	2011/2011+
ZPUE	rozdzielnice	średnia/wysoka	duży (do 60%)	2010, małe	2011/2011+

Źródło: DI BRE Banku S.A.

* 10-15% w zakresie prostych szalunków, 40-50% w zakresie bardziej skomplikowanego sprzętu, stanowiącego nawet 70% oferty Ulmy

** m.in. Polimex Mostostal, Mostostal Zabrze (spółki zależne), Projprzem, Energomontaż Południe, Mostostal Warszawa (spółki zależne), Pol-Aqua, ...

Który rynek podniesie się najszybciej

W zakresie wielu asortymentów sytuacja przejściowo prezentuje się nieatrakcyjnie. Wydaje nam się, że istotne może być sformułowanie prognozy, które spółki najszybciej z powrotem wypełnią swoje moce produkcyjne i będą w stanie najszybciej poprawić wyniki. Powyżej przedstawiliśmy nasze oczekiwania dotyczące wybranych produktów, które można określić jako materiały/produkty o charakterze budowlanym. Najwcześniejszej poprawy wyników spodziewamy się w Ulmie, a następnie w Projprzemie i Żurawach Wieżowych. W przypadku Ulmy i Projprzemu ważnym czynnikiem decydującym o poprawie może być ograniczona liczba firm oferujących podobne produkty/usługi.

Segment instalacji elektroenergetycznych

Elektrotim: 65 mln PLN gotówki netto

Elektrotim pozornie wydaje się relatywnie drogą spółką – dopóki nie uwzględnimy dużych stanów gotówki netto (65 mln PLN, przy 112 mln PLN kapitalizacji). Uważamy, że kolejny rok może być dla spółki trudny, ze względu na pozycję w cyklu budowlanym (ekspozycja na prace wykończeniowe). Przewidujemy spadek przychodów i marż generowanych przez firmę. Jednocześnie, od 2011 roku należy się naszym zdaniem spodziewać poprawy sytuacji na

rynku (do realizacji wejdą obiekty, których budowa rozpocznie się w 2010 roku). Nadwyżki gotówki netto, pochodzące głównie z emisji akcji, Elektrotim może przeznaczyć w przyszłości na dokonanie atrakcyjnych transakcji przejęć. Korygując wynik netto o przychody odsetkowe, a kapitalizację o wysokość długu netto, otrzymujemy P/E 2009 = 9,7, P/E 2010 = 24,0, P/E 2011 = 11,1, P/E 2012 = 10,1. Uważamy, że spółka jest atrakcyjna, pomimo ryzyka pogorszenia wyników w roku kolejnym.

Prognozy wyników Elektrotimu

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	99,9	120,8	117,2	93,8	107,8	117,5
EBITDA	12,7	11,5	9,2	5,6	8,7	9,3
marża EBITDA	12,7%	9,5%	7,8%	5,9%	8,1%	7,9%
EBIT	10,8	8,9	6,6	2,9	6,0	6,5
Zysk netto	10,1	9,2	7,6	4,9	7,6	8,3
P/E	10,6	11,5	14,1	21,9	14,0	12,8
P/CE	8,9	9,1	10,5	14,1	10,3	9,6
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	5,5	4,3	4,7	6,2	3,4	2,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółka

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	69,5 PLN
Cena docelowa	74,0 PLN
Kapitalizacja	1,77 mld PLN
Free float	0,46 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,34 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Ferrovial Agroman	59,06%
BZ WBK AIB Asset Management	9,98%
PTE PZU	5,21%

Pozostali	25,75%
-----------	--------

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

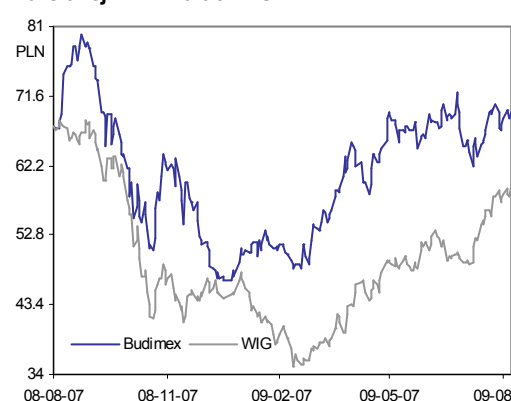
Profil spółki

Budimex świadczy usługi budowlane, specjalizując się w budownictwie drogowym i kubaturowym (budynki mieszkalne, biurowe, usługowe, użyteczności publicznej). Jest generalnym wykonawcą dużych inwestycji infrastrukturalnych, użyteczności publicznej i innych.

Ważne daty

31.08.09 - publikacja raportu skonsolidowanego za H1
27.10.09 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q3

Kurs akcji BDX na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Budimex

BMEX.WA; BDX.PW

Akumuluj

(Podwyższona)

Czym jeszcze może zaskoczyć Budimex

Budimex jest spółką z największą ekspozycją na segment drogowy z firm notowanych na GPW. Ze względu na realizację znacznej liczby długich kontraktów budowlanych, firma w tym roku zaprezentuje rekordowe wyniki finansowe. Kontrakty te będą stopniowo kończone, mimo to w 2010 roku jeszcze około 900 mln PLN przychodów zostanie zrealizowane z wysoko marżowych kontraktów pozyskanych przed 2009 rokiem. Minister infrastruktury deklaruje, że jeszcze w tym roku powinny zostać ogłoszone wszystkie przetargi na budowę autostrad. Zgodnie z naszymi analizami będzie to zdecydowana większość. Większych rozstrzygnięć przetargów spodziewamy się w drugiej połowie bieżącego roku i w drugiej połowie roku 2010. Spodziewamy się, że w drugim półroczu 2009 roku na rynku pojawią się zlecenia o łącznej wartości 8,9 mld PLN, z czego przy założeniu konkurencji w wysokości średnio 10 firm, Budimex mógłby pozyskać kontrakty o wartości około 890 mln PLN. Zwracamy uwagę, że duża pozycja gotówkowa Budimexu wynika w zasadzie wyłącznie z systemu zaliczkowego w segmencie infrastrukturalnym, w kolejnych latach zaś będzie maleć (na zanik systemu zaliczkowego wpływają ograniczenia finansowe GDDKiA). Po skorygowaniu bilansu spółki o efekt zaliczek i rozliczeń z kontrahentami, otrzymujemy wręcz dług netto (który jednak wynika z działalności deweloperskiej Budimex Nieruchomości). Portfel zamówień na rok 2010 jest zapełniony w około 70% (wyłączając działalność deweloperską, produkcyjną, pozostałą). Portfel w zakresie działalności drogowej wynosi 1,4 mld PLN (71,5% wypełnienia prognozy), w zakresie działalności kubaturowej zaś 0,8 mld PLN (66% wypełnienia). Zalecamy akumulowanie akcji Budimexu.

Gotówka netto w Budimexie

Budimex na chwilę bieżącą posiada gotówkę netto. Gotówka ta wynika jednak z rozliczeń z kontrahentami. Zakładamy, że system zaliczkowy przestanie funkcjonować w segmencie drogowym, w związku z tym przewidujemy, że stany gotówki netto w spółce będą przez najbliższe dwa lata malały. Mimo tych przewidywań, cena akcji Budimexu pozostawia potencjał wzrostowy.

Rewizja prognoz na lata przyszłe

Dokonałszy rewizji prognoz na lata przyszłe, podwyższając marże i obniżając przychody, co wynika przede wszystkim z redukcji prognozowanych przychodów z potencjalnego kontraktu PPP w 2010 roku (obniżamy je z 800 mln PLN do 500 mln PLN). Jednocześnie, podnosimy prognozowane marże w latach przyszłych (przyjęte przez nas założenia były zbyt konserwatywne).

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	3075,9	3350,0	3451,0	4154,7	4527,2
EBITDA	51,7	134,2	219,8	168,8	147,6
marża EBITDA	1,7%	4,0%	6,4%	4,1%	3,3%
EBIT	28,0	112,2	196,9	160,3	138,8
Zysk netto	15,1	104,7	157,8	134,6	131,1
P/E	117,8	16,9	11,2	13,2	13,5
P/CE	45,9	14,0	9,8	12,4	12,7
P/BV	3,3	2,8	2,7	2,3	1,9
EV/EBITDA	29,7	10,7	8,2	9,2	8,2
DYield	0,0%	0,0%	8,4%	0,0%	0,0%



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	3 451,0	4 154,7	4 527,2	4 811,4	5 101,9	5 261,8	5 412,3	5 603,9	5 792,4	5 976,7	
zmiana	3,0%	20,4%	9,0%	6,3%	6,0%	3,1%	2,9%	3,5%	3,4%	3,2%	
EBITDA	219,8	168,8	147,6	154,8	164,6	166,6	171,3	177,3	183,2	183,2	
marża EBITDA	6,4%	4,1%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	
Amortyzacja	22,8	8,5	8,9	9,2	9,5	9,8	10,1	10,3	10,4	10,6	
EBIT	196,9	160,3	138,8	145,6	155,0	156,8	161,2	167,0	172,7	172,7	
marża EBIT	5,7%	3,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	
Opodatkowanie EBIT	39,4	32,1	27,8	29,1	31,0	31,4	32,2	33,4	34,5	34,5	
NOPLAT	157,5	128,2	111,0	116,5	124,0	125,4	129,0	133,6	138,2	138,1	
CAPEX	-29,7	-16,8	-17,9	-17,4	-17,2	-16,7	-16,0	-14,7	-10,4	-10,6	
Kapitał obrotowy	-375,3	-23,2	225,1	10,1	1,7	2,6	0,5	-1,7	-1,2	1,5	
działalność deweloperska	-208,9	165,7	210,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
działalność budowl. i inna	-166,4	-188,9	15,0	10,1	1,7	2,6	0,5	-1,7	-1,2	1,5	
FCF	-224,7	96,7	327,0	118,4	118,1	121,1	123,5	127,4	137,0	139,6	143,8
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	92,4%	83,2%	74,9%	67,4%	60,7%	54,6%	49,1%	44,2%	39,8%	36,0%	
PV FCF	-207,7	80,5	244,8	79,8	71,6	66,1	60,7	56,4	54,5	50,2	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy 3,0%

Wartość rezydualna (TV) 1891,81

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) 681,0

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy 557,0

Wartość firmy (EV) 1 238,0

Dług netto -340,6

Wartość likwidacyjna gruntów 166,2

Udziałowcy mniejszościowi 0,1

Wartość firmy 1 744,7

Liczba akcji (mln) 25,5

Wartość firmy na akcję (PLN) 68,3

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego 8,2%

Cena docelowa 74,0

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	78,6	81,6	85,0	89,1	94,2
WACC -0,5pp	74,0	76,1	78,6	81,6	85,0
WACC	70,3	72,0	74,0	76,1	78,6
WACC +0,5pp	67,5	68,8	70,3	72,0	74,0
WACC +1,0pp	65,2	66,3	67,5	68,8	70,3

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej 8,8

P/E('09) dla ceny docelowej 12,0

Udział TV w EV 55%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P *
Przychody ze sprzedaży	3 043,2	3 075,9	3 350,0	3 451,0	4 154,7	4 527,2	4 811,4
<i>zmiana</i>	12,6%	1,1%	8,9%	3,0%	20,4%	9,0%	6,3%
Koszt własny sprzedaży	2 918,4	2 927,7	2 962,2	3 009,9	3 811,4	4 195,0	4 460,2
Zysk brutto na sprzedaży	124,7	148,3	387,8	441,1	343,3	332,2	351,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	4,1%	4,8%	11,6%	12,8%	8,3%	7,3%	7,3%
Koszty sprzedaży	-28,0	-26,2	-24,8	-22,8	-24,9	-27,2	-28,9
Koszty ogólnego zarządu	-108,0	-114,6	-133,1	-132,9	-145,6	-158,6	-168,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,9	-21,1	-28,8	-54,9	-12,5	-7,6	-8,1
Zysk z instrumentów pochodnych (strata)	23,1	41,7	-88,9	-33,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	9,9	28,0	112,2	196,9	160,3	138,8	145,6
<i>zmiana</i>	405,6%	182,2%	300,1%	75,5%	-18,6%	-13,4%	4,9%
<i>marża EBIT</i>	0,3%	0,9%	3,3%	5,7%	3,9%	3,1%	3,0%
Wynik na działalności finansowej	0,4	-16,1	24,3	3,7	3,2	20,2	23,7
Pozostałe	1,8	1,6	2,9	2,2	2,7	2,9	3,1
Zysk brutto	12,2	13,6	139,5	202,8	166,1	161,9	172,4
Podatek dochodowy	8,2	-0,5	34,6	45,1	31,6	30,8	32,8
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3,9	15,1	104,7	157,8	134,6	131,1	139,6
<i>zmiana</i>	91,8%	286,9%	595,1%	50,6%	-14,7%	-2,6%	6,5%
<i>marża</i>	0,13%	0,49%	3,13%	4,57%	3,24%	2,90%	2,90%
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,8	8,5	8,9	9,2
EBITDA	31,1	51,7	134,2	219,8	168,8	147,6	154,8
<i>zmiana</i>	34,5%	66,0%	159,8%	63,8%	-23,2%	-12,5%	4,9%
<i>marża EBITDA</i>	1,0%	1,7%	4,0%	6,4%	4,1%	3,3%	3,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
EPS	0,2	0,6	4,1	6,2	5,3	5,1	5,5
CEPS	1,0	1,5	5,0	7,1	5,6	5,5	5,8
ROAE	0,7%	2,8%	17,7%	24,3%	18,7%	15,4%	14,6%
ROAA	0,2%	0,6%	4,1%	5,5%	4,2%	3,6%	3,6%

* prognoza nie uwzględnia marż generowanych na potencjalnych nowych projektach deweloperskich, projekty te kalkulowane są na podstawie wyceny gruntów deweloperskich Budimexu. Mimo to, przychody lat 2012+ nie są korygowane o potencjalne przychody z działalności deweloperskiej, stąd więc wynika spadek marż od 2012 roku. Pomijając przychody z działalności deweloperskiej, marża EBIT w 2012 roku zgodnie z prognozą wyniesie 3,6%.



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	2 311,8	2 344,3	2 798,2	2 935,8	3 460,2	3 797,6	4 010,0
Majątek trwały	424,7	475,6	537,0	543,9	552,3	561,3	569,5
Majątek obrotowy	1 887,2	1 868,7	2 261,1	2 391,9	2 907,9	3 236,3	3 440,5
Zapasy	384,8	533,3	660,4	858,0	721,2	526,5	538,1
Należności	1 007,3	813,8	791,0	1 098,5	1 648,3	1 824,3	1 945,1
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,9	5,0	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	489,2	516,6	803,8	429,5	532,6	879,7	951,4
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	2 311,8	2 344,3	2 798,2	2 935,8	3 460,2	3 797,6	4 010,0
Kapitał własny	523,3	536,2	644,7	653,5	788,1	919,2	989,0
Kapitał mniejszości	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	214,6	312,9	396,0	395,1	395,1	395,1	395,1
Pożyczki i kredyty	95,9	171,0	218,7	218,7	218,7	218,7	218,7
Rezerwy i inne	32,9	48,5	80,8	80,0	80,0	80,0	80,0
Inne	85,8	93,4	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4
Zobowiązania krótkoterminowe	1 573,0	1 495,1	1 757,5	1 887,2	2 277,0	2 483,3	2 625,9
Pożyczki i kredyty	138,3	106,2	95,6	95,6	95,6	95,6	95,6
Zobowiązania wobec dostawców	919,6	781,7	937,4	1 016,8	1 255,7	1 382,0	1 469,4
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	459,9	543,9	641,1	691,3	842,3	922,2	977,4
Rozliczenia międzyokresowe	55,3	63,3	83,5	83,5	83,5	83,5	83,5
Dług	234,2	277,2	314,3	314,3	314,3	314,3	314,3
Dług netto	-255,0	-239,4	-340,6	33,8	-218,3	-565,4	-637,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-48,7%	-44,6%	-52,8%	5,2%	-27,7%	-61,5%	-64,4%
(Dług netto / EBITDA)	-8,2	-4,6	-2,5	0,2	-1,3	-3,8	-4,1
BVPS	20,5	21,0	25,3	25,6	30,9	36,0	38,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-78,0	-15,2	252,3	-194,7	119,9	365,1	159,0
Zysk netto	3,9	15,1	104,7	157,8	134,6	131,1	139,6
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,8	8,5	8,9	9,2
Kapitał obrotowy	-56,6	-41,1	-205,1	-375,3	-23,2	225,1	10,1
Pozostałe	-46,5	-12,8	330,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	16,7	19,1	-69,0	-29,7	-16,8	-17,9	-17,4
CAPEX	-16,1	-7,8	0,8	-29,7	-16,8	-17,9	-17,4
Inwestycje kapitałowe	33,5	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumenty pochodne	64,4	28,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-65,1	-3,8	-69,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	93,3	16,0	10,4	-149,0	0,0	0,0	-69,8
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	-149,0	0,0	0,0	-69,8
Pozostałe	93,3	16,0	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	32,0	20,0	193,7	-373,5	103,1	347,1	71,7
Środki pieniężne na koniec okresu	89,5	109,4	303,1	-70,3	32,7	379,9	451,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	5,8	0,0	0,0	2,7
FCF	4,6	-10,2	-122,1	-224,7	96,7	327,0	118,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	0,3%	0,0%	0,9%	0,4%	0,4%	0,4%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	455,7	117,8	16,9	11,2	13,2	13,5	12,7
P/CE	70,7	45,9	14,0	9,8	12,4	12,7	11,9
P/BV	3,4	3,3	2,8	2,7	2,3	1,9	1,8
P/S	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	0,3%	-0,7%	-8,5%	-12,4%	6,2%	27,1%	10,4%
EV/EBITDA *	48,9	29,7	10,7	8,2	9,2	8,2	7,3
EV/EBIT	153,0	54,7	12,8	9,2	9,7	8,7	7,8
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	8,4%	0,0%	0,0%	3,9%
Cena (PLN)	69,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
MC (mln PLN)	1774,3	1774,3	1774,3	1774,3	1774,3	1774,3	1774,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 520,3	1 535,0	1 433,8	1 808,1	1 556,0	1 208,9	1 137,2

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Sektor budownictwa

Polska

Cena bieżąca	170,00 PLN
Cena docelowa	170,80 PLN
Kapitalizacja	0,81 mld PLN
Free float	0,35 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,51 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING OFE	16,84%
AVIVA OFE BZ WBK	11,37%
AIG OFE	8,43%
OFE PZU Złota Jesień	7,93%
AXA OFE	6,32%
Pozostali	49,11%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

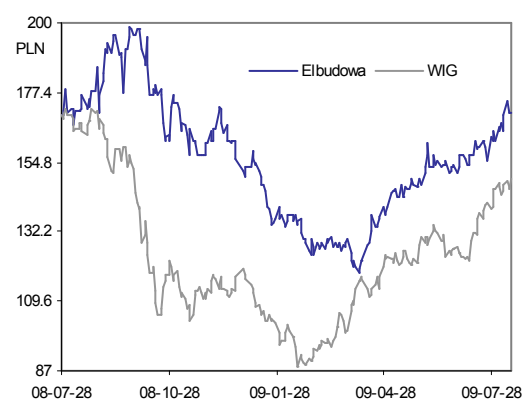
Profil spółki

Elektrobudowa SA działa w branży elektrycznej, specjalizuje się w produkcji i montażu urządzeń do rozdziału i przesyłu energii elektrycznej w elektrowniach, zakładach przemysłowych i obiektach infrastrukturalnych.

