



Budownictwo

Polska

Piotr Zybala
(48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl

Herkules

HRS PW, HRSP.WA

Duża przestrzeń do poprawy marż

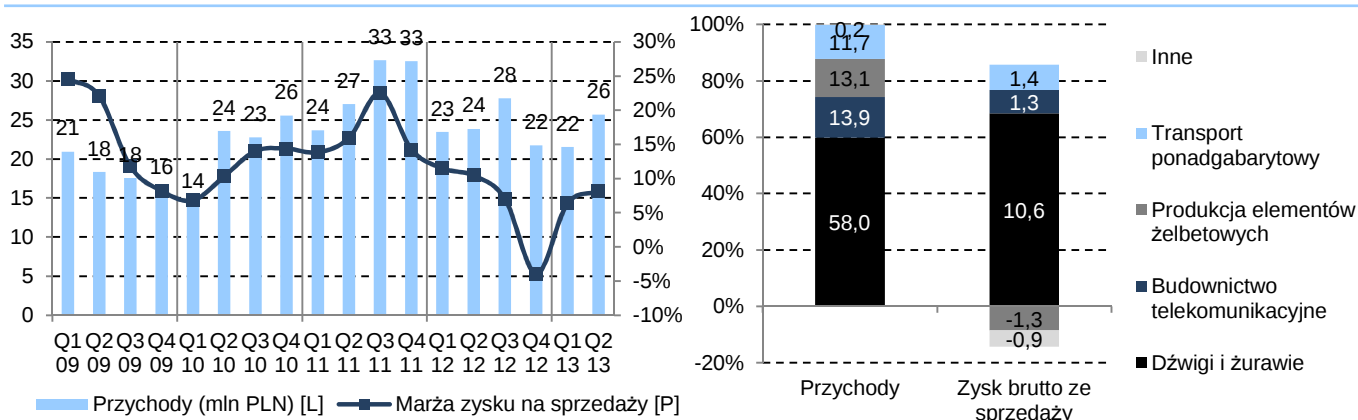
Obecna cena: 1,50 PLN

Herkules jest jednym z liderów na polskim rynku usług dźwigowo-transportowych. Spółka dysponuje bazą sprzętową, której wartość bilansowa wynosi około 220 mln PLN. Trudna sytuacja w branży budowlanej spowodowała znaczny spadek marż na wynajmie sprzętu budowlanego. Kulminacja słabych wyników miała miejsce w drugiej połowie 2012 r., co było związane z zakończeniem wielu inwestycji realizowanych na EURO 2012. Dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej sprawił, że wyniki podstawowej działalności operacyjnej w H1 2013 wciąż były słabsze niż w roku ubiegłym. W drugiej połowie 2013 r. spodziewamy się poprawy wyników finansowych Herkulesa. Poprawa będzie wynikiem kilku czynników: (1) obłożenie w segmencie dźwigów hydraulicznych i dźwigów gąsiennicowych jest bliskie 100%, co stwarza warunki do podniesienia cen; (2) spółka kończy działania restrukturyzacyjne, których celem była redukcja kosztów świadczenia usług (zastąpienie niektórych funkcji w firmie outsourcingiem i odwrotnie); (3) w efekcie redukcji zadłużenia oraz spadku stawki WIBOR zmniejszeniu ulegną koszty finansowe. W perspektywie 2014 r. spodziewamy się dalszej poprawy wyników finansowych Herkulesa, głównie poprzez poprawę marż. W 2012 r. marża operacyjna drastycznie spadła do poziomu nienotowanego od 8 lat. W 2013 r., mimo założonej przez nas poprawy, szacowana marża EBIT (11,2%) wciąż jest zdecydowanie niższa od długoterminowej średniej. Średnia marża EBIT z lat 2005-2012 wynosiła 20%, co pokazuje potencjał poprawy wyników przy poprawie koniunktury w budownictwie. Zwracamy przy tym uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze, Herkules może świadczyć usługi praktycznie w każdym segmencie rynku budowlanego (budownictwo mieszkaniowe, komercyjne, drogowe, kolejowe, energetyczne, przemysłowe, telekomunikacyjne, związane z ochroną środowiska, itd.), więc z punktu widzenia Spółki nie ma większego znaczenia, którym kanałem będzie przebiegać ożywienie w branży. Po drugie, obecna rentowność wynajmu sprzętu budowlanego zniechęca do inwestycji. Rentowność najmu musiałaby znacznie wzrosnąć, by Herkulesowi i jego konkurentom opłacało się inwestować w nowy sprzęt na wynajem. Biorąc pod uwagę, że w niektórych kategoriach dźwigów obłożenie sięga prawie 100%, a ryzyko nowej podaży jest umiarkowane, spodziewane ożywienie w branży budowlanej powinno przełożyć się na wzrost marż w Herkulesie w kolejnych kwartałach. Uważamy, że Herkules jest interesującą pozycją inwestycyjną w wśród spółek sektora budowlanego.

