

czwartek, 27 września 2018 | komentarz specjalny

Budownictwo

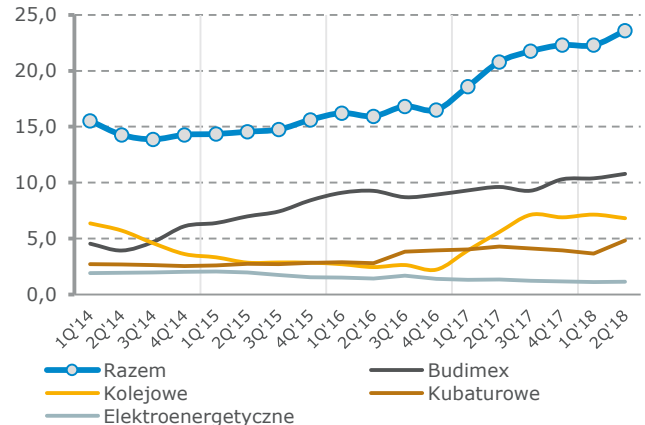
Budownictwo, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Sezon publikacji wyników za 2Q'18 potwierdził, że otoczenie w branży budowlanej jest niekorzystne, a ryzyko negatywnych zaskoczeń na wynikach pozostaje wysokie. Po rozczarowujących wynikach Trakcji za 1Q, w 2Q największym zaskoczeniem okazały się wysokie straty w Elektrobudowie oraz Erbudzie. Reakcja rynku była bardzo gwałtowna. Kursy obu spółek spadły o około 1/3 w miesiąc. Wycena Erbudu spadła do najniższego poziomu w historii, a kurs Elektrobudowy jest najniższy od 12 lat. Uważamy, że w przypadku powyższych spółek kurs dyskontuje zbyt pesymistyczny scenariusz. Ponadto prognozujemy, że zarówno w Erbudzie jak i w Elektrobudowie bieżący rok stanowi dół w wynikach, co opisaliśmy w raporcie z 26.IX (Elektrobudowa) oraz przeglądzie miesięcznym z 03.IX (Erbud). Grono atrakcyjnych spółek w ramach sektora zamyka Unibep, który jako jedyny zaprezentował w 1H'18 wyniki zarówno lepsze r/r jak i bardzo dobre nominalnie (korzystny wpływ segmentu deweloperskiego).

Mniej optymistycznie postrzegamy pozostałe spółki w ramach sektora. W przypadku wykonawców wyspecjalizowanych w segmencie infrastrukturalnym duże ryzyko jest związane z dominującym udziałem w backlogu kontraktów pozyskanych w latach 2016-2017. Po pierwszych trzech kwartałach 2018 roku portfele zamówień Budimexu, Torpolu, Trakcji i ZUE nie zostały uzupełnione o kontrakty, na których oczekiwaliśmy godziwej marży. Wartość otwarcie ofert w przetargach drogowych spadła w tym roku o ok. 50%, a ostatnie miesiące bieżącego roku nie spowodują odwrócenia tego trendu. Uważamy, że finalizowane w 3Q'18 przetargi drogowe przyniosą niską rentowność z uwagi na długi okres od otwarcia ofert. W segmencie kolejowym ponad 70% przetargów z 2Q i 3Q'18 zostało unieważnionych z powodu istotnego przekroczenia budżetu. Bilanse spółek zaczynają niepokojąco prezentować trendy obserwowane w 2011 r. - dynamiczny wzrost zadłużenia i aktywów z tytułu wyceny kontraktów. Jest

Portfel zamówień firm budowlanych notowanych na GPW (mld PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku; Kolejowe: Torpol, Trakcja, ZUE, Kubaturowe: Erbud, Unibep, Elektroenergetyczne: Elektrobudowa, Elektrotim

Zmiana prognoz zysku netto od ostatniej rekomendacji

	2018P	2019P	2020P
Elektrotim	-43%	-11%	+17%
Torpol	-57%	-34%	-45%
Trakcja	-65%	-33%	-41%
ZUE	+34%	+1%	-16%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