Ważne daty

31.08.09 - sprawozdanie finansowe za H1 2009
16.11.09 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Kurs akcji Elektrobudowy na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Elektrobudowa Trzymaj

LBUD.WA; ELB.PW

(Podtrzymana)

Rok 2010 mógłby zaskoczyć negatywnie?

Wyniki Elektrobudowy są na razie nieznacznie lepsze, niż oczekiwał zarząd w opublikowanym w marcu b.r. budżecie na rok 2009. Powodem tego są m.in. dodatnie różnice kursowe wygenerowane w Q1 2009 oraz oszczędności kosztowe na realizowanych zleceniach. Mimo to, sądzymy, że wycena spółki nie jest niska, zaś z uwagi na pozycję Elektrobudowy w cyklu budowlanym należy też rozpatrywać negatywne scenariusze. Zauważalny jest spadek popytu na rozdzielnice, tak na sprzęt secondary distribution, w którym specjalizuje się ZPUE, jak i w oferowane przez Elektrobudowę rozdzielnice primary distribution. Wpływ spadku popytu może pojawić się naszym zdaniem już w wynikach Q4 2009. Graczy na rynku rozdzielnic nie jest wielu, nie spodziewamy się więc, aby spadek wolumenów pociągnął za sobą znaczną redukcję marż, mimo to pewnego spadku marż należy naszym zdaniem oczekiwać (prognozujemy 2,5 pkt. % spadku marży EBIT w segmencie dystrybucji energii r/r). W związku z ryzykiem pogorszenia się rentowności spółki w krótkim terminie oraz relatywnie wysoką wyceną, utrzymujemy neutralne nastawienie. Poprawy wyników spodziewamy się wraz z odbudową rynku inwestycyjnego (ruszą nowe lub wstrzymane inwestycje przemysłowe) oraz wraz z rozpoczęciem inwestycji w polskiej energetyce. Jeśli nawet energetyka ruszy na przełomie 2010 i 2011 roku, nie należy się spodziewać bardzo dużego wpływu na wyniki już w 2011 roku.

Wycena na tle branży

Wycena Elektrobudowy jest wysoka na tle branży, co pośrednio spółka zawdzięcza posiadanej gotówce netto. Gotówka ta może w przyszłości posłużyć do sfinansowania transakcji fuzji i przejęć. Najbliższą spółką porównywalną do Elektrobudowy jest Elektrotim, wycena tej firmy jest istotnie niższa, w związku z tym sądzymy, że spółka ta może okazać się bardziej atrakcyjną inwestycją (P/E 2011 = 14, ale spółka ta posiada 65 mln PLN gotówki netto, przy kapitalizacji rzędu 110 mln PLN).

Szansa na pozytywne zaskoczenia?

Pomimo podnoszonych obaw, dostrzegamy też szanse na pozytywne zaskoczenia. Związane są one z możliwym podpisaniem dużych kontraktów na budowę instalacji w przypadku obiektów stadionowych i warszawskiego metra. Zlecenia takie zapełniłyby portfel zamówień spółki na rok kolejny, który na razie nie jest duży (75-100 mln PLN). Szansy na pozyskanie przynajmniej części tego typu zleceń dopatrujemy się w korzystnej pozycji rynkowej spółki (największa firma w segmencie), a także jej dużej specjalizacji.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	679,6	811,0	819,9	800,9	884,7
EBITDA	49,6	79,0	71,1	60,4	70,9
marża EBITDA	7,3%	9,7%	8,7%	7,5%	8,0%
EBIT	44,2	71,3	61,6	50,7	61,0
Zysk netto	34,7	60,3	52,5	47,4	59,7
P/E	20,7	13,4	15,4	17,0	13,5
P/CE	17,9	11,9	13,0	14,1	11,6
P/BV	6,4	3,2	2,8	2,5	2,3
EV/EBITDA	14,5	9,1	10,4	11,7	9,5
DYield	1,2%	1,5%	2,1%	1,9%	2,4%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	819,9	800,9	884,7	987,6	1 090,0	1 186,3	1 275,2	1 360,8	1 438,6	1 502,9	
zmiana	1,1%	-2,3%	10,5%	11,6%	10,4%	8,8%	7,5%	6,7%	5,7%	4,5%	
EBITDA	71,1	60,4	70,9	79,1	86,8	94,1	100,4	106,8	112,4	113,8	
marża EBITDA	8,7%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,6%	
Amortyzacja	9,5	9,7	9,9	10,1	10,4	10,6	10,8	11,1	11,3	11,5	
EBIT	61,6	50,7	61,0	68,9	76,4	83,4	89,6	95,7	101,0	102,4	
marża EBIT	7,5%	6,3%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,8%	
Opodatkowanie EBIT	11,7	9,6	11,6	13,1	14,5	15,9	17,0	18,2	19,2	19,4	
NOPLAT	49,9	41,1	49,4	55,8	61,9	67,6	72,6	77,5	81,8	82,9	
CAPEX	-19,0	-12,6	-11,9	-12,2	-12,4	-12,7	-13,0	-13,3	-13,6	-11,5	
Kapitał obrotowy	-40,5	0,1	-1,6	-11,6	-11,5	-10,8	-9,9	-8,2	-8,6	-6,5	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-0,1	38,3	45,7	42,2	48,4	54,7	60,5	67,2	70,9	76,4	78,7
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,7%	86,1%	77,5%	69,8%	62,8%	56,5%	50,9%	45,8%	41,2%	37,3%	
PV FCF	-0,1	33,0	35,5	29,4	30,4	30,9	30,8	30,8	29,3	28,5	

WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%	Analiza wrażliwości				
Wartość rezydualna (TV)	1035,3	Wzrost FCF w nieskończoności				
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	386,0		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	278,5	WACC -1,0pp	160,6	165,8	171,7	178,4
Zdyskontowana wartość FCF	664,4	WACC -0,5pp	160,2	165,4	171,2	177,9
Dług netto	-84,7	WACC	159,8	164,9	170,8	177,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC +0,5pp	159,4	164,5	170,3	176,9
Wartość firmy	749,1	WACC +1,0pp	159,0	164,1	169,9	176,4
Liczba akcji (mln)	4,7					
Wartość firmy na akcję (PLN)	157,8					
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%					
Cena docelowa	170,8					
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	11,4					
P/E('09) dla ceny docelowej	15,4					
Udział TV w EV	58%					

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	473,9	679,6	811,0	819,9	800,9	884,7	987,6
<i>zmiana</i>	<i>37,4%</i>	<i>43,4%</i>	<i>19,3%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,6%</i>
Koszt własny sprzedaży	437,1	621,4	725,7	741,9	730,4	802,0	894,4
Zysk brutto na sprzedaży	36,8	58,2	85,3	77,9	70,5	82,7	93,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,6%</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,4%</i>
Koszty sprzedaży	-2,8	-4,0	-5,1	-5,2	-5,1	-5,6	-6,2
Koszty ogólnego zarządu	-8,3	-8,2	-13,0	-14,0	-13,7	-15,1	-16,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-2,1	-1,8	4,1	2,8	-1,0	-1,1	-1,2
EBIT	23,5	44,2	71,3	61,6	50,7	61,0	68,9
<i>zmiana</i>	<i>81,7%</i>	<i>87,9%</i>	<i>61,1%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>-17,6%</i>	<i>20,1%</i>	<i>13,0%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,0%</i>
Wynik na działalności finansowej	-1,3	-1,2	-0,1	3,8	4,1	5,7	7,4
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	1,8	3,4	-0,5	3,7	7,0	9,8
Zysk brutto	22,3	44,8	74,5	64,8	58,6	73,7	86,1
Podatek dochodowy	5,0	9,2	14,2	12,3	11,1	14,0	16,4
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	1,8	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	15,4	34,7	60,3	52,5	47,4	59,7	69,8
<i>zmiana</i>	<i>66,1%</i>	<i>125,2%</i>	<i>73,7%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>-9,7%</i>	<i>25,8%</i>	<i>16,9%</i>
<i>marża</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,1%</i>
Amortyzacja	4,7	5,4	7,8	9,5	9,7	9,9	10,1
EBITDA	28,2	49,6	79,0	71,1	60,4	70,9	79,1
<i>zmiana</i>	<i>56,6%</i>	<i>75,8%</i>	<i>59,3%</i>	<i>-10,1%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>17,4%</i>	<i>11,5%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,3%</i>	<i>9,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,2	4,2	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
EPS	3,7	8,2	12,7	11,1	10,0	12,6	14,7
CEPS	4,8	9,5	14,3	13,1	12,0	14,7	16,8
ROAE	19,3%	34,8%	33,4%	19,7%	15,8%	17,7%	18,4%
ROAA	6,8%	11,3%	15,3%	11,2%	9,4%	10,9%	11,5%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	273,8	338,9	448,6	487,3	517,2	574,6	643,8
Majątek trwały	49,8	59,9	116,7	126,4	129,0	132,1	135,5
WNiP	3,1	3,7	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	33,7	37,7	49,2	58,7	61,6	63,6	65,6
Inwestycje długoterminowe	1,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Pozostałe	12,0	16,3	37,8	37,9	37,7	38,8	40,2
Majątek obrotowy	224,0	279,0	331,8	360,9	388,2	442,5	508,3
Zapasy	23,2	14,8	6,6	24,4	28,3	31,0	34,5
Należności	147,1	201,8	191,3	199,7	195,1	206,0	230,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	2,3	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	22,3	21,6	84,7	69,9	98,9	135,3	168,4
Inne	31,3	38,4	46,7	64,4	63,4	67,6	72,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	273,8	338,9	448,6	487,3	517,2	574,6	643,8
Kapitał własny	87,8	111,7	249,6	284,8	316,6	356,6	403,3
Kapitał mniejszości	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	5,0	6,3	9,6	9,7	9,6	9,9	10,2
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	5,0	6,3	9,6	9,7	9,6	9,9	10,2
Zobowiązania krótkoterminowe	181,1	220,9	189,3	192,8	191,0	208,1	230,3
Pożyczki i kredyty	22,1	22,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	130,5	160,3	139,2	142,3	141,3	154,9	172,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	20,0	28,6	34,1	34,5	33,7	37,2	41,5
Inne	8,5	9,5	16,1	16,1	16,1	16,1	16,1
Dług	22,1	22,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-0,2	0,9	-84,7	-69,9	-98,9	-135,3	-168,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-0,2%	0,8%	-33,9%	-24,5%	-31,2%	-37,9%	-41,8%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	0,0	-1,1	-1,0	-1,6	-1,9	-2,1
BVPS	20,8	26,5	52,6	60,0	66,7	75,1	85,0

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	16,0	23,5	73,9	17,7	53,1	62,2	60,9
Zysk netto	15,4	34,7	60,3	52,5	47,4	59,7	69,8
Amortyzacja	4,7	5,4	7,8	9,5	9,7	9,9	10,1
Kapitał obrotowy	-8,6	-8,6	25,9	-40,5	0,1	-1,6	-11,6
Pozostałe	4,5	-8,0	-20,1	-3,8	-4,1	-5,7	-7,4
Przepływy inwestycyjne	-7,4	-14,9	-65,1	-19,0	-12,6	-11,9	-12,2
CAPEX	-7,9	-10,6	-17,3	-19,0	-12,6	-11,9	-12,2
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	-53,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,5	-4,2	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	3,5	-13,1	66,3	-13,5	-11,5	-14,0	-15,6
Emisja akcji	5,1	0,0	88,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	5,7	-3,4	-10,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-6,0	-8,4	-11,9	-17,3	-15,7	-19,7	-23,0
Pozostałe	-1,3	-1,3	-0,1	3,8	4,1	5,7	7,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	12,2	-4,5	75,1	-14,8	29,0	36,4	33,1
Środki pieniężne na koniec okresu	22,3	21,6	84,7	69,9	98,9	135,3	168,4
DPS (PLN)	1,4	2,0	2,5	3,6	3,3	4,1	4,9
FCF	7,3	22,0	20,6	-0,1	38,3	45,7	42,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,7%	1,6%	2,1%	2,3%	1,6%	1,3%	1,2%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	46,5	20,7	13,4	15,4	17,0	13,5	11,6
P/CE	35,7	17,9	11,9	13,0	14,1	11,6	10,1
P/BV	8,2	6,4	3,2	2,8	2,5	2,3	2,0
P/S	1,5	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
FCF/EV	1,0%	3,1%	2,9%	0,0%	5,4%	6,8%	6,6%
EV/EBITDA	25,5	14,5	9,1	10,4	11,7	9,5	8,1
EV/EBIT	30,6	16,2	10,1	12,0	14,0	11,0	9,3
EV/S	1,5	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6
DYield	0,8%	1,2%	1,5%	2,1%	1,9%	2,4%	2,9%
Cena (PLN)	170,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,2	4,2	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
MC (mln PLN)	717,4	717,4	807,1	807,1	807,1	807,1	807,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	720,5	718,3	722,4	737,2	708,2	671,8	638,7

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	46,2 PLN
Cena docelowa	49,3 PLN
Kapitalizacja	0,58 mld PLN
Free float	0,08 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,71 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Wolff & Muller GmbH & Co. KG	34,24%
Juladal Investment Limited	26,37%
AVIVA OFE BPH CU WBK	5,43%
Dariusz Grzeszczak	5,97%
BPH TFI	5,28%
ING OFE	8,31%
Pozostali	14,40%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

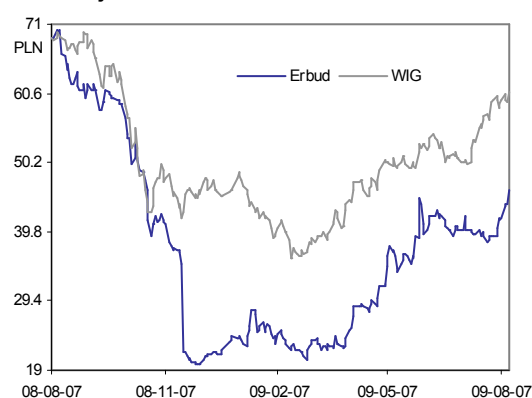
Profil spółki

Erbud działa jako generalny wykonawca inwestycji z zakresu budownictwa kubaturowego (budownictwo mieszkaniowe, handlowe, biurowe oraz przemysłowe). Erbud nabył także dwie spółki realizujące inwestycje drogowe na skalę lokalną, dywersyfikując w ten sposób swą działalność o segmenty nie zależne od kształtowania się koniunktury gospodarczej.

Ważne daty

31.08.09 - skonsolidowany raport za H1 2009
12.11.09 - skonsolidowany raport za Q3 2009

Kurs akcji Erbudu na tle WIG



Maciej Stokłosa

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

Erbud

ERBA.WA; ERB.PW

Akumuluj

(Wznowiona)

Portfel zamówień o wysokiej jakości

Pozytywnym zaskoczeniem można nazwać wyniki kontraktacji Erbudu. Od początku roku Erbud zakontraktował ponad 0,6 mld PLN, co w zasadzie rozwiewa obawy dotyczące portfela zamówień na rok kolejny. Dodatkowo, mamy powody, aby przypuszczać, że pozyskane kontrakty zaoferują korzystną marżę. W przypadku dwóch kontraktów na budowę obiektów szpitalnych o łącznej wartości około 200 mln PLN wygenerować korzystną marżę pozwolą m.in. założenia dot. stawek VAT. Erbud dla części dostaw kalkulował stawkę 7%, co podpiął opinią jednej z izb skarbowych, kalkulacje te zostały przez konkurencję podważone, jednak ostateczna decyzja sądu była dla spółki korzystna. Kontrakt na budowę centrum handlowego w Bytomiu (186,5 mln PLN) kalkulowany był jeszcze w zeszłym roku. Kontrakt na budowę centrum handlowego w Wałbrzychu, który ze względu na problemy inwestora z pozyskaniem finansowania opóźnił się i z tego powodu wpłynęł też istotnie na wyniki 2010 roku, był podpisany w roku 2008. Reaktywowany kontrakt ze spółką LC Corp również powinien oferować dobrą marżę. Zwracamy uwagę na korzystną strategię przyjętą przez zarząd Erbudu, polegającą na koncentracji na małych, relatywnie krótkich kontraktach budowlanych, w przypadku których minimalizowane jest ryzyko erozji rentowności w wypadku wzrostu kosztów. Uważamy, że znaczna ekspozycja na segment prywatny w kontekście obaw o wzrost kosztów może być interpretowana pozytywnie. Rekomendujemy akumulowanie walorów Erbudu.

Portfel zamówień Erbudu w segmentach

Portfel zamówień Erbudu na rok 2010 prezentuje się korzystnie. W segmencie generalnego wykonawstwa w kraju spółka posiada już kontrakty o wartości 520 mln PLN (zapełnienie portfela na rok 2010 wg. naszej prognozy wynosi obecnie 70%). Portfel w zakresie drogownictwa generalnie jest krótki, co związane jest z charakterem działalności spółek drogowych Erbudu (podwykonawcy). Obecnie portfel zamówień na rok 2010 wynosi około 30 mln PLN (zapełnienie rzędu 16%). Praktycznie nie występuje portfel zamówień na rok 2010 w zakresie działalności eksportowej, to jednak również wynika z podwykonawczego charakteru spółek zależnych.