Wyniki H1 2013

Wyniki H1 2013 potwierdzają, że najgorsze Herkules ma już za sobą. Spółka nie zdołała co prawda poprawić przychodów r/r, a marża zysku na sprzedaży była o 3,6 p.p. niższa niż w H1 2012, jednak wyniki Herkulesa odbiły się od dna, które można było zaobserwować w Q4 2012. Sprzedaż z zyskiem niektórych składników majątku trwałego oraz brak odpisów aktualizujących wartość należności sprawiły, że na poziomie EBIT wyniki Herkulesa nie różniły się istotnie w ujęciu r/r (5,0 mln PLN w H1 2013 vs. 5,1 mln PLN w H1 2012). Dług na koniec czerwca był o 15% niższy w ujęciu r/r, co w połączeniu z niższą stawką WIBOR pozwoliło zmniejszyć koszty finansowe i nieznacznie poprawić zysk netto (2,0 mln PLN w H1 2013 vs. 1,9 mln PLN w H1 2012).

Przychody oraz marża zysku na sprzedaży (L) i struktura przychodów oraz zysku brutto ze sprzedaży (P)



Źródło: Herkules, prognozy DI BRE Banku

Segmenty działalności

Działalność Herkulesa dzieli się na 4 segmenty: wynajem dźwigów i żurawi, budownictwo telekomunikacyjne, produkcja elementów żelbetowych oraz transport ponadgabarytowy. Kluczowe znaczenie dla Spółki ma **segment dźwigów i żurawi**, który w ostatnich czterech kwartałach wygenerował **60% przychodów** i około 95% zysku brutto ze sprzedaży. Pozostałe

segmenty działalności generują po około 12-14% przychodów. W ramach **budownictwa telekomunikacyjnego** Herkules realizuje między innymi stacje radarowe, stacje bazowe dla potrzeb bezprzewodowego dostępu do internetu oraz wieże telekomunikacyjne. Z segmentu telekomunikacyjnego pochodzą najwięksi klienci Herkulesa (Polkomtel, Alcatel-Lucent, T-Mobile). Marże segmentu telekomunikacyjnego istotnie spadły w 2012 r. Obecnie ich poziom ustabilizował się. Nie spodziewamy się istotnych zmian przychodów i marż w tym segmencie rynku w najbliższej przyszłości. Herkules świadczy usługi **transportu ponadgabarytowego** wszelkich elementów ciężkich i nienormatywnych na terenie całej Europy. Historycznie ten segment działalności charakteryzował się dużą zmiennością marż i przychodów, przy czym pierwsza połowa 2013 roku w transporcie ponadgabarytowym była dla Spółki bardzo udana (wzrost przychodów o 122%, 1,5 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży vs. -0,9 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży w H1 2012). Wyniki tego segmentu może wspierać rozwój energetyki wiatrowej. Najslabiej w ostatnim czasie prezentuje się **segment produkcji elementów żelbetowych** (Zakład Prefabrykacji w Krasinie), który od czterech kwartałów generuje straty na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży. Zarząd podjął w pierwszej połowie roku działania restrukturyzacyjne, które powinny doprowadzić do osiągnięcia progu rentowności zakładu. W najbliższych planach jest wprowadzenie Zakładu w Krasinie na rynek New Connect oraz pozyskanie środków na rozbudowę zakładu i rozszerzenie oferowanego asortymentu. Odbiorcami produktów zakładu są segmenty energetyczny i telekomunikacyjny.