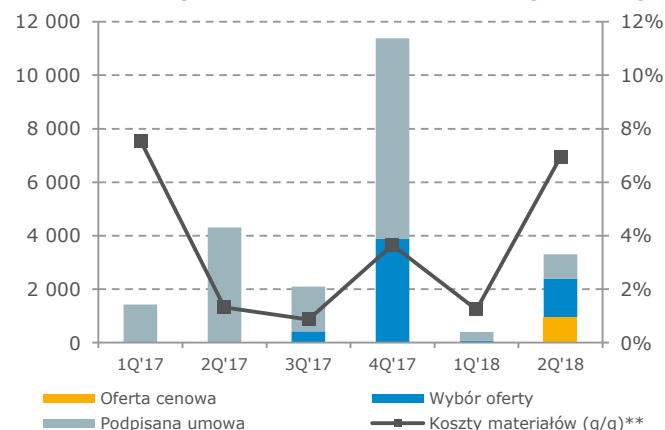
to w szczególności widoczne w spółkach budownictwa kolejowego. Branża wciąż odczuwa presję kosztową oraz niedobór pracowników. Obecnie nie widzimy statystyk, które zapowiadałyby odwrócenie powyższego trendu. Według nas, powyższy stan rzeczy może utrzymać się również w 2019 r., a najbardziej ucierpią na tym spółki z wolno rotującym portfelem zamówień.

Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana YTD	P/E			EV/EBITDA			DYield		
	aktualne	zmiana				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Budimex	N	-	125,00	111,40	-39%	11,5	13,0	12,4	3,9	4,9	5,3	15,8%	8,2%	7,3%
Elektrobudowa	OW	-	45,00	37,20	-38%	-	9,9	9,7	-	4,7	4,2	28,2%	0,0%	8,1%
Elektrotim	N	►	-	4,20	-52%	44,9	12,0	7,2	5,8	5,1	3,5	0,0%	4,8%	7,1%
Erbud	OW	-	14,40	9,60	-47%	-	10,4	6,1	-	4,4	3,4	11,5%	0,0%	5,7%
Herkules	N	-	-	2,71	-13%	8,5	6,0	5,9	4,8	3,9	3,7	2,6%	6,6%	7,4%
Torpol	N	►	-	5,18	-34%	56,3	11,4	11,1	6,1	5,0	4,4	0,0%	0,0%	3,9%
Trakcja	UW	►	-	3,47	-51%	78,2	37,1	19,9	7,0	7,4	5,8	2,9%	0,0%	5,8%
Ulma	N	-	-	73,00	+10%	9,1	8,8	9,5	3,6	3,5	3,3	5,2%	5,5%	5,5%
Unibep	OW	-	10,10	5,16	-46%	5,9	5,1	5,6	3,9	3,0	2,8	2,9%	5,9%	7,9%
ZUE	N	►	-	5,56	-9%	13,2	9,5	7,5	6,3	5,7	4,0	0,0%	0,0%	5,4%
Mediana					-39%	12,4	10,2	8,5	5,3	4,8	3,8	2,9%	2,4%	6,5%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Drogi - Status przetargów, w których nastąpiło otwarcie oferty na tle kosztów materiałów (mln PLN)*



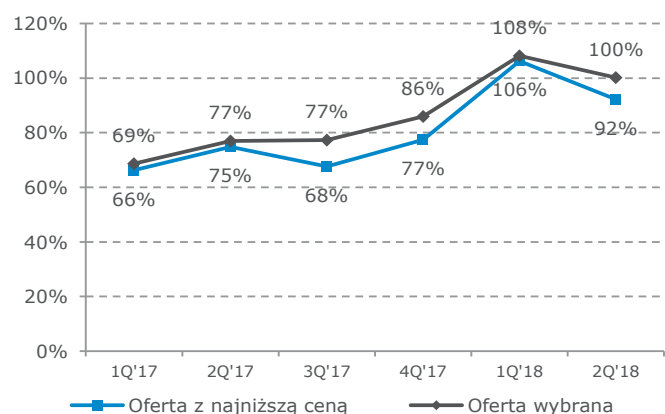
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych
 * przetargi GDDKiA oraz duże przetargi miejskie o wartości 50 mln PLN+
 ** kwartalna średnia dynamika cen betonu, stali, asfaltu i ropy (Źródło: Budimex)

Przetargi drogowe

W 2017 r. spółki budowlane złożyły oferty w około 60 dużych przetargach GDDKiA o łącznej wartości ok. **19 mld PLN**. W 2018 r. aktywność zamawiającego na rynku infrastruktury drogowej jest znacznie niższa. W samym 3Q'18 nie zaobserwowaliśmy żadnego otwarcia oferty o znaczącej wartości, a licząc **od początku roku nastąpił spadek wartości otwarć o około 50% r/r**.