Wycena Erbudu a wycena pozostałych spółek z branży

Wycena Erbudu jest porównywalna do innych spółek z branży. Uważamy, że obecna cena jest atrakcyjna, biorąc pod uwagę duży portfel zleceń o wysokiej jakości oraz strategię przyjętą przez zarząd, która minimalizuje ryzyko erozji rentowności na realizowanych kontraktach.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	663,1	1046,1	900,0	1090,0	1167,5
EBITDA	34,6	67,1	55,9	56,3	48,6
marża EBITDA	5,2%	6,4%	6,2%	5,2%	4,2%
EBIT	32,8	60,8	49,5	49,9	42,1
Zysk netto	31,8	9,3	40,5	42,6	38,9
P/E	18,2	62,6	14,3	13,6	14,9
P/CE	17,2	37,2	12,4	11,8	12,8
P/BV	3,0	2,9	2,4	2,0	1,8
EV/EBITDA	14,8	8,5	8,5	8,3	7,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	900,0	1 090,0	1 167,5	1 258,6	1 354,5	1 436,8	1 522,9	1 604,8	1 678,5	1 748,3	
zmiana	-14,0%	21,1%	7,1%	7,8%	7,6%	6,1%	6,0%	5,4%	4,6%	4,2%	
EBITDA	55,9	56,3	48,6	53,4	57,2	60,5	63,9	65,8	68,1	70,7	
marża EBITDA	6,2%	5,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	
Amortyzacja	6,4	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,8	6,8	6,8	
EBIT	49,5	49,9	42,1	46,9	50,6	53,8	57,2	59,0	61,2	63,9	
marża EBIT	5,5%	4,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,7%	3,6%	3,7%	
Opodatkowanie EBIT	9,4	9,5	8,0	8,9	9,6	10,2	10,9	11,2	11,6	12,1	
NOPLAT	40,1	40,4	34,1	38,0	41,0	43,6	46,4	47,8	49,6	51,7	
CAPEX	-6,7	-6,7	-6,8	-6,9	-6,9	-7,0	-7,0	-7,1	-7,2	-6,8	
Kapitał obrotowy	51,4	-32,8	89,4	-6,4	-6,8	-5,8	-6,1	-5,5	-5,1	-4,9	
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	91,2	7,2	123,1	31,2	33,9	37,5	39,9	42,0	44,2	46,8	48,2
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,7%	86,1%	77,5%	69,8%	62,8%	56,5%	50,9%	45,8%	41,2%	37,3%	
PV FCF	87,3	6,2	95,5	21,8	21,3	21,2	20,3	19,2	18,2	17,5	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	634,7										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	236,6										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	328,5										
Wartość firmy (EV)	565,1										
Dług netto	-31,6										
Wycena banku ziemi	12,5										
Udziałowcy mniejszościowi	25,0										
Wartość firmy	584,2										
liczba akcji	12,6										
Wartość firmy na akcję (PLN)	46,5										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%										
Wartość firmy	49,3										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,0										
P/E('09) dla ceny docelowej	15,3										
Udział TV w EV	42%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	47,2	48,4	49,8	51,3	53,1
WACC -0,5pp	47,0	48,2	49,6	51,1	52,9
WACC	46,8	48,0	49,3	50,9	52,6
WACC +0,5pp	46,7	47,8	49,1	50,6	52,4
WACC +1,0pp	46,5	47,6	48,9	50,4	52,1

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	426,2	663,1	1 046,1	900,0	1 090,0	1 167,5	1 258,6
<i>zmiana</i>	90,4%	55,6%	57,8%	-14,0%	21,1%	7,1%	7,8%
Koszt własny sprzedaży	389,1	606,7	943,7	803,5	992,9	1 074,9	1 158,9
Zysk brutto na sprzedaży	37,1	56,4	102,5	96,5	97,1	92,6	99,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	8,7%	8,5%	9,8%	10,7%	8,9%	7,9%	7,9%
Koszty sprzedaży	0,0	-0,4	-1,3	-3,0	-2,8	-2,9	-3,1
Koszty ogólnego zarządu	-14,0	-22,2	-36,4	-42,0	-42,0	-45,0	-47,0
Pozostała działalność operacyjna netto	2,3	-1,0	-3,9	-2,0	-2,4	-2,6	-2,8
EBIT	25,4	32,8	60,8	49,5	49,9	42,1	46,9
<i>zmiana</i>	309,4%	29,3%	85,4%	-18,6%	0,8%	-15,6%	11,3%
<i>marża EBIT</i>	5,9%	4,9%	5,8%	5,5%	4,6%	3,6%	3,7%
Wynik na działalności finansowej	0,0	6,5	-46,5	1,8	4,3	7,6	11,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	25,3	39,2	14,3	51,3	54,1	49,7	58,6
Podatek dochodowy	5,1	7,4	3,8	9,7	10,3	9,4	11,1
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,0	0,0	1,2	1,0	1,2	1,3	1,4
Zysk netto	20,2	31,8	9,3	40,5	42,6	38,9	46,0
<i>zmiana</i>	503,2%	57,6%	-70,8%	336,2%	5,2%	-8,6%	18,2%
<i>marża</i>	4,7%	4,8%	0,9%	4,5%	3,9%	3,3%	3,7%
Amortyzacja	1,3	1,8	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5
EBITDA	26,6	34,6	67,1	55,9	56,3	48,6	53,4
<i>zmiana</i>	273,2%	30,1%	93,8%	-16,7%	0,8%	-13,7%	9,9%
<i>marża EBITDA</i>	6,2%	5,2%	6,4%	6,2%	5,2%	4,2%	4,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
EPS	2,0	2,5	0,7	3,2	3,4	3,1	3,7
CEPS	2,1	2,7	1,2	3,7	3,9	3,6	4,2
ROAE	65,8%	27,3%	4,7%	18,3%	16,2%	12,8%	13,3%
ROAA	16,5%	9,9%	1,6%	6,3%	6,3%	5,2%	5,5%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	153,2	491,2	647,9	643,5	707,9	804,0	871,2
Majątek trwały	13,6	46,0	99,7	100,0	100,3	100,6	100,9
WNiP	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Rzeczowe aktywa trwałe	4,9	16,7	37,2	37,5	37,8	38,1	38,5
Inwestycje długoterminowe	1,5	13,5	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Pozostałe	7,0	15,5	48,9	48,9	48,9	48,9	48,9
Majątek obrotowy	139,6	445,2	548,3	543,6	607,6	703,4	770,2
Zapasy	0,4	118,6	144,6	96,5	110,6	58,9	63,5
Należności	76,3	101,0	217,3	160,3	185,2	198,3	213,8
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4,4	15,9	5,8	5,4	5,4	5,4	5,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	29,5	128,4	115,6	207,2	216,6	344,6	383,9
Inne	29,1	81,3	65,0	74,2	89,8	96,2	103,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	153,2	491,2	647,9	643,5	707,9	804,0	871,3
Kapitał własny	41,1	192,5	201,4	241,9	284,5	323,4	369,4
Kapitał mniejszości	0,0	17,5	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Zobowiązania długoterminowe	6,6	44,5	90,2	90,2	90,2	90,2	90,2
Pożyczki i kredyty	0,0	20,9	61,6	61,6	61,6	61,6	61,6
Rezerwy i inne	6,6	23,7	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6
Zobowiązania krótkoterminowe	105,5	236,7	336,5	291,6	313,4	370,5	391,7
Pożyczki i kredyty	1,1	19,9	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4
Zobowiązania wobec dostawców	69,5	119,0	155,7	107,0	132,2	182,6	196,8
Kontrakty budowlane	29,6	46,7	39,2	66,0	81,6	88,3	95,2
Rezerwy i inne	5,3	51,1	119,1	96,2	77,2	77,2	77,2
Dług	1,1	40,8	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
Dług netto	-28,4	-87,6	-31,6	-123,2	-132,6	-260,6	-299,9
(Dług netto / Kapitał własny)	-69,1%	-45,5%	-15,7%	-50,9%	-46,6%	-80,6%	-81,2%
(Dług netto / EBITDA)	-1,1	-2,5	-0,5	-2,2	-2,4	-5,4	-5,6
BVPS	4,1	15,3	16,0	19,2	22,6	25,7	29,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	13,7	36,2	-52,5	98,3	16,2	134,8	46,2
Zysk netto	20,2	31,8	9,3	40,5	42,6	38,9	46,0
Amortyzacja	1,3	1,8	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5
Kapitał obrotowy	-1,5	13,5	-97,8	51,0	-32,8	89,4	-6,4
Pozostałe	-6,2	-11,0	29,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-6,2	-74,8	6,1	-6,7	-6,7	-6,8	-6,9
CAPEX	-3,2	-2,9	35,8	-6,7	-6,7	-6,8	-6,9
Inwestycje kapitałowe	-1,1	-77,1	-40,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-2,0	5,3	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	1,6	137,9	34,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,8	120,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,9	18,9	160,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,2	-1,7	-126,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	9,0	99,2	-12,4	91,6	9,4	128,0	39,3
Środki pieniężne na koniec okresu	29,5	128,4	115,6	207,2	216,6	344,6	383,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	16,0	-38,2	-92,3	91,2	7,2	123,1	31,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,7%	0,4%	-3,4%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	23,0	18,2	62,6	14,3	13,6	14,9	12,6
P/CE	21,7	17,2	37,2	12,4	11,8	12,8	11,1
P/BV	11,3	3,0	2,9	2,4	2,0	1,8	1,6
P/S	1,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	3,7%	-7,5%	-16,2%	19,1%	1,5%	36,2%	10,4%
EV/EBITDA	16,4	14,8	8,5	8,5	8,3	7,0	5,6
EV/EBIT	17,2	15,6	9,4	9,6	9,4	8,1	6,4
EV/S	1,0	0,8	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	46,2						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
MC (mln PLN)	465,3	580,8	580,8	580,8	580,8	580,8	580,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	17,5	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
EV (mln PLN)	436,9	510,7	569,1	477,4	468,0	340,0	300,7

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca **69,70 PLN**
Cena docelowa **79,40 PLN**

Kapitalizacja 1,39 mld PLN

Free float 0,40 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 1,57 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Acciona	50,09%
OFE PZU Złota Jesień	15,86%
AIG OFE	5,17%

Pozostali 28,88%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

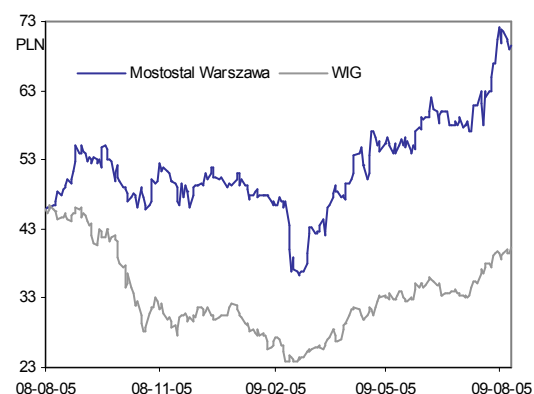
Profil spółki

Grupa Kapitałowa Mostostal Warszawa jest jedną z największych polskich firm budowlanych. Spółka jest generalnym wykonawcą obiektów kubaturowych, przemysłowych oraz infrastrukturalnych. Zajmuje się także budownictwem chemicznym, energetycznym i ekologicznym.

Ważne daty

31.08.09 - publikacja raportu skonsolidowanego za H1
16.11.09 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q3

Kurs akcji MSW na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Mostostal Warszawa Akumuluj

MOWA.WA; MSW.PW

(Podtrzymana)

Mimo wzrostów, ciągle nie jest drogo

Wskaźniki wyceny Mostostalu Warszawa zbliżyły się do wskaźników Budimexu, można by więc odnieść wrażenie, że dyskonto w notowaniach Mostostalu w stosunku do najbliższego rywala zanikło. Nie jest to jednak do końca prawda, gdyż Mostostal, w przeciwieństwie do Budimexu, posiada pozycję gotówkową, która nie wynika wyłącznie z systemu rozliczeń ze zleciodawcami i podwykonawcami. Gotówka netto na koniec Q1 2009 wyniosła 310,6 mln PLN, z tego aż 218,2 mln PLN (10,9 PLN/akcję) nie wynika z rozliczeń z kontrahentami. Pozytywnie oceniamy strategię zarządu Mostostalu Warszawa polegającą na koncentracji na relatywnie niewielkich kontraktach budowlanych. Realizacja krótkich zleceń w znacznie mniejszym stopniu naraża wykonawcę na ryzyko erozji rentowności (koszty kontraktowane są w ciągu kilku miesięcy od rozpoczęcia prac). Portfel zamówień spółki wynosi 3,6 mld PLN, tzn. o 100 mln PLN więcej niż na koniec lipca 2008. W efekcie, można naszym zdaniem mówić o szansie na zauważalny wzrost przychodów w roku kolejnym. Podwyższamy nasze prognozy wyników Mostostalu w przyszłych okresach, co związane jest z pozytywną oceną pozyskanych w ostatnim okresie kontraktów. Szans dla Mostostalu dopatrujemy się tak w segmencie budownictwa energetycznego, jak i ze względu na oczekiwane rozstrzygnięcia przetargów infrastrukturalnych (oczekujemy rozstrzygnięcia przetargów o wartości 8,9 mld PLN do końca roku). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z wyższą ceną docelową.

Portfel zamówień Mostostalu Warszawa

Portfel zamówień Mostostalu Warszawa i jego spółek zależnych, z wyjątkiem Mostostalu Płock i Remaku, wynosi około 1,4 mld PLN. W efekcie, korygując prognozowane przychody Mostostalu o przychody Remaku, Mostostalu Płock i Terramost otrzymujemy wypełnienie portfela zamówień na poziomie 63,5%. Zgodnie z naszymi szacunkami Mostostal Płock posiada portfel w wysokości około 60 mln PLN (wypełnienie portfela w wysokości 33%). Portfel Remaka wynosi około 75-100 mln PLN, tzn. jest wypełniony w 30-40%. Generalnie można powiedzieć, że portfel Mostostalu jest całkiem spory, zważywszy na to, że również część spółek zależnych funkcjonuje w oparciu o relatywnie krótki portfel zleceń.

Gotówka netto

Mostostal Warszawa, w przeciwieństwie do Budimexu, posiada gotówkę netto nie wynikającą z rozliczeń z kontrahentami (218,2 mln PLN na koniec Q1 2009). Środki te to 10,9 PLN/akcję. Stany gotówki netto mogą być użyteczne w przypadku realizacji kontraktów wymagających finansowania prac ze środków własnych.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1928,4	2154,2	2711,1	2864,1	3102,3
EBITDA	78,5	136,3	189,4	158,8	150,2
marża EBITDA	4,1%	6,3%	7,0%	5,5%	4,8%
EBIT	58,9	113,4	165,7	134,7	126,1
Zysk netto	52,9	75,5	112,8	100,4	95,4
P/E	26,3	18,4	12,4	13,9	14,6
P/CE	19,2	14,2	10,2	11,2	11,7
P/BV	4,9	4,2	3,3	2,9	2,7
EV/EBITDA	15,4	9,1	6,5	7,7	7,8
DYield	0,1%	0,0%	2,7%	4,0%	3,6%



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	2 711,1	2 864,1	3 102,3	3 392,8	3 644,6	3 840,5	4 025,6	4 220,3	4 409,9	4 572,0	
zmiana	25,8%	5,6%	8,3%	9,4%	7,4%	5,4%	4,8%	4,8%	4,5%	3,7%	
EBITDA	189,4	158,8	150,2	171,8	182,7	187,9	192,0	199,3	205,6	210,6	
marża EBITDA	7,0%	5,5%	4,8%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	
Amortyzacja	23,7	24,1	24,1	24,1	24,0	24,4	24,9	25,5	25,5	25,5	
EBIT	165,7	134,7	126,1	147,7	158,7	163,5	167,0	173,8	180,1	185,0	
marża EBIT	6,1%	4,7%	4,1%	4,4%	4,4%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	
Opodatkowanie EBIT	31,5	25,6	24,0	28,1	30,1	31,1	31,7	33,0	34,2	35,2	
NOPLAT	134,2	109,1	102,1	119,6	128,5	132,5	135,3	140,8	145,9	149,9	
CAPEX	-33,2	-31,3	-28,9	-28,9	-28,8	-29,2	-29,9	-30,6	-25,5	-25,5	
Kapitał obrotowy	-51,9	-24,4	3,8	-15,4	-11,0	-7,5	-6,8	-8,1	-7,8	-6,5	
FCF	72,8	77,5	101,1	99,4	112,7	120,0	123,5	127,6	138,1	143,4	147,7
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,7%	86,1%	77,5%	69,8%	62,8%	56,5%	50,9%	45,8%	41,2%	37,3%	
PV FCF	69,7	66,8	78,4	69,4	70,8	67,9	62,8	58,5	57,0	53,5	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy 3,0%

Wartość rezydualna (TV) 1 943,7

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) 724,6

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy 654,6

Wartość firmy (EV) 1 379,2

Dług netto -223,9

Inne aktywa nieoperacyjne 0,0

Udziałowcy mniejszościowi 134,8

Wartość firmy 1 468,3

Liczba akcji (mln) 20,0

Wartość firmy na akcję (PLN) 73,4

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego 0,1

Cena docelowa 79,4

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej 7,4

P/E('09) dla ceny docelowej 14,1

Udział TV w EV 49%

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	75,0	77,3	79,8	82,8	86,2
WACC -0,5pp	74,8	77,1	79,6	82,6	85,9
WACC	74,6	76,9	79,4	82,3	85,7
WACC +0,5pp	74,5	76,7	79,2	82,1	85,5
WACC +1,0pp	74,3	76,5	79,0	81,9	85,2