Należności od firm budowlanych czynnikiem ryzyka

W pierwszej piątce odbiorców produktów i usług Herkulesa znajdują się głównie firmy telekomunikacyjne oraz firma z branży energetyki wiatrowej (Nordex Polska). Herkules współpracuje również jako podwykonawca z wieloma polskimi firmami budowlanymi, których kondycja finansowa nie zawsze jest dobra. W H1 2013 największym odbiorcą z branży budowlanej był Unibep, którego udział w przychodach Herkulesa wyniósł 3,5%. Udział innych firm budowlanych w przychodach Spółki był niższy, stąd ryzyko odpisów należności, chociaż realne, nie powinno przynieść dużych strat w razie materializacji.

Wysokie dyskonto do majątku

Herkules jest notowany na wskaźniku $P/BV=0,35x$, co wydaje się bardzo atrakcyjnym poziomem biorąc pod uwagę, że większość majątku stanowią dźwigi budowlane. W aktywach Herkulesa znajdują się również nieruchomości w Warszawie i Krynicy Górskiej, których wartość bilansowa wynosi 18,9 mln PLN. W ramach strategii wymiany sprzętu, w pierwszej połowie roku Herkules sprzedał rzeczowe aktywa trwałe (żuraw kołowy oraz nacze) o wartości 5,1 mln PLN. Spółka wykazała z tego tytułu zysk w wysokości 0,59 mln PLN (sprzedaż 11% powyżej wartości bilansowej).

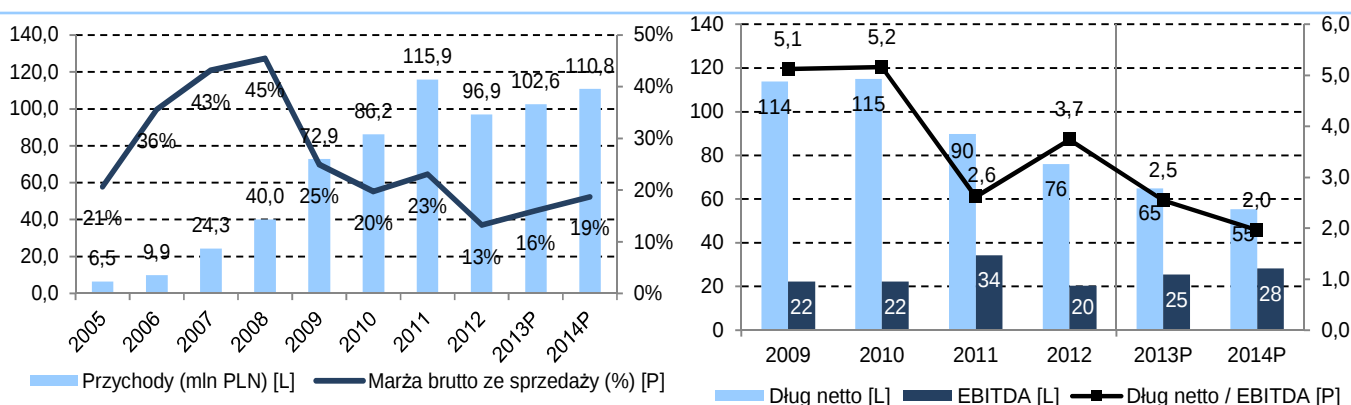
Zadłużenie wysokie lecz pod kontrolą

Ze względu na wysokie zadłużenie nie spodziewamy się wypłaty dywidendy z zysku za 2013 r. Wskaźnik **dług netto/EBITDA** wyniósł **3,6x** na koniec czerwca 2013 r. Zadłużenie Herkulesa systematycznie spada od 2010 r. Szacujemy, że na koniec 2013 r. wskaźnik **dług netto/EBITDA** spadnie do poziomu około 2,5x.