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 188,1	1 928,4	2 154,2	2 711,1	2 864,1	3 102,3	3 392,8
<i>zmiana</i>	42,0%	62,3%	11,7%	25,8%	5,6%	8,3%	9,4%
Koszt własny sprzedaży	1 123,1	1 822,2	1 952,9	2 436,2	2 621,2	2 863,3	3 121,7
Zysk brutto na sprzedaży	65,0	106,2	201,4	274,9	242,9	239,0	271,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,5%	5,5%	9,3%	10,1%	8,5%	7,7%	8,0%
Koszty sprzedaży	-0,8	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,4
Koszty ogólnego zarządu	-54,5	-59,2	-74,4	-92,2	-97,4	-107,0	-117,1
Pozostała działalność operacyjna netto	11,5	12,7	-12,5	-16,0	-9,6	-4,7	-5,0
EBIT	21,2	58,9	113,4	165,7	134,7	126,1	147,7
<i>zmiana</i>	-395,5%	178,0%	92,6%	46,1%	-18,7%	-6,4%	17,2%
<i>marża EBIT</i>	1,8%	3,1%	5,3%	6,1%	4,7%	4,1%	4,4%
Wynik na działalności finansowej	-2,0	1,3	1,4	-3,4	9,7	11,1	13,3
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,3	2,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0
Zysk brutto	19,5	62,3	116,0	163,4	145,4	138,2	162,0
Podatek dochodowy	-1,5	-3,7	-26,4	-31,0	-27,6	-26,3	-30,8
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	1,1	5,7	14,1	19,6	17,4	16,6	19,4
Zysk netto	17,0	52,9	75,5	112,8	100,4	95,4	111,8
<i>zmiana</i>	-	211,7%	42,6%	49,3%	-11,0%	-5,0%	17,2%
<i>marża</i>	1,4%	2,7%	3,5%	4,2%	3,5%	3,1%	3,3%
Amortyzacja	19,4	19,6	22,9	23,7	24,1	24,1	24,1
EBITDA	40,6	78,5	136,3	189,4	158,8	150,2	171,8
<i>zmiana</i>	275,4%	93,2%	73,7%	39,0%	-16,2%	-5,4%	14,4%
<i>marża EBITDA</i>	3,4%	4,1%	6,3%	7,0%	5,5%	4,8%	5,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
EPS	1,0	2,6	3,8	5,6	5,0	4,8	5,6
CEPS	2,1	3,6	4,9	6,8	6,2	6,0	6,8
ROAE	10,9%	20,8%	24,5%	29,8%	22,2%	19,1%	20,2%
ROAA	2,8%	6,0%	6,9%	8,8%	6,9%	6,1%	6,6%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	750,2	1 009,0	1 176,0	1 396,6	1 496,1	1 617,8	1 763,7
Majątek trwały	165,5	184,2	239,0	248,5	255,7	260,6	265,4
WNiP	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	2,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Rzeczowe aktywa trwałe	139,5	150,7	175,8	185,3	192,6	197,4	202,2
Inwestycje długoterminowe	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe	21,2	26,8	56,5	56,5	56,5	56,5	56,5
Majątek obrotowy	584,6	824,8	937,0	1 148,0	1 240,4	1 357,2	1 498,3
Zapasy	30,7	54,6	58,5	73,0	78,5	85,8	93,5
Należności	323,2	332,0	424,9	534,8	565,0	603,5	660,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	57,4	147,3	188,9	267,4	313,9	340,0	371,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	170,6	287,7	261,5	269,7	279,8	324,8	369,8
Inne	2,7	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	750,2	1 009,0	1 176,0	1 396,6	1 496,1	1 617,8	1 763,7
Kapitał własny	224,3	284,9	331,8	425,7	477,4	522,6	586,7
Kapitał mniejszości	54,4	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5
Zobowiązania długoterminowe	50,2	34,4	35,0	36,7	36,9	37,3	37,9
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	24,1	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Rezerwy i inne	26,1	17,9	18,5	20,3	20,4	20,8	21,4
Zobowiązania krótkoterminowe	421,2	630,2	749,7	874,7	922,4	998,4	1 079,6
Pożyczki i kredyty	16,8	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Zobowiązania wobec dostawców	249,1	311,7	331,7	413,8	445,3	486,4	530,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	90,0	217,3	278,2	347,1	373,4	407,9	444,7
Inne	65,3	71,9	110,5	84,5	74,4	74,8	75,4
Dług	40,9	45,8	45,8	45,8	45,8	45,8	45,8
Dług netto	-129,7	-241,9	-215,7	-223,9	-234,0	-279,0	-324,0
(Dług netto / Kapitał własny)	-57,8%	-84,9%	-65,0%	-52,6%	-49,0%	-53,4%	-55,2%
(Dług netto / EBITDA)	-3,2	-3,1	-1,6	-1,2	-1,5	-1,9	-1,9
BVPS	13,2	14,2	16,6	21,3	23,9	26,1	29,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	43,9	101,7	34,5	102,2	105,5	129,6	127,7
Zysk netto	17,0	52,9	75,5	112,8	100,4	95,4	111,8
Amortyzacja	19,4	19,6	22,9	23,7	24,1	24,1	24,1
Kapitał obrotowy	-42,2	-4,3	-4,6	-20,4	-16,5	-12,3	-11,5
Pozostałe	49,7	33,5	-59,3	-13,9	-2,4	22,5	3,4
Przepływy inwestycyjne	-11,6	28,9	-62,1	-52,8	-48,7	-45,5	-48,3
CAPEX	-11,8	28,3	-48,0	-33,2	-31,3	-28,9	-28,9
Inwestycje kapitałowe	-36,5	-21,6	-48,0	-33,2	-31,3	-28,9	-28,9
Pozostałe	36,7	22,1	33,9	13,6	13,8	12,3	9,4
Przepływy finansowe	74,9	-13,5	1,4	-41,1	-46,7	-39,1	-34,4
Emisja akcji	117,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-40,0	-9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-0,9	0,0	-37,8	-56,4	-50,2	-47,7
Pozostałe	-3,0	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	107,2	117,1	-26,3	8,2	10,1	45,0	45,0
Środki pieniężne na koniec okresu	170,6	287,7	261,5	269,7	279,8	324,8	369,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	1,9	2,8	2,5	2,4
FCF	-5,3	68,3	-20,4	72,8	77,5	101,1	99,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,0%	-1,5%	2,2%	1,2%	1,1%	0,9%	0,9%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	69,8	26,3	18,4	12,4	13,9	14,6	12,5
P/CE	32,5	19,2	14,2	10,2	11,2	11,7	10,3
P/BV	5,3	4,9	4,2	3,3	2,9	2,7	2,4
P/S	1,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
FCF/EV	-0,5%	5,6%	-1,7%	5,9%	6,4%	8,6%	8,8%
EV/EBITDA	27,3	15,4	9,1	6,5	7,7	7,8	6,6
EV/EBIT	52,4	20,6	10,9	7,4	9,0	9,3	7,6
EV/S	0,9	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	2,7%	4,0%	3,6%	3,4%
Cena (PLN)	69,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
MC (mln PLN)	1185,0	1393,0	1393,0	1393,0	1393,0	1393,0	1393,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	54,4	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5
EV (mln PLN)	1 109,8	1 210,6	1 236,8	1 228,6	1 218,5	1 173,5	1 128,5

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	235,0 PLN
Cena docelowa	224,4 PLN
Kapitalizacja	3,36 mld PLN
Free float	1,66 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	17,49 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Jerzy Wiśniewski	31,47%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	6,39%
BZ WBK AIB TFI	6,41%
AVIVA OFE BZ WBK	6,29%
Pozostali	49,44%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

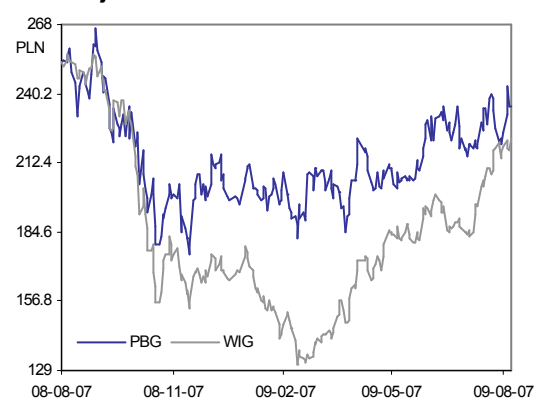
Profil spółki

PBG jest wysoce wyspecjalizowaną firmą budowlaną, realizującą obiekty ekologiczne, instalacje z segmentu gazu ziemnego i ropy naftowej, zbiorniki paliw, a także świadczącą usługi budownictwa ogólnego. Spółka produkuje także konstrukcje stalowe, a w przyszłości planuje zająć się działalnością deweloperską.

Ważne daty

16.11.09 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Kurs akcji PBG na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PBG

PBGG.WA; PBG.PW

Trzymaj

(Podwyższona)

Zmienia się struktura marż PBG

Uważamy, że wycena PBG jest wysoka (P/E 2009 = 16,6). Nie dostrzegamy jednak potencjału do negatywnych zaskoczeń w najbliższym roku. Nie wykluczamy, że ze względu na duży udział ryzyk technicznych w kontraktach stadionowych, wynik na realizacji może być wyższy lub niższy niż budżetowany przez spółkę. Jest zdecydowanie za wcześnie, aby na ten temat wyrokować. Zapelnienie portfela zamówień PBG sięga 89% na rok 2010, przy czym w kalkulacji nie bierzemy pod uwagę działalności drogowej, gdzie portfela zamówień na rok 2010 brak. Ze względu na duży portfel zleceń, nie jest naszym zdaniem wykluczone, że PBG sięgnie po kolejne kontrakty, mimo to, konkurencja w przypadku np. budowy gazoportu, czy budownictwa hydrotechnicznego, może już być widoczna. Z drugiej strony, powoli zauważalna staje się zmiana struktury marż PBG. Marże w segmencie ekologicznym konvergują do poziomu nieznacznie poniżej 10% brutto na sprzedaży w długim terminie, spadają też marże m.in. w zakresie budowy magazynów paliw. Jednocześnie utrzymują się wysokie marże w segmencie ropy naftowej i gazu ziemnego. Zgodnie z prognozą, udział segmentu gazu ziemnego i ropy naftowej sięgnie w tym roku 32,9%, w 2010 roku 45,3%, w 2011 roku zaś aż 47,4%. Taka struktura przychodów rodzi obawy związane z dużym uzależnieniem od jednego klienta (PGNiG). Zwracamy uwagę, że wysokie marże w tym segmencie są prostą pochodną kontraktów podpisanych w bardzo korzystnym okresie i nie muszą być powtarzalne w latach kolejnych. W nowej wycenie uwzględniamy aktywa deweloperskie PBG Dom i innych spółek zależnych. Wyniki Q2 2009 są zbliżone do oczekiwań. Zalecamy trzymanie walorów PBG.

Aktywa ukraińskie

PBG nabyła w czerwcu 100% udziałów w spółce Wschodni Invest, która za to posiada 51% udziałów w firmie Energopol Ukraina. Można kalkulować, że 3/4 ceny za udziały w wysokości 40 mln PLN związane jest z wyceną działki w Kijowie, na której mogłoby powstać 200 tys. PUM powierzchni mieszkaniowej. Z uwagi na niepewność dotyczącą wartości działki, uwzględniamy ją w wycenie w cenie nabycia. Nie wykluczone jest, że działka może być warta więcej, jednak w skali kapitalizacji PBG różnica nie powinna być wielka.

Plany PBG w segmencie energetyki

PBG planuje objąć 25% udziałów w Energomontażu Południe, jeśli proces due diligence i negocjacje w sprawie ceny objęcia udziałów zakończą się sukcesem. Przejęcie służyć ma rozwojowi kompetencji firmy w ramach obszaru budownictwa energetycznego. Na razie nie uwzględniamy przejęcia w prognozach, uważamy też, że jego wpływ na wartość spółki jest ograniczony przy skali kapitalizacji PBG.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1376,8	2089,3	2902,0	3457,4	3758,7
EBITDA	138,2	270,3	350,1	377,7	363,9
marża EBITDA	10,0%	12,9%	12,1%	10,9%	9,7%
EBIT	109,4	223,4	299,1	326,5	312,4
Zysk netto	102,1	158,0	202,5	229,6	235,7
P/E	30,9	20,0	16,6	14,6	14,3
P/CE	24,1	15,4	13,3	12,0	11,7
P/BV	4,2	3,1	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA	25,4	14,8	11,3	9,2	8,6
DYield	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	2 902,0	3 457,4	3 758,7	4 063,0	4 427,0	4 795,3	5 170,5	5 520,7	5 870,1	6 218,9	
zmiana	38,9%	19,1%	8,7%	8,1%	9,0%	8,3%	7,8%	6,8%	6,3%	5,9%	
EBITDA	350,1	377,7	363,9	402,3	434,6	467,6	500,6	531,6	561,7	584,9	
marża EBITDA	12,1%	10,9%	9,7%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	9,6%	9,4%	
Amortyzacja	50,9	51,2	51,5	51,7	52,0	52,2	52,5	52,7	52,7	52,7	
EBIT	299,1	326,5	312,4	350,6	382,6	415,3	448,2	478,9	508,9	532,2	
marża EBIT	10,3%	9,4%	8,3%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	
Opodatkowanie EBIT	56,8	62,0	59,4	66,6	72,7	78,9	85,2	91,0	96,7	101,1	
NOPLAT	242,3	264,4	253,1	284,0	309,9	336,4	363,0	387,9	412,2	431,0	
CAPEX	-93,3	-53,6	-53,9	-54,1	-54,4	-54,7	-54,9	-55,2	-55,2	-52,7	
Kapitał obrotowy	-93,8	259,0	96,4	-54,5	-59,6	-62,5	-65,5	-56,3	-50,0	-44,5	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	106,1	521,0	347,1	227,1	247,9	271,5	295,0	329,1	359,8	386,5	398,1
WACC	10,5%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,9%	86,4%	77,7%	70,0%	63,0%	56,7%	51,0%	45,9%	41,3%	37,4%	
PV FCF	101,8	449,9	269,8	158,9	156,1	153,9	150,5	151,1	148,7	144,4	
WACC	10,5%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,1%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	5 238,6										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 957,7										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 885,1										
Zdyskontowana wartość FCF	3 842,8										
Dług netto	560,9										
Inne aktywa nieoperacyjne	75,4										
Udziałowcy mniejszościowi	393,4										
Wartość firmy	2 963,9										
Liczba akcji (mln)	14,3										
Wartość firmy na akcję (PLN)	207,3										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	224,4										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	10,9										
P/E('09) dla ceny docelowej	15,8										
Udział TV w EV	51%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	207,3	216,1	226,1	150,0	250,5
WACC -0,5pp	206,6	215,4	225,3	236,6	249,6
WACC	205,9	214,6	224,4	235,7	248,6
WACC +0,5pp	205,1	213,8	223,6	234,8	247,7
WACC +1,0pp	204,4	213,0	222,8	233,9	246,8

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	674,3	1 376,8	2 089,3	2 902,0	3 457,4	3 758,7	4 063,0
<i>zmiana</i>	<i>65,1%</i>	<i>104,2%</i>	<i>51,8%</i>	<i>38,9%</i>	<i>19,1%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,1%</i>
Koszt własny sprzedaży	558,2	1 191,7	1 751,2	2 489,8	2 993,1	3 296,4	3 550,4
Zysk brutto na sprzedaży	116,1	185,0	338,1	412,2	464,3	462,3	512,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>17,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,6%</i>
Koszty sprzedaży	-1,4	-0,4	0,0	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Koszty ogólnego zarządu	-52,8	-79,6	-106,8	-119,0	-134,8	-146,6	-158,5
Pozostała działalność operacyjna netto	10,0	4,3	-7,8	6,5	-2,3	-2,5	-2,7
EBIT	72,0	109,4	223,4	299,1	326,5	312,4	350,6
<i>zmiana</i>	<i>74,1%</i>	<i>52,0%</i>	<i>104,3%</i>	<i>33,9%</i>	<i>9,1%</i>	<i>-4,3%</i>	<i>12,2%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>10,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,6%</i>
Wynik na działalności finansowej	-2,0	34,7	-9,9	-11,9	-8,8	7,8	19,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	69,9	144,1	213,5	287,2	317,6	320,2	370,4
Podatek dochodowy	-15,0	-26,7	-25,8	-42,1	-60,4	-60,8	-70,4
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-2,7	-15,4	-29,7	-42,7	-27,6	-23,7	-26,7
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	202,5	229,6	235,7	273,3
<i>zmiana</i>	<i>44,6%</i>	<i>95,6%</i>	<i>54,9%</i>	<i>28,1%</i>	<i>13,4%</i>	<i>2,6%</i>	<i>16,0%</i>
<i>marża</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,7%</i>
Amortyzacja	16,6	28,8	46,8	50,9	51,2	51,5	51,7
EBITDA	88,5	138,2	270,3	350,1	377,7	363,9	402,3
<i>zmiana</i>	<i>76,5%</i>	<i>56,1%</i>	<i>95,6%</i>	<i>29,5%</i>	<i>7,9%</i>	<i>-3,6%</i>	<i>10,6%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>13,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,1%</i>	<i>10,9%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,9%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,0	13,4	13,4	14,3	14,3	14,3	14,3
EPS	4,3	7,6	11,8	14,2	16,1	16,5	19,1
CEPS	5,7	9,7	15,3	17,7	19,6	20,1	22,7
ROAE	19,2%	18,3%	18,0%	16,8%	15,1%	13,5%	13,6%
ROAA	6,1%	6,1%	6,1%	6,7%	7,2%	7,2%	7,7%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 045,1	2 289,3	2 857,0	3 174,2	3 178,4	3 353,4	3 729,5
Majątek trwały	373,6	717,9	909,3	951,7	954,1	956,5	959,0
WNiP	4,7	13,3	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Wartość firmy	72,0	267,4	333,1	333,1	333,1	333,1	333,1
Rzeczowe aktywa trwałe	266,5	307,0	411,5	453,9	456,3	458,7	461,1
Inwestycje długoterminowe	0,7	62,0	53,6	53,6	53,6	53,6	53,6
Pozostałe	29,8	68,2	96,6	96,6	96,6	96,6	96,6
Majątek obrotowy	671,4	1 571,3	1 947,6	2 222,4	2 224,2	2 396,9	2 770,5
Zapasy	19,4	40,1	69,3	98,5	118,4	130,4	140,4
Należności	293,6	602,6	725,1	1 007,1	1 199,9	1 304,4	1 410,0
Należności z tyt. kontraktów budowlanych	275,8	445,2	777,8	815,7	528,6	555,0	596,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokres.	7,7	14,7	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	51,3	410,3	289,7	215,4	291,6	321,3	537,6
Inne	23,5	58,4	64,7	64,7	64,7	64,7	64,7
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	1 045,1	2 289,3	2 857,0	3 174,2	3 178,4	3 353,4	3 729,5
Kapitał własny	367,2	748,0	1 010,9	1 403,6	1 633,3	1 869,0	2 142,2
Kapitał mniejszości	12,1	34,6	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7
Zobowiązania długoterminowe	212,7	330,0	364,8	301,7	141,7	41,7	41,7
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	180,2	258,6	323,1	260,0	100,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	32,4	71,4	41,7	41,7	41,7	41,7	41,7
Zobowiązania krótkoterminowe	453,1	1 176,7	1 377,7	1 365,1	1 299,7	1 339,1	1 441,8
Pożyczki i kredyty	205,0	466,7	717,8	450,0	200,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	232,1	543,2	538,0	764,9	919,6	1 144,3	1 232,4
Zobowiązania z tyt. kontraktów bud.	0,9	19,6	15,4	43,8	73,7	88,4	103,0
Inne	15,1	147,2	106,4	106,4	106,4	106,4	106,4
Dług	385,2	725,2	1 040,9	710,0	300,0	0,0	0,0
Dług netto	333,9	314,9	751,2	494,6	8,4	-321,3	-537,6
(Dług netto / Kapitał własny)	90,9%	42,1%	74,3%	35,2%	0,5%	-17,2%	-25,1%
(Dług netto / EBITDA)	3,8	2,3	2,8	1,4	0,0	-0,9	-1,3
BVPS	30,5	55,7	75,3	98,2	114,3	130,7	149,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	-134,2	-117,6	-255,5	108,5	388,7	275,7	250,7
Zysk netto	52,2	102,1	158,0	202,5	229,6	235,7	273,3
Amortyzacja	16,6	28,8	46,8	50,9	51,2	51,5	51,7
Kapitał obrotowy	-57,1	-177,7	-469,2	-93,8	259,0	96,4	-54,5
Pozostałe	-145,8	-70,7	8,8	-51,2	-151,2	-107,8	-19,8
Przepływy inwestycyjne	-112,5	-179,0	-191,7	-93,3	-53,6	-53,9	-54,1
CAPEX	-88,1	-131,8	-191,9	-93,3	-53,6	-53,9	-54,1
Inwestycje kapitałowe	-42,2	-41,7	19,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	17,8	-5,5	-19,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	217,0	655,5	325,1	-89,5	-258,8	-192,2	19,8
Emisja akcji	187,3	333,1	292,3	190,3	0,0	0,0	0,0
Dług	46,1	342,2	74,0	-267,8	-250,0	-200,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-16,4	-17,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-29,7	358,9	-122,2	-74,3	76,2	29,7	216,3
Środki pieniężne na koniec okresu	51,3	410,3	289,7	215,4	291,6	321,3	537,6
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-76,6	-207,7	-473,9	106,1	521,0	347,1	227,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	13,1%	9,6%	9,2%	3,2%	1,6%	1,4%	1,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	54,2	30,9	20,0	16,6	14,6	14,3	12,3
P/CE	41,1	24,1	15,4	13,3	12,0	11,7	10,3
P/BV	7,7	4,2	3,1	2,4	2,1	1,8	1,6
P/S	4,2	2,3	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
FCF/EV	-2,4%	-5,9%	-11,8%	2,7%	15,0%	11,0%	7,8%
EV/EBITDA	35,8	25,4	14,8	11,3	9,2	8,6	7,3
EV/EBIT	44,1	32,0	18,0	13,2	10,6	10,1	8,3
EV/S	4,7	2,5	1,9	1,4	1,0	0,8	0,7
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	235,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,0	13,4	13,4	14,3	14,3	14,3	14,3
MC (mln PLN)	2827,1	3156,1	3156,1	3359,3	3359,3	3359,3	3359,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	12,1	34,6	103,7	103,7	103,7	103,7	103,7
EV (mln PLN)	3 173,1	3 505,5	4 011,0	3 957,6	3 471,4	3 141,8	2 925,4

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	3,68 PLN
Cena docelowa	4,40 PLN
Kapitalizacja	1,75 mld PLN
Free float	0,98 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	13,56 mln PLN

Struktura akcjonariatu

AVIVA OFE BZ WBK	5,92%
ING OFE	8,70%
OFE PZU Złota Jesień	8,61%
Gloria S.a.r.l. (Luksemburg)	6,18%
Sices International B.V. Holandia	6,16%
Pionier Pekao Investment Management	5,70%
Polimex-Development Sp. Z o.o.	2,83%
Pozostali	55,90%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

Profil spółki

Polimex produkuje m.in. ocynkowane wyroby ze stali, konstrukcje stalowe i kotły dla energetyki, świadczy usługi budownictwa m.in. w sektorze przemysłowym, chemicznym, energetycznym, drogowym i kolejowym, prowadzi również działalność deweloperską.

Ważne daty

28.08.09 - publikacja raportu H1 2009
10.11.09 - publikacja raportu za Q3 2009

Kurs akcji PXM na tle WIG



Maciej Stokłosa

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

Polimex Mostostal Kupuj

MOSD.WA; PXM.PW

(Podwyższona)

Jedna z najtańszych spółek budowlanych

Polimex Mostostal pozostaje obok Trakcji Polskiej najtańszą dużą spółką budowlaną notowaną na GPW (P/E 2009 = 11, P/E 2010 = 12,7). Zgodnie z naszymi szacunkami portfel zamówień na rok 2010 wynosi obecnie około 2,5 mld PLN (pomijając część produkcyjną, o umownym backlogu), wypełnienie portfela zleceń sięga więc 67%. Uważamy, że na tle branży Polimex może charakteryzować się ograniczonym ryzykiem erozji marż, co związane jest z charakterem grupy. W segmencie energetyki i chemii funkcjonują głównie spółki podwykonawcze o krótkich portfelach zleceń. Ponadto, same segmenty charakteryzują się ograniczoną konkurencją, ze względu na specjalistyczny charakter świadczonych w nich usług. Portfel w zakresie dróg i kolei na rok 2010 jest w znacznej części wypełniony. Zwracamy uwagę, że spadek przychodów prognozowany w 2010 roku wynika głównie z przewidywanej zmiany zasad księgowania przychodów w segmencie dróg i kolei. Nie przewidujemy znacznego spadku rentowności w ramach działalności produkcyjnej - nastąpi on w 2010 roku, nie będzie jednak dramatyczny. Wynika on ze słabszego rynku inwestycyjnego i braku korzystnych tendencji na rynku stali (odbicie cen po miesiącach spadków). Uważamy, że spółka jest w stanie zaskoczyć pozytywnie wynikami Q2 2009, ze względu na bardzo niski konsensus prognoz. Nie dostrzegając istotnych czynników ryzyka, zalecamy kupowanie walorów Polimexu.

Prognozy wyników w segmentach na rok 2010

Oczekujemy, że w 2010 roku Polimex wygeneruje około 600 mln PLN przychodów w segmencie chemicznym, przy marży brutto na sprzedaży na poziomie 9%, 1 120 mln PLN przychodów w segmencie energetycznym, przy marży na poziomie 10%, 1 051 mln PLN w segmencie budownictwa, przy marży 9%, 714 mln PLN przychodów w segmencie produkcji, przy marży na poziomie 13,5% oraz 946 mln PLN w segmencie dróg i kolei, przy marży na poziomie 7,9% (wzrost marży wynika ze zmiany sposobu księgowania przychodów). Zgodnie z naszymi prognozami udział segmentu chemii w wyniku EBIT 2010 roku wyniesie może 13,4%, udział segmentu energetycznego 34,1%, udział segmentu budownictwa 27,8%, udział segmentu produkcji 9,8%, udział segmentu dróg i kolei 14,9%.

Ile może być warta ekspozycja na segment energetyczny

Polimex Mostostal jest najtańszą spółką obecną na GPW, oferującą ekspozycję na segment budownictwa energetycznego. Można mieć oczywiście obawy odnośnie możliwości koordynacji prac spółek podwykonawczych w przypadku starania się o kontrakty na generalne wykonawstwo bloków energetycznych, jednak na razie i tak nie uwzględniamy możliwości zdobycia kontraktów na generalne wykonawstwo w prognozach.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	3720,5	4301,7	4909,0	4449,6	4716,7
EBITDA	205,4	298,5	335,6	311,4	310,9
marża EBITDA	5,5%	6,9%	6,8%	7,0%	6,6%
EBIT	160,4	228,1	254,4	210,1	209,6
Zysk netto	100,1	120,1	159,1	138,4	143,5
P/E	17,5	14,6	11,0	12,7	12,2
P/CE	12,1	9,2	7,3	7,3	7,2
P/BV	1,8	1,7	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	10,9	7,8	7,1	7,0	6,6
DYield	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	4 909,0	4 449,6	4 716,7	5 153,1	5 624,6	6 088,5	6 546,8	6 951,5	7 373,7	7 712,2	
zmiana	14,1%	-9,4%	6,0%	9,3%	9,2%	8,2%	7,5%	6,2%	6,1%	4,6%	
EBITDA	335,6	311,4	310,9	373,8	403,8	431,9	460,2	478,2	500,6	461,0	
marża EBITDA	6,8%	7,0%	6,6%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	6,8%	6,0%	
Amortyzacja	81,2	101,3	101,3	102,2	103,9	105,6	107,3	109,0	109,9	54,9	
EBIT	254,4	210,1	209,6	271,7	299,9	326,3	352,8	369,2	390,7	406,1	
marża EBIT	5,2%	4,7%	4,4%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	
Opodatkowanie EBIT	28,0	10,5	10,5	13,6	49,5	62,0	67,0	70,1	74,2	77,2	
NOPLAT	226,4	199,6	199,1	258,1	250,4	264,3	285,8	299,0	316,5	328,9	
CAPEX	-263,4	-132,2	-101,3	-102,2	-118,9	-120,6	-122,3	-124,0	-124,9	-54,9	
Kapitał obrotowy	-61,3	27,7	-19,9	-58,2	-56,0	-54,8	-57,1	-50,1	-54,6	-36,9	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-17,0	196,4	179,3	199,9	179,5	194,4	213,7	233,9	246,9	292,0	300,8
WACC	10,2%	10,6%	10,8%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	96,0%	86,9%	78,4%	70,7%	63,6%	57,3%	51,5%	46,4%	41,8%	37,8%	
PV FCF	-16,3	170,7	140,6	141,3	114,2	111,3	110,1	108,5	103,1	110,2	

WACC	10,2%	10,6%	10,8%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%
Koszt długu	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Efektywna stopa podatkowa	11,0%	5,0%	5,0%	5,0%	16,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	21%	14%	9%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%
Wartość rezydualna (TV)	3 957,5
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 494,1
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 093,7
Wartość firmy (EV)	2 587,9
Dług netto	450,4
Wartość likwidacyjna gruntów	49,2
Udziałowcy mniejszościowi	234,6
Wartość firmy	1 952,1
Liczba akcji (mln)	476,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,1
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%
Cena docelowa	4,4

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	4,1	4,3	4,5	4,8	5,1
WACC -0,5pp	4,1	4,3	4,5	4,7	5,0
WACC	4,0	4,2	4,4	4,7	5,0
WACC +0,5pp	4,0	4,2	4,4	4,7	5,0
WACC +1,0pp	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,8
P/E('09) dla ceny docelowej	13,3
Udział TV w EV	58%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	2 483,4	3 720,5	4 301,7	4 909,0	4 449,6	4 716,7	5 153,1
<i>zmiana</i>	<i>34,2%</i>	<i>49,8%</i>	<i>15,6%</i>	<i>14,1%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>9,3%</i>
Koszt własny sprzedaży	2 239,1	3 398,3	3 870,7	4 423,4	4 017,5	4 278,4	4 640,7
Zysk brutto na sprzedaży	244,3	322,2	431,0	485,7	432,1	438,3	512,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,9%</i>
Koszty sprzedaży	-28,1	-28,3	-32,3	-28,0	-26,9	-27,7	-29,1
Koszty ogólnego zarządu	-106,6	-137,1	-185,3	-198,3	-190,3	-196,0	-206,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	3,6	14,7	-5,0	-4,8	-4,9	-5,2
EBIT	98,5	160,4	228,1	254,4	210,1	209,6	271,7
<i>zmiana</i>	<i>34,5%</i>	<i>62,8%</i>	<i>42,2%</i>	<i>11,5%</i>	<i>-17,4%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>29,6%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,3%</i>
Wynik na działalności finansowej	-5,3	-15,4	-72,1	-48,1	-42,0	-35,2	-29,1
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-1,7	4,4	2,8	2,7	2,2	2,3	3,1
Zysk brutto	91,5	149,4	158,9	209,0	170,3	176,6	245,7
Podatek dochodowy	17,4	32,7	18,5	23,0	8,5	8,8	12,3
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	11,5	16,6	20,3	26,9	23,4	24,3	33,7
Zysk netto	62,6	100,1	120,1	159,1	138,4	143,5	199,6
<i>zmiana</i>	<i>46,2%</i>	<i>59,9%</i>	<i>20,0%</i>	<i>32,4%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>39,1%</i>
<i>marża</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,9%</i>
Amortyzacja	31,2	45,0	70,4	81,2	101,3	101,3	102,2
EBITDA	129,7	205,4	298,5	335,6	311,4	310,9	373,8
<i>zmiana</i>	<i>28,1%</i>	<i>58,4%</i>	<i>45,3%</i>	<i>12,4%</i>	<i>-7,2%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>20,2%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,3%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	471,7	476,7	476,7	476,7	476,7	476,7	476,7
EPS	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
CEPS	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
ROAE	19,3%	15,0%	11,8%	13,9%	10,4%	9,7%	12,1%
ROAA	4,6%	4,5%	3,9%	4,4%	3,6%	3,6%	4,7%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 631,8	2 801,4	3 438,6	3 801,7	3 821,3	4 048,4	4 364,2
Majątek trwały	417,8	983,2	1 381,7	1 563,8	1 569,7	1 569,7	1 569,7
WNiP	19,6	437,6	509,4	509,4	509,4	509,4	509,4
Rzeczowe aktywa trwałe	261,7	426,4	710,8	858,0	888,9	888,9	888,9
Inwestycje długoterminowe	110,9	80,9	76,5	111,5	86,5	86,5	86,5
Pozostałe	25,6	38,3	84,9	84,9	84,9	84,9	84,9
Majątek obrotowy	1 213,9	1 818,2	2 056,9	2 237,9	2 251,6	2 478,7	2 794,5
Zapasy	168,8	348,9	395,1	361,1	354,9	370,2	400,5
Należności	872,8	1 289,6	1 347,5	1 620,0	1 468,4	1 556,5	1 700,5
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,8	9,8	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	163,5	169,9	303,1	245,7	417,2	540,9	682,3
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	1 631,8	2 801,4	3 438,6	3 801,7	3 821,3	4 048,4	4 364,1
Kapitał własny	354,9	983,0	1 053,9	1 239,9	1 411,8	1 555,4	1 755,0
Kapitał mniejszości	93,9	102,6	114,9	114,9	92,6	92,6	92,6
Zobowiązania długoterminowe	293,0	461,5	634,5	634,5	634,5	634,5	634,5
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	171,3	329,9	435,9	435,9	435,9	435,9	435,9
Rezerwy	61,1	92,6	101,1	101,1	101,1	101,1	101,1
Pozostałe	60,6	39,0	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5
Zobowiązania krótkoterminowe	890,0	1 254,4	1 635,3	1 812,4	1 682,4	1 766,0	1 882,1
Pożyczki i kredyty	83,2	229,4	317,5	317,5	317,5	317,5	317,5
Zobowiązania wobec dostawców	762,6	897,7	1 240,4	1 417,5	1 287,4	1 371,1	1 487,2
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	44,2	127,2	77,4	77,4	77,4	77,4	77,4
Dług	254,5	559,3	753,4	753,4	753,4	753,4	753,4
Dług netto	91,0	389,4	450,4	507,8	336,3	212,6	71,1
(Dług netto / Kapitał własny)	25,6%	39,6%	42,7%	41,0%	23,8%	13,7%	4,1%
(Dług netto / EBITDA)	0,7	1,9	1,5	1,5	1,1	0,7	0,2
BVPS	0,8	2,1	2,2	2,6	3,0	3,3	3,7



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	43,6	-203,8	355,5	251,4	330,7	282,2	303,4
Zysk netto	62,6	100,1	120,1	159,1	138,4	143,5	199,6
Amortyzacja	31,2	45,0	70,4	81,2	101,3	101,3	102,2
Kapitał obrotowy	-93,8	-463,0	193,1	-61,3	27,7	-19,9	-58,2
Pozostałe	43,7	114,1	-28,1	72,3	63,2	57,2	59,7
Przepływy inwestycyjne	-120,0	-97,1	-303,4	-287,6	-150,7	-123,3	-132,8
CAPEX	-58,4	-143,7	-323,9	-263,4	-132,2	-101,3	-102,2
Inwestycje kapitałowe	-42,1	46,9	0,0	2,7	-20,1	2,3	3,1
Pozostałe	-19,5	-0,2	20,5	-26,9	1,6	-24,3	-33,7
Przepływy finansowe	122,1	257,7	100,1	-21,2	-8,4	-35,2	-29,1
Emisja akcji	10,9	0,0	0,0	26,9	33,6	0,0	0,0
Dług	-50,5	109,6	152,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-6,9	-8,5	-4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	168,5	156,7	-47,9	-48,1	-42,0	-35,2	-29,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	45,7	-43,1	152,2	-57,4	171,5	123,7	141,5
Środki pieniężne na koniec okresu	148,3	143,1	295,2	237,8	409,3	533,0	674,5
DPS (PLN)	0,01	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-56,5	-442,8	172,6	-17,0	196,4	179,3	199,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	4,0%	2,6%	7,5%	5,3%	3,4%	2,1%	1,9%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	27,7	17,5	14,6	11,0	12,7	12,2	8,8
P/CE	18,5	12,1	9,2	7,3	7,3	7,2	5,8
P/BV	4,9	1,8	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0
P/S	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
FCF/EV	-2,9%	-19,7%	7,4%	-0,7%	9,0%	8,7%	10,4%
EV/EBITDA	14,8	10,9	7,8	7,1	7,0	6,6	5,1
EV/EBIT	19,5	14,0	10,2	9,3	10,4	9,8	7,1
EV/S	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
DYield	0,4%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	471,7	476,7	476,7	476,7	476,7	476,7	476,7
MC (mln PLN)	1735,9	1754,4	1754,4	1754,4	1754,4	1754,4	1754,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	93,9	102,6	114,9	114,9	92,6	92,6	92,6
EV (mln PLN)	1 920,8	2 246,4	2 319,6	2 377,0	2 183,2	2 059,6	1 918,1

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	10,30 PLN
Cena docelowa	11,60 PLN
Kapitalizacja	0,72 mld PLN
Free float	0,20 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,89 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Laris Investments	37,45%
BZ WBK AIB Asset Management	17,08%
Elektrim	12,47%
Pionier Pekao Investment Management	4,99%
Pozostali	28,01%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

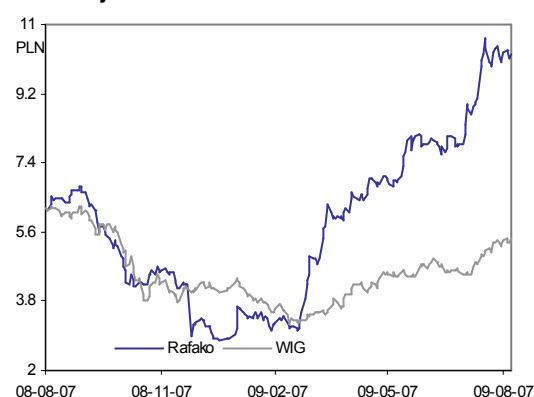
Profil spółki

Grupa Kapitałowa Rafako jest jednym z największych na rynku europejskim podmiotów zajmujących się produkcją kotłów energetycznych. W asortymencie spółki znajdują się także instalacje odsiarczania (IOS), elektrofiltry oraz m.in. elementy kotłów.