Założenia DI BRE na lata 2013-2014

- Wzrost **przychodów** ze sprzedaży o **5,9%** w 2013 r. i **8,0%** w 2014 r. (przy obecnych zasobach i przy pełnym wykorzystaniu sprzętu Herkules jest w stanie osiągnąć przychody w wysokości 125-130 mln PLN).
- Marża brutto ze sprzedaży** równa **16,0%** w 2013 r. oraz **18,7%** w 2014 r. (średnia marża brutto ze sprzedaży w latach 2004-2012 wyniosła 27,0%, przy czym maksimum osiągnęła w 2008 r. (45,5%), a minimum w 2012 r. (13,3%). Wyniki Herkulesa są bardzo wrażliwe na założenia odnośnie osiągniętych marż. Przy założeniu osiągnięcia przez Herkulesa długoterminowej średniej marży brutto ze sprzedaży, zysk netto 2014 r. rośnie w naszych prognozach o ponad 90%. Obrazuje to potencjał poprawy wyników Spółki, przy założeniu silniejszej poprawy koniunktury w budownictwie).

Prognozy przychodów i marży brutto na sprzedaży (L) oraz prognozy zadłużenia (mln PLN) (P)



Źródło: Herkules, prognozy DI BRE Banku

- Zmiana wysokości **kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży** o **-2%** w 2013 r. oraz **+3%** w 2014 r.
- Spadek **kosztów finansowych netto** o **4%** w 2013 r. i **15%** w 2014 r.
- Cash flow z działalności inwestycyjnej (CFI)** równy **+2,3 mln PLN** w 2013 r. oraz **-11,3 mln PLN** w 2014 r. (dodatni CFI w 2013 r. wynika ze zbycia niektórych elementów majątku trwałego w H1 2013. W 2014 r. zakładamy CFI na poziomie 80% amortyzacji).

- **Brak odpisów z tytułu utraty wartości należności** (istnieje ryzyko utraty wartości należności w przypadku dalszych bankructw firm budowlanych, ryzyko szacujemy na maksymalnie kilkaset tysięcy PLN w przypadku bankructwa małych i średnich spółek oraz maksymalnie kilka milionów PLN w przypadku bankructwa dużej firmy np. Mostostal Warszawa, Polimex-Mostostal).
- **Brak zysków ze sprzedaży majątku trwałego** po H1 2013 (Spółka nie zakończyła jeszcze wszystkich dezinwestycji zaplanowanych na bieżący rok. Transakcje z pierwszej połowy roku wskazują na możliwość osiągnięcia zysku na sprzedaży sprzętu budowlanego. Transakcje te nie ograniczają potencjału Spółki. Herkules zastępuje sprzedane urządzenia nowymi, które leasinguje).

Prognozy wyników Herkulesa na lata 2013-2014

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P
Przychody	86,2	115,9	96,9	102,6	110,8
EBITDA	22,3	34,3	20,3	25,5	28,2
marża EBITDA	25,8%	29,6%	21,0%	24,8%	25,4%
EBIT	10,6	21,3	6,4	11,5	14,1
Zysk brutto	1,6	12,5	1,4	6,7	10,0
Zysk netto	1,2	10,0	1,0	5,4	8,0
Dług netto	115,0	89,8	76,0	64,8	55,4
EV	180,1	154,9	141,2	130,0	120,5
P/E	55,5	6,5	64,2	12,2	8,2
EV/EBITDA	8,1	4,5	6,9	5,1	4,3
P/BV	0,50	0,36	0,36	0,35	0,33
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Herkules, prognozy DI BRE Banku



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

Departament Analiz:

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

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

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

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

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Tarczyński.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.