Ważne daty

31.08.09 - sprawozdanie finansowe za H1 2009
12.11.09 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Kurs akcji RFK na tle WIG



Maciej Stokłosa

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

Rafako

RAFA.WA; RFK.PW

Akumuluj

(Wznowiona)

Rok uspienia, rok oczekiwania

Portfel zamówień Rafako na rok 2010 wynosi już 1,03 mld PLN, co oznacza, że nasza uprzednia prognoza przychodów w wysokości 1,1 mld PLN została już w 91,6% podparta pozyskanymi kontraktami. Z uwagi na dobre perspektywy segmentu energetycznego, zdecydowaliśmy się podnieść prognozę przychodów do 1,3 mld PLN, w efekcie, zapewnienie portfela zamówień sięga obecnie 78%. Spółka posiada już zlecenia na rok 2011 o wartości przekraczającej 500 mln PLN. W najbliższym czasie możliwe jest rozstrzygnięcie kolejnych kontraktów, w tym na budowę elektrociepłowni o wartości 400-500 mln PLN. Poza potencjalnymi kontraktami, nie spodziewamy się w 2009 roku istotnych rozstrzygnięć. Rentowność raportowana przez spółkę powinna pozostać umiarkowana, co związane jest z wyjątkowo konserwatywną polityką księgową firmy. Rafako nie zamierza na razie rozwiązywać części rezerw zawiązanych w Q4 2008 i Q1 2009 na wypadek zdarzeń związanych z kryzysem finansowymi (np. brak zleceń), mimo, iż nie zapowiada się, aby ryzyka z nimi związane zmaterializowały się. Ponadto, spółka prowadzi ostrożną politykę księgową, podobnie jak w Erbudzie kontrakty są obrezerwowane, zaś znaczna część wynikowej rentowności pojawia się dopiero w momencie rozliczenia kontraktu. W roku bieżącym Rafako nie zakończy żadnego istotnego zlecenia. W efekcie, nie spodziewamy się, aby wyniki roku bieżącego mogły zaskoczyć pozytywnie. Poprawy rezultatów spodziewamy się w roku kolejnym, przy tym w prognozie nie uwzględniamy rozwiązania rezerw „kryzysowych”.

Oczekiwana rentowności na kontaktach budowlanych

Spodziewamy się, że pozyskane kontrakty na budowę instalacji odsiarczania w Elektrowni Dolna Odra i Bełchatów mogą zagwarantować spółce bardzo korzystne rentowności. W związku z niewielką konkurencją (jedynym konkurentem był Energomontaż Północ wraz z partnerem zagranicznym), Rafako może pozwolić sobie na ostrożne budżetowanie kosztów, zakładające np. powrót przedkryzysowych poziomów cen stopów stali. Uważamy, że takiego komfortu nie dają inne segmenty działalności w budownictwie.

Ekspozycja na budownictwo energetyczne: którą spółkę wybrać

Z perspektywy wyników lat 2010+, Rafako wyceniane jest nieznacznie wyżej od Polimexu, niżej niż Energomontaż Północ, Energomontaż Południe i Mostostal Zabrze oraz wyżej niż Remak. Uważamy, że w przypadku realizacji planów inwestycyjnych energetyki, spośród wymienionych spółek Rafako posiada największy potencjał do wzrostu przychodów. Mostostal Zabrze i Remak hamuje duża ekspozycja na rynki eksportowe, Polimex Mostostal rozdrobnienie spółek zależnych działających w branży, Energomontaż Południe brak inwestora branżowego, zaś Energomontaż Północ stosunkowo niewielki udział segmentu w przychodach (koncentracja na chemii).

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1137,5	1125,6	1062,0	1310,2	1441,2
EBITDA	35,1	76,1	68,4	84,9	87,7
marża EBITDA	3,1%	6,8%	6,4%	6,5%	6,1%
EBIT	22,1	60,8	52,6	68,7	70,8
Zysk netto	12,2	-11,6	37,5	55,8	58,3
P/E	58,8	-61,8	19,1	12,9	12,3
P/CE	28,4	191,2	13,5	10,0	9,5
P/BV	2,1	2,1	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA	13,1	6,2	7,4	5,4	4,7
DYield	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	1 062,0	1 310,2	1 441,2	1 585,3	1 743,9	1 900,8	2 033,9	2 135,5	2 210,3	2 276,6	
zmiana	-5,6%	23,4%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	7,0%	5,0%	3,5%	3,0%	
EBITDA	68,4	84,9	87,7	92,4	100,6	108,7	115,5	112,0	113,0	113,5	
marża EBITDA	6,4%	6,5%	6,1%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,2%	5,1%	5,0%	
Amortyzacja	15,8	16,3	16,9	17,5	18,2	18,9	19,4	19,7	19,7	19,7	
EBIT	52,6	68,7	70,8	74,9	82,4	89,8	96,1	92,3	93,3	93,9	
marża EBIT	5,0%	5,2%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,3%	4,2%	4,1%	
Opodatkowanie EBIT	10,0	13,0	13,5	14,2	15,6	17,1	18,3	17,5	17,7	17,8	
NOPLAT	42,6	55,6	57,4	60,7	66,7	72,7	77,8	74,8	75,6	76,0	
CAPEX	-20,5	-21,1	-23,6	-24,6	-25,5	-26,5	-24,2	-22,6	-22,6	-19,7	
Kapitał obrotowy	-65,7	-8,9	-2,6	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-2,7	-4,1	-4,4	
Pozostałe	-23,4	-8,1	-9,0	-9,9	-10,8	-11,8	-12,6	-13,3	-13,7	-14,2	
FCF	-51,2	33,7	39,0	40,5	45,3	50,1	57,1	55,9	54,8	57,5	59,2
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Współczynnik dyskonta	95,7%	86,1%	77,5%	69,8%	62,8%	56,5%	50,9%	45,8%	41,2%	37,3%	
PV FCF	-49,0	29,1	30,3	28,3	28,5	28,3	29,1	25,6	22,6	21,4	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	778,8										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	290,4										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	194,1										
Wartość firmy (EV)	484,4										
Dług netto	-258,9										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	743,3										
Liczba akcji (mln)	69,6										
Wartość firmy na akcję (PLN)	10,7										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	11,6										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,3										
P/E('09) dla ceny docelowej	21,5										
Udział TV w EV	39%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	11,8	11,6	11,6	11,8	12,4
WACC -0,5pp	11,9	11,6	11,6	11,9	12,4
WACC	11,9	11,6	11,6	11,9	12,4
WACC +0,5pp	11,8	11,6	11,6	11,8	12,4
WACC +1,0pp	11,8	11,6	11,6	11,8	12,4

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	777,2	1 137,5	1 125,6	1 062,0	1 310,2	1 441,2	1 585,3
<i>zmiana</i>	<i>54,5%</i>	<i>46,4%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-5,6%</i>	<i>23,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
Koszt własny sprzedaży	705,1	1 065,3	1 005,2	953,3	1 175,0	1 294,3	1 426,8
Zysk brutto na sprzedaży	72,1	72,2	120,4	108,7	135,2	146,8	158,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>9,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,0%</i>
Koszty sprzedaży	-17,7	-18,2	-15,9	-23,4	-24,2	-28,1	-30,9
Koszty ogólnego zarządu	-22,4	-24,2	-24,6	-28,8	-37,3	-42,5	-46,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	-7,7	-19,1	-4,0	-4,9	-5,4	-6,0
EBIT	20,9	22,1	60,8	52,6	68,7	70,8	74,9
<i>zmiana</i>	<i>45,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>175,6%</i>	<i>-13,5%</i>	<i>30,6%</i>	<i>3,1%</i>	<i>5,8%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>2,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	-3,8	-3,7	-11,9	-2,3	3,7	5,1	6,7
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	17,2	18,4	48,9	50,3	72,4	75,9	81,6
Podatek dochodowy	-3,9	-5,8	-11,5	-10,4	-13,8	-14,4	-15,5
Zysk netto z działalności kontynuowanej	17,2	18,4	37,4	50,3	72,4	75,9	81,6
Strata z działalności zaniechanej			-50,3				
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,6	0,4	-1,4	2,3	2,9	3,2	3,5
Zysk netto	12,8	12,2	-11,6	37,5	55,8	58,3	62,6
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-195,2%</i>	<i>-423,0%</i>	<i>48,7%</i>	<i>4,6%</i>	<i>7,3%</i>
<i>marża</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,9%</i>
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	15,8	16,3	16,9	17,5
EBITDA	31,7	35,1	76,1	68,4	84,9	87,7	92,4
<i>zmiana</i>	<i>29,3%</i>	<i>10,8%</i>	<i>116,8%</i>	<i>-10,2%</i>	<i>24,2%</i>	<i>3,2%</i>	<i>5,4%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>5,8%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
EPS	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,8	0,8	0,9
CEPS	1,4	0,4	0,1	0,8	1,0	1,1	1,2
ROAE	5,7%	4,2%	-3,4%	10,6%	13,9%	12,7%	12,1%
ROAA	2,2%	1,7%	-1,4%	4,7%	6,6%	6,0%	5,8%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	688,5	787,3	819,7	779,7	919,0	1 021,8	1 133,6
Majątek trwały	185,2	197,4	220,6	225,3	230,2	237,0	244,0
WNiP	3,8	4,7	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	128,7	144,7	163,8	168,5	173,4	180,2	187,2
Aktywa finansowe	18,9	14,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	33,8	33,1	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7
Majątek obrotowy	503,3	589,9	599,0	554,4	688,8	784,9	889,6
Zapasy	20,3	29,7	61,4	36,6	45,1	49,6	54,7
Należności	192,8	222,3	204,6	194,9	240,5	264,5	291,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	65,8	94,7	64,6	87,3	125,6	144,1	165,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	223,2	241,8	268,5	235,6	277,6	326,6	378,9
Inne	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	688,5	787,3	819,7	779,7	919,0	1 021,8	1 133,6
Kapitał własny	230,5	347,1	335,6	373,1	428,8	487,1	549,7
Kapitał mniejszości	6,2	2,4	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Zobowiązania długoterminowe	20,7	34,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	20,7	34,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1
Zobowiązania krótkoterminowe	431,1	403,6	445,4	367,9	451,5	496,0	545,2
Pożyczki i kredyty	1,0	11,3	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Zobowiązania wobec dostawców	189,4	219,9	186,3	175,0	215,7	237,6	261,9
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	240,7	172,3	249,4	183,3	226,1	248,8	273,6
Dług	1,0	11,3	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Dług netto	-222,2	-230,5	-258,9	-225,9	-267,9	-316,9	-369,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-96,4%	-66,4%	-77,1%	-60,6%	-62,5%	-65,1%	-67,2%
(Dług netto / EBITDA)	-7,0	-6,6	-3,4	-3,3	-3,2	-3,6	-4,0
BVPS	13,2	5,0	4,8	5,4	6,2	7,0	7,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	163,7	-68,6	112,5	-10,1	59,4	67,5	70,1
Zysk netto	12,8	12,2	-11,6	37,5	55,8	58,3	62,6
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	15,8	16,3	16,9	17,5
Kapitał obrotowy	159,2	-83,9	30,8	-65,7	-8,9	-2,6	-3,3
Pozostałe	-19,1	-10,0	77,9	2,3	-3,7	-5,1	-6,7
Przepływy inwestycyjne	-132,7	-75,5	-27,9	-20,5	-21,1	-23,6	-24,6
CAPEX	-13,8	-31,6	-41,8	-20,5	-21,1	-23,6	-24,6
Inwestycje kapitałowe	-125,1	-49,4	17,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	6,1	5,4	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-4,3	107,9	-27,7	-2,3	3,7	5,1	6,7
Emisja akcji	0,0	104,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,1	10,2	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-4,0	-6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	26,7	-36,2	56,9	-32,9	42,0	49,0	52,3
Środki pieniężne na koniec okresu	223,2	241,8	268,5	235,6	277,6	326,6	378,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	161,1	-107,6	-64,4	-51,2	33,7	39,0	40,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,8%	2,8%	3,7%	1,9%	1,6%	1,6%	1,5%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	14,0	58,8	-61,8	19,1	12,9	12,3	11,5
P/CE	7,6	28,4	191,2	13,5	10,0	9,5	8,9
P/BV	0,8	2,1	2,1	1,9	1,7	1,5	1,3
P/S	0,2	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	-219,5%	-23,4%	-13,7%	-10,2%	7,3%	9,5%	11,2%
EV/EBITDA	-2,3	13,1	6,2	7,4	5,4	4,7	3,9
EV/EBIT	-3,5	20,9	7,7	9,6	6,7	5,8	4,8
EV/S	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2
DYield	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	10,3						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
MC (mln PLN)	179,2	716,9	716,9	716,9	716,9	716,9	716,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	6,2	2,4	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
EV (mln PLN)	-73,4	460,5	470,6	503,6	461,6	412,6	360,3

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	3,90 PLN
Cena docelowa	4,80 PLN
Kapitalizacja	0,62 mld PLN
Free float	0,26 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,41 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Comsa SA	50,63%
Maciej Radziwiłł	1,48%
ING OFE	6,89%
Pozostali	41,00%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

Profil spółki

Trakcja Polska działa głównie w segmencie budownictwa kolejowego i tramwajowego: świadczy usługi z zakresu robót nawierzchniowych, trakcyjnych, energetycznych, inżynierskich, zajmuje się też instalacją automatyki kolejowej i sieci telekomunikacyjnych. Ponadto, spółka świadczy usługi z zakresu budownictwa drogowego i kubaturowego, prowadzi też działalność deweloperską. Trakcja Polska planuje w najbliższych latach zająć się budową elektrowni wiatrowych.

Ważne daty

31.08.09 - wyniki skonsolidowane za H1 2009

Kurs akcji Trakcji Polskiej na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Trakcja Polska Kupuj

TRKC.WA; TRK.PW

(Niezmieniona)

Najtańsza spółka w sektorze

Trakcja Polska wyceniana jest na około 630 mln PLN, z tego 145 mln PLN to gotówka netto. Stany gotówkowe w spółce mogą dodatkowo wzrosnąć, do około 190 mln PLN, gdy Trakcja spienięży posiadane przez PRK-7 aktywa deweloperskie. W efekcie, można powiedzieć, że działalność operacyjna Trakcji wyceniana jest na 440 mln PLN, co z punktu widzenia wyników 2009 roku czyni z Trakcji najtańszą dużą spółkę budowlaną na GPW. Oczywiście, każda róża ma kolce, a tymi jest w przypadku Trakcji niewielki portfel zleceń na rok 2010 (nieco ponad 200 mln PLN). Portfel zamówień na rok 2010 może w najbliższym czasie wzrosnąć o około 100 mln PLN, w wyniku podpisania kontraktu, którego wartość zarząd spółki szacuje na 140 mln PLN, jednak na kolejne kontrakty należy jeszcze poczekać. Kontrakt na budowę LCS Działdowo ma zostać rozstrzygnięty najwcześniej na początku września, nie jest jednak wykluczone, że termin ten się wydłuży. Zdobycie kontraktu o wartości rzędu 1 mld PLN zagwarantowałoby wypełnienie portfela na rok kolejny. Kolejny duży kontrakt, którego należy się spodziewać, to budowa odcinka Grodzisk-Skierniewice. Jego wartość porównywalna jest do wartości kontraktu na budowę LCS Działdowo. Zgodnie z naszymi informacjami, linia E-65 jest traktowana w PKP PLK priorytetowo, nie należy więc oczekiwać, aby przetargi nie zostały rozpisane. Poza tym, jest szereg mniejszych kontraktów, a także przetargi na budowę linii tramwajowych, w których Trakcja również mogłaby wziąć udział. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Gra o duże kontrakty budowlane

Działalność Trakcji Polskiej charakteryzuje się znacznym uzależnieniem od jednego klienta - PKP PLK. PKP PLK ogłasza relatywnie niewiele bardzo dużych kontraktów, w związku z tym spółka jest narażona w istotny sposób na ryzyka związane z kontraktacją. Szacujemy, że konkurencja Trakcji w każdym z dużych przetargów może składać się z około 3 dużych podmiotów, w związku z tym, biorąc pod uwagę dużą motywację spółki wynikającą z niewielkiego portfela zleceń, szansę na zwycięstwo w przynajmniej jednym z dużych kontraktów (LCS Działdowo lub Grodzisk-Skierniewice) szacujemy na 66%. Nasza prognoza uwzględnia jeden duży kontrakt.

Scenariusz negatywny?

Warto zastanowić się, co by mogło się stać, gdyby Trakcji nie udało się podpisać dużego przetargu kolejowego. Sądzymy, że w takim przypadku należałoby się liczyć ze spadkiem poziomu przychodów w spółce r/r. Jednocześnie, wystąpiłby wzrost marż procentowych, gdyż spadek przychodów miałby miejsce w zakresie generalnego wykonawstwa, wysoce rentowne usługi trakcyjne zaś ciągle byłyby wykonywane. Przy przychodach rzędu 500 mln PLN rocznie i marży brutto na poziomie 9,0%, spółka wygenerowałaby 30,0 mln PLN zysku (P/E = 21,6, 14,7 po uwzględnieniu stanu gotówki netto).

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	646,8	794,6	879,4	892,1	964,3
EBITDA	35,6	60,9	83,3	66,8	63,0
marża EBITDA	5,5%	7,7%	9,5%	7,5%	6,5%
EBIT	29,6	53,0	66,9	50,6	46,3
Zysk netto	28,5	54,7	64,6	50,1	47,3
P/E	17,7	11,4	9,7	12,5	13,2
P/CE	14,6	10,0	7,7	9,4	9,7
P/BV	3,5	2,0	1,7	1,5	1,3
EV/EBITDA	12,4	5,1	4,5	5,6	5,4
DYield	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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 raportu.



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	879,4	892,1	964,3	1 044,7	1 119,3	1 193,9	1 262,8	1 325,9	1 377,6	1 418,9	
zmiana	10,7%	1,4%	8,1%	8,3%	7,1%	6,7%	5,8%	5,0%	3,9%	3,0%	
EBITDA	83,3	66,8	63,0	67,4	71,5	75,4	79,0	82,2	83,3	83,5	
marża EBITDA	9,5%	7,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,0%	5,9%	
Amortyzacja	16,4	16,2	16,7	17,3	17,8	18,1	18,4	18,5	18,5	18,5	
EBIT	66,9	50,6	46,3	50,1	53,7	57,3	60,6	63,6	64,8	65,0	
marża EBIT	7,6%	5,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,6%	
Opodatkowanie EBIT	12,7	9,6	8,8	9,5	10,2	10,9	11,5	12,1	12,3	12,3	
NOPLAT	54,2	40,9	37,5	40,6	43,5	46,4	49,1	51,6	52,4	52,6	
CAPEX	-72,7	-15,0	-20,1	-20,7	-21,4	-19,9	-20,2	-19,4	-19,4	-18,5	
Kapitał obrotowy	-46,9	-43,0	-10,6	-3,8	-3,5	-3,5	-3,2	-3,0	-9,5	-1,6	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-49,0	-0,8	23,5	33,4	36,5	41,1	44,0	47,7	42,0	51,1	52,3
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,7%	86,1%	77,5%	69,8%	62,8%	56,5%	50,9%	45,8%	41,2%	37,3%	
PV FCF	-46,9	-0,7	18,3	23,3	22,9	23,2	22,4	21,8	17,3	19,0	

WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,5%	Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	646,1	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	240,9		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	120,7	WACC -1,0pp	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0
Zdyskontowana wartość FCF	361,6	WACC -0,5pp	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0
Dług netto	-322,1	WACC	4,6	4,6	4,8	4,9	5,0
Inne aktywa nieoperacyjne	32,7	WACC +0,5pp	4,5	4,6	4,7	4,9	5,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC +1,0pp	4,5	4,6	4,7	4,8	5,0
Wartość firmy	716,4						
Liczba akcji (mln)	160,1						
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,5						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%						
Cena docelowa	4,8						
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	5,6						
P/E('09) dla ceny docelowej	12,0						
Udział TV w EV	34%						

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	363,2	646,8	794,6	879,4	892,1	964,3	1 044,7
<i>zmiana</i>	<i>49,8%</i>	<i>78,1%</i>	<i>22,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>1,4%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,3%</i>
Koszt własny sprzedaży	337,0	592,9	719,5	786,1	814,8	889,1	963,2
Zysk brutto na sprzedaży	26,1	53,9	75,1	93,3	77,3	75,2	81,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,6%</i>	<i>8,7%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>
Koszty sprzedaży	-1,7	-2,0	-2,7	-2,5	-2,5	-2,7	-3,0
Koszty ogólnego zarządu	-11,3	-18,1	-19,2	-22,7	-23,0	-24,9	-26,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,1	-4,2	-0,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
EBIT	12,1	29,6	53,0	66,9	50,6	46,3	50,1
<i>zmiana</i>	<i>115,3%</i>	<i>145,1%</i>	<i>79,3%</i>	<i>26,2%</i>	<i>-24,4%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>8,3%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,8%</i>
Wynik na działalności finansowej	3,0	7,2	15,0	12,9	11,3	12,2	14,1
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	15,1	36,8	68,0	79,8	61,9	58,4	64,2
Podatek dochodowy	-3,6	-7,1	-12,3	-15,2	-11,8	-11,1	-12,2
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,8	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	10,7	28,5	54,7	64,6	50,1	47,3	52,0
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>166,4%</i>	<i>91,9%</i>	<i>18,2%</i>	<i>-22,5%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>9,9%</i>
<i>marża</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,0%</i>
Amortyzacja	4,7	6,1	7,9	16,4	16,2	16,7	17,3
EBITDA	16,8	35,6	60,9	83,3	66,8	63,0	67,4
<i>zmiana</i>	<i>71,0%</i>	<i>112,4%</i>	<i>71,0%</i>	<i>36,8%</i>	<i>-19,9%</i>	<i>-5,6%</i>	<i>7,0%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	130,1	130,1	160,1	160,1	160,1	160,1	160,1
EPS	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
ROAE	9,4%	21,6%	23,9%	18,8%	12,5%	10,5%	10,4%
ROAA	3,4%	6,6%	8,7%	8,4%	6,2%	5,4%	5,5%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	377,3	496,4	754,2	785,9	839,0	914,1	993,8
Majątek trwały	46,9	133,2	139,3	195,6	194,3	197,7	201,1
WNiP	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	1,2	13,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	35,1	44,6	52,1	108,4	107,1	110,5	113,9
Inwestycje długoterminowe	1,4	49,5	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8
Pozostałe	4,9	21,4	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
Majątek obrotowy	330,3	363,2	614,8	590,3	644,6	716,4	792,6
Zapasy	17,6	83,1	84,5	32,3	33,5	36,5	39,6
Należności	172,1	134,3	160,1	253,0	305,5	340,8	369,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,7	2,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	138,2	141,1	367,0	301,8	302,4	335,8	380,6
Inne	0,7	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	377,3	496,4	754,2	785,9	839,0	914,1	993,8
Kapitał własny	120,3	145,5	311,6	376,2	426,4	473,7	525,7
Kapitał mniejszości	3,2	4,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Zobowiązania długoterminowe	8,4	63,6	59,1	51,4	51,4	51,4	51,4
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	45,8	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3
Rezerwy i inne	8,4	17,8	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	245,3	283,0	378,0	352,9	355,8	383,6	411,3
Pożyczki i kredyty	0,0	24,7	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Zobowiązania wobec dostawców	240,3	222,2	299,9	293,6	304,3	332,1	359,8
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	26,7	7,7	0,0	0,0	0,0
Inne	5,1	36,1	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9
Dług	0,0	70,5	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9
Dług netto	-138,2	-70,6	-322,1	-256,9	-257,5	-290,9	-335,7
(Dług netto / Kapitał własny)	-114,9%	-48,6%	-103,4%	-68,3%	-60,4%	-61,4%	-63,9%
(Dług netto / EBITDA)	-8,2	-2,0	-5,3	-3,1	-3,9	-4,6	-5,0
BVPS	0,9	1,1	1,9	2,4	2,7	3,0	3,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	74,4	44,0	141,9	-5,4	4,3	41,3	51,4
Zysk netto	10,7	28,5	54,7	64,6	50,1	47,3	52,0
Amortyzacja	4,7	6,1	7,9	16,4	16,2	16,7	17,3
Kapitał obrotowy	11,2	-4,7	50,4	-12,9	-20,4	-11,8	-4,4
Pozostałe	47,8	14,2	28,9	-73,5	-41,7	-11,0	-13,5
Przepływy inwestycyjne	-7,0	-89,0	-51,5	-72,7	-15,0	-20,1	-20,7
CAPEX	-7,0	-21,8	-14,8	-72,7	-15,0	-20,1	-20,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	-67,2	-36,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	2,6	47,9	81,6	12,9	11,3	12,2	14,1
Emisja akcji	2,6	0,0	111,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,0	52,7	-25,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	70,0	2,9	172,1	-65,2	0,6	33,4	44,8
Środki pieniężne na koniec okresu	138,2	141,1	313,2	248,0	248,6	282,0	326,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	18,3	-65,1	11,2	-49,0	-0,8	23,5	33,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,9%	3,4%	1,9%	8,3%	1,7%	2,1%	2,0%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	47,4	17,7	11,4	9,7	12,5	13,2	12,0
P/CE	32,9	14,6	10,0	7,7	9,4	9,7	9,0
P/BV	4,2	3,5	2,0	1,7	1,5	1,3	1,2
P/S	1,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
FCF/EV	4,9%	-14,8%	3,6%	-13,1%	-0,2%	6,9%	11,4%
EV/EBITDA	22,2	12,4	5,1	4,5	5,6	5,4	4,4
EV/EBIT	30,9	14,9	5,8	5,6	7,4	7,3	5,9
EV/S	1,0	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
DYield	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,9						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	130,1	130,1	160,1	160,1	160,1	160,1	160,1
MC (mln PLN)	507,4	507,4	624,4	624,4	624,4	624,4	624,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,2	4,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
EV (mln PLN)	372,4	441,2	307,7	372,9	372,3	338,9	294,1

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	50,90 PLN
Cena docelowa	58,80 PLN
Kapitalizacja	0,28 mld PLN
Free float	0,07 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,23 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Ulma CyE S. Coop.	75,49%
Pozostali	24,51%

Strategia dotycząca sektora

Największym problemem sektora materiałów budowlanych, do którego należy zaliczyć Ulmę, jest spadek popytu, wywołany dekonunkturą w zakresie budownictwa kubaturowego. Skutkiem jest nadpodaż mocy produkcyjnych w stosunku do popytu, spadek cen i realizowanych marż, przy niższych wolumenach sprzedaży. Spółki działające na etapie budowy stanów surowych już czują znaczne pogorszenie koniunktury (Ulma, Żurawie Wieżowe), inne zaś spadek popytu czeka dopiero za kilka kwartałów (produkcja materiałów wykończeniowych).

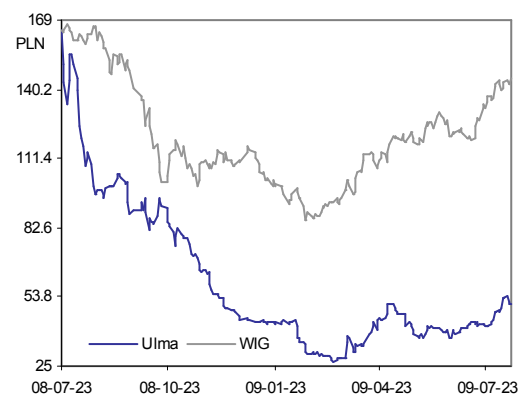
Profil spółki

Ulma Construccjon Polska jest drugim największym graczem na rynku systemów szalunków w Polsce. Oferta spółki obejmuje kompleksową usługę wynajmu deskowań wykorzystywanych w budownictwie monolitycznym, na którą składają się projektowanie, dzierżawa, obsługa logistyczna i inne.

Ważne daty

31.08.09 - skonsolidowany raport za H1 2009
13.11.09 - skonsolidowany raport za Q3 2009

Kurs akcji ULM na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Ulma

BAUA.WA; ULM.PW

Akumuluj

(Wznowiona)

Dobra inwestycja, ale nie na krótki termin

W roku obecnym wyniki Ulmy są pod presją pogorszenia koniunktury w budownictwie kubaturowym. Nie przewidujemy, aby Q2 2009 mógł przynieść przełom, inwestorzy powinni przygotować się na relatywnie słabe wyniki finansowe. Nasza prognoza zakłada wyniki zbliżone do zera w Q2 2009, a następnie poprawę wyników w kolejnych kwartałach. Wynikać ona będzie z wejścia w etap realizacji kontraktów infrastrukturalnych oraz z redukcji kosztów związanych z uruchomieniem centrów logistycznych. Poprawa wyników w roku 2010 wynika z odbudowy rynku budownictwa kubaturowego oraz wzrostu ilości realizowanych kontraktów drogowych. Oczekujemy, że do końca roku rozstrzygnięte zostaną przetargi o wartości 8,9 mld PLN, ogłoszone też zostanie większość przetargów na budowę autostrad. Sądzymy, że to właśnie segment infrastrukturalny, którego udział w przychodach Ulmy sięgnąć w tym roku może zgodnie z planami zarządu 30%, może wpłynąć na poprawę wyników już w roku kolejnym. Poprawy spodziewamy się głównie po stronie wzrostu rotacji majątku. Konserwatywnie nie zakładamy wzrostu cen dzierżawy, gdyż uważamy, że może to jeszcze nie nastąpić w roku kolejnym. Mimo to, z perspektywy przewidywanych wyników roku 2011, spółka jest naszym zdaniem atrakcyjna. Zalecamy akumulowanie walorów Ulmy.

Ulma czy Żurawie - co wybrać?

Z punktu widzenia wskaźników P/BV, obie spółki wyceniane są podobnie. Mimo to, sądzimy, że w kontekście lat 2011/2012, inwestycja w akcje Ulmy jest bardziej atrakcyjna. Wynika to z charakteru rynku, na jakim spółka działa, oraz struktury konkurencji. W zakresie szalunków wykorzystywanych w budownictwie drogowym, konkurencja Ulmy składa się z dwóch podmiotów, udział w rynku zaś jest znaczny. Nie spodziewamy się jednak, aby udział tego segmentu mógł przekroczyć 30% przychodów spółki w tym roku. Z drugiej strony, spółki prowadzące dzierżawę żurawi (konkurencja giełdowych Żurawi Wieżowych) charakteryzują się bardzo dużym zadłużeniem. Skłania to spółki te do oferowania żurawi po bardzo niskich cenach, aby jedynie zapewnić przyzwoitą rotację sprzętu i pokrycie kosztów stałych.

Niski wskaźnik EV/EBITDA

Na tle branży budowlanej spółka wyceniana jest po bardzo niskim wskaźniku EV/EBITDA. Niski wskaźnik EV/EBITDA wynika z charakteru działalności Ulmy, którym jest dzierżawa sprzętu amortyzowanego w ciągu około 7 lat. W efekcie, Ulma generuje bardzo duże wolne przepływy pieniężne, które następnie wykorzystywane są w zakupach odtworzeniowych dzierżawanego sprzętu.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	222,6	241,5	182,3	198,0	207,8
EBITDA	108,4	103,4	69,8	81,5	89,1
marża EBITDA	48,7%	42,8%	38,3%	41,2%	42,9%
EBIT	66,6	40,9	17,8	29,4	35,0
Zysk netto	50,9	25,9	4,7	15,8	21,4
P/E	5,1	10,3	56,3	16,9	12,5
P/CE	2,8	3,0	4,7	3,9	3,5
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,0	4,3	5,6	4,5	4,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	182,3	198,0	207,8	222,5	236,6	247,8	258,3	269,1	280,1	291,0	
zmiana	-24,5%	8,6%	5,0%	7,0%	6,4%	4,7%	4,2%	4,2%	4,1%	3,9%	
EBITDA	69,8	81,5	89,1	99,7	108,6	114,2	119,3	124,5	129,7	134,3	
marża EBITDA	38,3%	41,2%	42,9%	44,8%	45,9%	46,1%	46,2%	46,3%	46,3%	46,1%	
Amortyzacja	52,0	52,1	54,1	58,0	60,9	63,6	66,6	69,9	73,2	76,5	
EBIT	17,8	29,4	35,0	41,7	47,7	50,6	52,6	54,6	56,4	57,8	
marża EBIT	9,8%	14,8%	16,8%	18,7%	20,2%	20,4%	20,4%	20,3%	20,2%	19,9%	
Opodatkowanie EBIT	3,3	5,4	6,5	7,8	8,9	9,5	10,0	10,3	10,7	11,0	
NOPLAT	14,6	24,0	28,5	33,9	38,8	41,1	42,7	44,3	45,7	46,8	
CAPEX	-17,6	-36,0	-64,2	-77,7	-64,3	-68,2	-71,6	-74,5	-76,8	-76,5	
Kapitał obrotowy	14,9	-1,5	-0,9	-1,4	-1,4	-1,1	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	
FCF	63,8	38,6	17,5	12,9	34,0	35,4	36,7	38,6	41,1	45,8	47,1
WACC	9,8%	10,2%	10,2%	10,2%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	10,4%	
współczynnik dyskonta	92,5%	84,0%	76,2%	69,1%	62,6%	56,7%	51,3%	46,4%	41,9%	38,0%	
PV FCF	59,1	32,4	13,3	8,9	21,3	20,1	18,8	17,9	17,2	17,4	
WACC	9,8%	10,2%	10,2%	10,2%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	10,4%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	18,3%	18,4%	18,5%	18,6%	18,7%	18,8%	18,9%	18,9%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	25%	18%	17%	17%	14%	11%	11%	10%	10%	3%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	632,8	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	240,2	2,0% 2,5% 3,0% 3,5% 4,0%									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	226,4	WACC -1,0pp	53,7	56,8	60,2	64,1	68,6				
Zdyskontowana wartość FCF	466,6	WACC -0,5pp	53,2	56,2	59,6	63,5	67,9				
Dług netto	180,9	WACC	52,7	55,7	58,8	62,9	67,3				
Wartość firmy	285,7	WACC +0,5pp	52,3	55,2	58,5	62,3	66,7				
Liczba akcji (mln.)	5,3	WACC +1,0pp	51,8	54,7	58,0	61,7	66,1				
Wartość firmy na akcję (PLN)	54,4										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	58,8										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	6,5										
P/E('09) dla ceny docelowej	60,1										
Udział TV w EV	51%										

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	154,3	222,6	241,5	182,3	198,0	207,8	222,5
<i>zmiana</i>	56,5%	44,3%	8,5%	-24,5%	8,6%	5,0%	7,0%
Koszt własny sprzedaży	90,5	136,8	178,3	146,9	150,6	154,4	161,7
Zysk brutto na sprzedaży	63,7	85,8	63,2	35,4	47,3	53,4	60,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	41,3%	38,5%	26,2%	19,4%	23,9%	25,7%	27,3%
Koszty sprzedaży	-7,9	-7,4	-4,8	-6,8	-6,9	-7,1	-7,3
Koszty ogólnego zarządu	-9,8	-10,0	-10,6	-9,6	-9,8	-10,0	-10,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,1	-1,7	-6,9	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4
EBIT	45,9	66,6	40,9	17,8	29,4	35,0	41,7
<i>zmiana</i>	81,0%	45,0%	-38,5%	-56,4%	64,5%	19,1%	19,2%
<i>marża EBIT</i>	29,8%	29,9%	17,0%	9,8%	14,8%	16,8%	18,7%
Wynik na działalności finansowej	-4,9	-4,5	-10,5	-11,7	-10,0	-8,7	-8,2
Zysk brutto	41,1	62,1	30,5	6,2	19,4	26,3	33,4
Podatek dochodowy	-8,1	-11,3	-4,6	-1,4	-3,6	-4,9	-6,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	32,9	50,9	25,9	4,7	15,8	21,4	27,2
<i>zmiana</i>	81,1%	54,5%	-49,2%	-81,6%	233,2%	35,4%	27,1%
<i>marża</i>	21,3%	22,9%	10,7%	2,6%	8,0%	10,3%	12,2%
Amortyzacja	29,0	41,9	62,4	52,0	52,1	54,1	58,0
EBITDA	75,0	108,4	103,4	69,8	81,5	89,1	99,7
<i>zmiana</i>	67,2%	44,6%	-4,7%	-32,4%	16,7%	9,3%	11,9%
<i>marża EBITDA</i>	48,6%	48,7%	42,8%	38,3%	41,2%	42,9%	44,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,9	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
EPS	6,7	9,9	4,9	0,9	3,0	4,1	5,2
CEPS	12,7	18,0	16,8	10,8	12,9	14,4	16,2
ROAE	39,0%	29,7%	10,2%	1,8%	5,7%	7,3%	8,8%
ROAA	16,6%	15,9%	5,8%	0,9%	3,0%	4,1%	5,1%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	243,3	397,9	492,7	509,0	529,2	519,3	539,9
Majątek trwały	181,6	293,4	412,1	377,7	361,5	371,6	391,2
Majątek obrotowy	61,7	104,4	80,6	131,3	167,6	147,7	148,7
Zapasy	15,3	21,3	16,0	17,4	18,9	19,9	21,3
Należności	44,2	52,8	55,6	50,9	55,2	58,0	62,1
Należności z tytułu podatku bieżącego	0,0	0,5	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,3	29,8	6,1	60,1	90,6	66,9	62,4
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	243,3	397,9	492,7	509,0	529,2	519,3	539,9
Kapitał własny	100,8	241,3	263,9	268,7	284,5	302,7	319,3
Zobowiązania długoterminowe	90,1	83,7	148,4	148,4	148,4	148,4	148,4
Pożyczki i kredyty	86,4	82,7	146,1	146,1	146,1	146,1	146,1
Inne	3,7	1,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Zobowiązania krótkoterminowe	52,5	72,8	80,4	91,9	96,3	68,2	72,3
Pożyczki i kredyty	17,2	10,6	40,9	40,9	40,9	10,0	10,0
Zobowiązania wobec dostawców	31,6	62,1	39,4	50,9	55,3	58,0	62,1
Inne	3,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dług	103,6	93,3	187,0	187,0	187,0	156,1	156,1
Dług netto	101,4	63,4	180,9	126,9	96,4	89,2	93,7
(Dług netto / Kapitał własny)	100,6%	26,3%	68,6%	47,2%	33,9%	29,5%	29,4%
(Dług netto / EBITDA)	1,4	0,6	1,8	1,8	1,2	1,0	0,9
BVPS	20,6	46,9	50,2	51,1	54,1	57,6	60,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	65,5	115,0	96,4	83,3	76,4	83,3	92,1
Zysk netto	32,9	50,9	25,9	4,7	15,8	21,4	27,2
Amortyzacja	29,0	41,9	62,4	52,0	52,1	54,1	58,0
Kapitał obrotowy	-15,0	3,5	-20,4	14,9	-1,5	-0,9	-1,4
Pozostałe	18,5	18,8	28,6	11,7	10,0	8,7	8,2
Przepływy inwestycyjne	-108,2	-158,0	-203,2	-15,6	-32,3	-60,3	-74,5
CAPEX	-107,9	-154,5	-200,5	-17,6	-36,0	-64,2	-77,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,3	-3,4	-2,7	2,0	3,7	3,9	3,2
Przepływy finansowe	44,3	74,1	80,5	-13,6	-13,7	-46,6	-22,1
Emisja akcji	0,0	89,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	53,1	-6,9	91,5	0,0	0,0	-30,9	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-8,8	-9,0	-11,0	-13,6	-13,7	-15,7	-22,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	1,6	31,1	-26,3	54,0	30,5	-23,6	-4,5
Środki pieniężne na koniec okresu	2,3	29,8	6,1	60,1	90,6	66,9	62,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-57,5	-55,1	-125,4	63,8	38,6	17,5	12,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	70,0%	69,4%	83,0%	9,6%	18,2%	30,9%	34,9%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	7,6	5,1	10,3	56,3	16,9	12,5	9,8
P/CE	4,0	2,8	3,0	4,7	3,9	3,5	3,1
P/BV	2,5	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	1,6	1,2	1,1	1,5	1,4	1,3	1,2
FCF/EV	-16,4%	-16,9%	-28,0%	16,2%	10,6%	4,9%	3,6%
EV/EBITDA	4,7	3,0	4,3	5,6	4,5	4,0	3,6
EV/EBIT	7,6	4,9	11,0	22,1	12,4	10,2	8,7
EV/S	2,3	1,5	1,9	2,2	1,8	1,7	1,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	50,9						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,9	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
MC (mln PLN)	248,9	261,6	267,5	267,5	267,5	267,5	267,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	350,3	325,1	448,5	394,4	363,9	356,7	361,2

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.

14 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Unibep

UNBE.WA; UNI.PW

Trzymaj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	5,90 PLN
Cena docelowa	6,10 PLN
Kapitalizacja	0,19 mld PLN
Free float	0,04 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,09 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Zofia Mikołuszczo	27,06%
Zofia Iwona Stajkowska	18,05%
Beata Maria Skowrońska	18,05%
Robert Andrzej Micał	7,70%
Zina Micał	5,85%
Pozostali	23,29%

Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

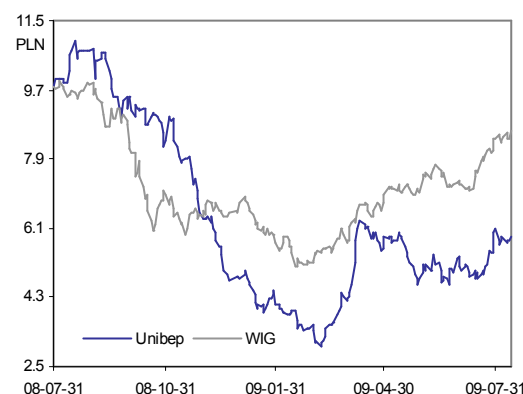
Profil spółki

Unibep zajmuje się generalnym wykonawstwem obiektów kubaturowych w Polsce (głównie województwo mazowieckie i podlaskie) oraz w Rosji. Ponadto, spółka zajmuje się działalnością deweloperską oraz produkcją schodów o konstrukcji drewnianej. W najbliższej przyszłości Unibep rozpocznie również produkcję domów prefabrykowanych.

Ważne daty

31.08.09 - sprawozdanie finansowe za H1 2009
13.11.09 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Kurs akcji Unibep na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Mała spółka bierze na siebie sporo ryzyk

Unibep na tle branży nie jest drogi, przynajmniej na podstawie korzystnych wyników 2009 roku. Sądzymy jednak, że są podstawy, aby żywić pewne obawy jeśli chodzi o wyniki lat przyszłych. Na początku 2009 roku Unibep znalazł się w trudnej sytuacji - portfel zleceń powoli wyczerpywał się, firma zaś miała doświadczenia głównie w budownictwie mieszkaniowym, w którym koniunktura załamała się. Dodatkowo, jeden z kontraktów został przejęty jako własny projekt deweloperski. W efekcie, firma pozyskała na początku roku nowe kontrakty z segmentu budownictwa publicznego, wygrywając je stosunkowo niską ceną. Poza ryzykiem marż, dostrzegamy ryzyka techniczne (obiekty tego typu nie były do tej pory budowane przez Unibep). Obecnie spółka złagodziła politykę dotyczącą zdobywania nowych kontraktów, ciągle jednak jest ona stosunkowo agresywna. Przykładowo, Unibep złożył najkorzystniejszą ofertę na projekt i budowę budynku hali sportowej. Z wartego 56 mln PLN kontaktu, aż 40 mln PLN będzie zrealizowane w roku 2011, co naraża spółkę na szereg ryzyk związanych z przyszłym kształtowaniem się kosztów w budownictwie. Pozytywnym aspektem jest zaś deklaracja uruchomienia drugiego etapu projektu deweloperskiego Osiedle Santorini, liczącego 88 mieszkań. Projekt cieszy się sporym zainteresowaniem, od początku roku Unibep sprzedał około 60 mieszkań. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Kontrakty na niskich marżach

Spośród relatywnie ryzykownych kontraktów (agresywna kalkulacja, nowy typ obiektu dla spółki) wyróżnilibyśmy kontrakt na budowę Opery i Filharmonii Podlaskiej, Aquaparku w Suwałkach i Galerii Plaza w Suwałkach. Łączna wartość tych zleceń to 173 mln PLN. Stosunkowo spore ryzyka wiąże się także z realizacją hali sportowej w Częstochowie, gdyż jest to kontrakt D&B (projektuj i buduj). Z kontraktu wartego 56 mln PLN, 2 mln PLN zostanie wykonane w 2009 roku, 15 mln PLN w 2010 roku i aż 40 mln PLN w 2011 roku.

Portfel zamówień

Portfel zamówień w ramach generalnego wykonawstwa w kraju wynosi około 180 mln PLN. Z wyłączeniem działalności drogowej daje to zapełnienie portfela zamówień na poziomie około 56%. Portfel zamówień w ramach działalności eksportowej w zasadzie jest pusty, spółka jednak przyznaje, że podpisała 3 listy intencyjne na rynku rosyjskim. W modelu uwzględniamy stały poziom przychodów z rynku rosyjskiego na poziomie tego roku (56,2 mln PLN), pomimo braku portfela zleceń. W ramach działalności produkcyjnej portfel zamówień jest krótki.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	407,5	503,9	542,5	526,5	559,3
EBITDA	16,7	33,4	28,3	21,8	17,6
marża EBITDA	4,1%	6,6%	5,2%	4,1%	3,1%
EBIT	15,8	31,8	23,8	17,3	13,0
Zysk netto	11,7	27,6	18,1	15,5	12,8
P/E	13,7	7,2	11,0	13,0	15,6
P/CE	12,6	6,8	8,9	10,0	11,5
P/BV	9,7	1,9	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	9,8	4,5	8,0	7,3	7,9
DYield	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	542,5	526,5	559,3	592,9	624,9	658,2	688,8	718,5	747,0	774,0	
zmiana	7,7%	-3,0%	6,2%	6,0%	5,4%	5,3%	4,6%	4,3%	4,0%	3,6%	
EBITDA	28,3	21,8	17,6	21,1	22,1	23,1	24,0	24,9	25,7	26,3	
marża EBITDA	5,2%	4,1%	3,1%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	
Amortyzacja	4,4	4,5	4,6	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	4,9	
EBIT	23,8	17,3	13,0	16,5	17,4	18,3	19,1	20,0	20,8	21,3	
marża EBIT	4,4%	3,3%	2,3%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Opodatkowanie EBIT	4,5	3,3	2,5	3,1	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	
NOPLAT	19,3	14,0	10,5	13,4	14,1	14,8	15,5	16,2	16,8	17,3	
CAPEX	-37,6	-4,9	-5,2	-5,3	-5,4	-5,2	-5,3	-5,4	-5,4	-4,9	
Kapitał obrotowy	-59,8	49,6	11,4	-2,4	-1,0	-0,9	-1,2	-0,8	-0,7	-0,7	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-73,7	63,2	21,3	10,3	12,4	13,5	13,8	14,9	15,6	16,6	17,1
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	95,7%	86,1%	77,5%	69,8%	62,8%	56,5%	50,9%	45,8%	41,2%	37,3%	
PV FCF	-70,5	54,5	16,5	7,2	7,8	7,6	7,0	6,8	6,4	6,2	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	224,7										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	83,8										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	49,5										
Zdyskontowana wartość FCF	133,3										
Dług netto	-48,6										
Wycena gruntów deweloperskich	10,0										
Wartość firmy	191,9										
Liczba akcji (mln)	33,9										
Wartość firmy na akcję (PLN)	5,7										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	6,1										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,3										
P/E('09) dla ceny docelowej	10,6										
Udział TV w EV	44%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	6,1	6,3	6,5	6,8	7,0
WACC -0,5pp	5,9	6,1	6,3	6,5	6,8
WACC	5,8	5,9	6,1	6,3	6,5
WACC +0,5pp	5,7	5,8	5,9	6,1	6,3
WACC +1,0pp	5,6	5,7	5,8	5,9	6,1

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	205,2	407,5	503,9	542,5	526,5	559,3	592,9
<i>zmiana</i>	8,4%	98,6%	23,7%	7,7%	-3,0%	6,2%	6,0%
Koszt własny sprzedaży	194,1	378,7	448,3	497,7	490,2	528,0	557,0
Zysk brutto na sprzedaży	11,0	28,8	55,6	44,8	36,3	31,3	36,0
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,4%	7,1%	11,0%	8,3%	6,9%	5,6%	6,1%
Koszty sprzedaży	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-7,3	-10,9	-18,1	-20,0	-18,0	-17,2	-18,4
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-2,1	-5,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
EBIT	3,5	15,8	31,8	23,8	17,3	13,0	16,5
<i>zmiana</i>	550,4%	349,9%	101,3%	-25,0%	-27,2%	-25,0%	26,9%
<i>marża EBIT</i>	1,7%	3,9%	6,3%	4,4%	3,3%	2,3%	2,8%
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-0,7	4,7	-1,3	1,8	2,9	3,4
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	2,7	15,1	36,4	22,5	19,2	15,9	19,9
Podatek dochodowy	0,5	3,4	8,8	4,3	3,7	3,1	3,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,1	11,7	27,6	18,1	15,5	12,8	16,0
<i>zmiana</i>	-	448,0%	135,3%	-34,4%	-14,8%	-17,0%	25,1%
<i>marża</i>	1,0%	2,9%	5,5%	3,3%	2,9%	2,3%	2,7%
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,4	4,5	4,6	4,6
EBITDA	4,2	16,7	33,4	28,3	21,8	17,6	21,1
<i>zmiana</i>	296,4%	299,7%	99,6%	-15,4%	-22,7%	-19,5%	20,3%
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	4,1%	6,6%	5,2%	4,1%	3,1%	3,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
EPS	0,1	0,4	0,8	0,5	0,5	0,4	0,5
CEPS	0,1	0,5	0,9	0,7	0,6	0,5	0,6
ROAE	48,5%	107,6%	46,2%	16,2%	12,0%	9,0%	10,4%
ROAA	3,3%	11,0%	13,2%	6,6%	5,4%	4,2%	4,8%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	68,5	145,7	271,9	280,2	291,7	322,4	343,6
Majątek trwały	17,6	23,9	41,9	75,7	75,9	77,2	78,5
Majątek obrotowy	50,9	121,8	230,1	204,5	215,8	245,2	265,1
Zapasy	7,7	20,7	102,5	92,3	28,8	27,9	29,6
Należności	30,0	55,0	49,7	79,2	90,2	96,5	102,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,6	1,7	1,6	2,1	2,0	2,1	2,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,1	24,5	62,4	2,2	66,8	89,1	98,8
Inne	8,7	19,9	13,9	28,8	27,9	29,7	31,5
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	68,5	145,7	271,9	280,2	291,7	322,4	343,6
Kapitał własny	5,3	16,5	103,1	121,2	136,7	148,2	161,0
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	11,4	13,4	16,5	30,6	30,2	31,1	32,0
Pożyczki i kredyty	3,9	2,6	0,4	15,0	15,0	15,0	15,0
Rezerwy	7,6	10,8	16,1	15,6	15,2	16,1	17,0
Zobowiązania krótkoterminowe	51,8	115,7	152,3	128,4	124,8	143,2	150,6
Pożyczki i kredyty	2,4	8,1	13,4	11,9	11,6	12,3	13,0
Zobowiązania wobec dostawców	39,4	84,0	78,9	88,0	85,4	99,6	105,6
Kontrakty budowlane	1,5	9,6	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Rezerwy i inne	8,5	14,1	55,2	23,6	23,0	26,5	27,2
Dług	6,3	10,7	13,8	26,9	26,6	27,3	28,0
Dług netto	3,2	-13,8	-48,6	24,8	-40,2	-61,8	-70,8
(Dług netto / Kapitał własny)	60,0%	-83,5%	-47,1%	20,4%	-29,4%	-41,7%	-43,9%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	-0,8	-1,5	0,9	-1,8	-3,5	-3,3
BVPS	0,2	0,6	3,0	3,6	4,0	4,4	4,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	2,8	20,9	0,0	-37,3	69,6	28,8	18,3
Zysk netto	2,1	11,7	27,6	18,1	15,5	12,8	16,0
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,4	4,5	4,6	4,6
Kapitał obrotowy	-0,9	0,8	-54,6	-42,0	50,0	10,7	-3,1
Pozostałe	0,9	7,4	25,3	-17,8	-0,3	0,7	0,7
Przepływy inwestycyjne	-1,6	-4,2	-13,7	-37,6	-4,9	-5,2	-5,3
CAPEX	-1,3	-4,3	-16,0	-23,1	-4,9	-5,2	-5,3
Inwestycje kapitałowe	-0,4	0,0	-1,0	-14,5	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,1	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-2,7	4,7	48,6	14,6	0,0	-1,3	-3,2
Emisja akcji	0,0	0,0	58,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-1,6	6,5	-8,7	14,6	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	-1,3	-3,2
Pozostałe	-0,8	-1,4	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1,5	21,5	34,8	-60,2	64,6	22,3	9,8
Środki pieniężne na koniec okresu	3,1	24,5	62,4	2,2	66,8	89,1	98,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
FCF	1,3	9,3	-21,5	-73,7	63,2	21,3	10,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,6%	1,1%	3,2%	4,3%	0,9%	0,9%	0,9%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	74,9	13,7	7,2	11,0	13,0	15,6	12,5
P/CE	56,8	12,6	6,8	8,9	10,0	11,5	9,7
P/BV	30,3	9,7	1,9	1,7	1,5	1,4	1,2
P/S	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
FCF/EV	0,8%	5,7%	-14,2%	-32,8%	39,5%	15,4%	8,0%
EV/EBITDA	39,1	9,8	4,5	8,0	7,3	7,9	6,1
EV/EBIT	46,7	10,4	4,8	9,4	9,2	10,6	7,8
EV/S	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2
DYield	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	1,6%
Cena (PLN)	5,9						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
MC (mln PLN)	160,6	160,6	200,2	200,2	200,2	200,2	200,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	163,8	163,8	151,6	224,9	160,0	138,4	129,4

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od Elektrobudowa, Erbud, Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal, Unibep za świadczone usługi.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta Erbud, Polimex Mostostal.

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

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek

Budimex

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-11-25	2009-02-27	2009-04-02	2009-05-11
kurs z dnia rekomendacji	65,00	56,00	66,35	74,00
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	21923,27	24145,69	29698,36

Elektrobudowa

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2008-11-25	2009-03-09	2009-05-06	2009-05-20	2009-06-04
kurs z dnia rekomendacji	160,00	131,00	148,10	148,80	160,00
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	22948,51	29777,06	30312,26	31030,61

Erbud

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Zawieszona
data wydania	2008-11-25	2009-03-25	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	21,60	22,40	32,00	35,60	44,00	40,49
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	24443,51	29777,06	29197,11	31030,61	35363,92

Mostostal Warszawa

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2008-11-25	2009-02-20	2009-03-04	2009-05-22	2009-06-04
kurs z dnia rekomendacji	47,60	39,00	39,50	54,80	59,10
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	22199,49	21999,05	29681,36	31030,61

PBG

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2008-11-17	2008-11-25	2009-03-09	2009-03-09	2009-05-13	2009-06-04
kurs z dnia rekomendacji	191,20	197,50	207,00	207,00	208,30	222,00
WIG w dniu rekomendacji	27110,59	26964,31	22948,51	22948,51	30162,14	31030,61

Polimex Mostostal

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2008-11-25	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-25
kurs z dnia rekomendacji	3,40	2,93	3,88	3,36
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	22719,61	29777,06	29399,62

Rafako

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Zawieszona
data wydania	2009-02-10	2009-03-06	2009-04-02	2009-04-08	2009-05-14	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	3,40	4,56	6,00	6,60	7,05	10,15
WIG w dniu rekomendacji	24470,22	22547,31	24145,69	26172,07	29495,23	35363,92

Trakcja Polska

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-11-17	2008-11-25	2009-03-17	2009-05-18
kurs z dnia rekomendacji	4,61	4,49	3,75	4,03
WIG w dniu rekomendacji	27110,59	26964,31	23497,59	29424,40



Ulma

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Zawieszona
data wydania	2008-11-25	2009-03-05	2009-05-26	2009-07-03	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	64,95	29,00	37,90	40,50	47,50
WIG w dniu rekomendacji	26964,31	22719,61	29197,11	30252,24	35363,92

Unibep

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-01-09	2009-02-03	2009-03-19	2009-05-06	2009-05-26
kurs z dnia rekomendacji	4,69	4,12	3,59	5,87	5,10
WIG w dniu rekomendacji	28200,15	23908,36	22892,30	29777,06	29197,11