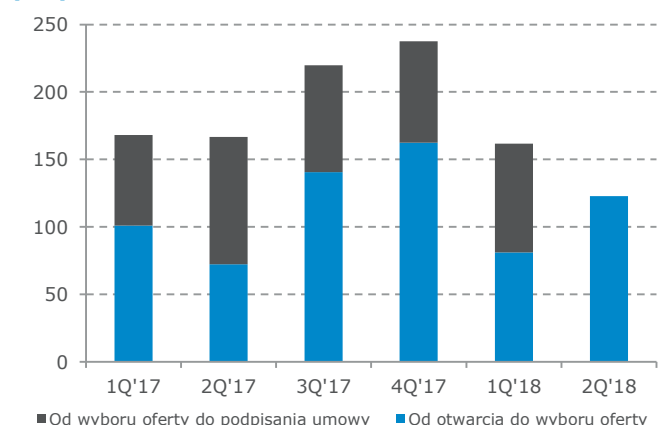
Niska liczba nowych przetargów na rynku sprawia, że **konkurencja pozostaje relatywnie wysoka**. W ubiegłorocznych przetargach pojawiało się średnio **8 ofert**. Z podobną aktywnością wykonawców mamy do czynienia w tym roku. Ponadto, na przetargach można zauważyć obecność nowych oferentów, szczególnie aktywnych w dużych przetargach. W trzech największych w tym roku otwarciach ofert (wartościowo 3/4 tegorocznych otwarć) najniższe ceny zaproponowały podmioty z Chin i Włoch (Stecol, Toto Costruzioni Generali). Ich oferty były średnio o 14% tańsze niż drugiego wykonawcy. Jak dotąd oferty chińskich były odrzucane w związku z ich niezgodnością z SIWZ, co nie zmienia faktu, że w tegorocznych przetargach ubiegłorocznymi liderzy rynku drogowego pozostają daleko. W **2017 roku Strabag, Porr, Budimex i Polaqua** rozdzieliły między siebie ponad **50% rynku**. W tegorocznych otwarciach powyższe spółki złożyły najkorzystniejsze oferty w zaledwie **7%** przetargów (wartościowo), choć trzeba zwrócić uwagę, że zaledwie w 1/3 tegorocznych otwarć nastąpiło podpisanie umowy.

Drogi - wartość ofert względem budżetu inwestora (%)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

Drogi - Okres od otwarcia oferty do podpisania umowy (dni)

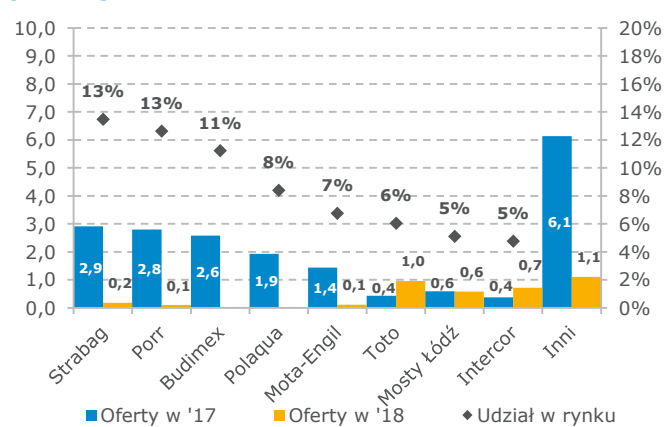


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

Długi **okres od otwarcia oferty do podpisania umowy** z zamawiającym, w środowisku rosnących kosztów firm budowlanych, stanowi zagrożenie dla branży. Dla przetargów, w których otwarcie oferty miało miejsce w okresie 1Q'17-1Q'18 okres ten wyniósł **średnio ponad 6 miesięcy** (min. 3M, maks. 14M). Problem nasilił się w 4Q'17, gdy na rynek trafiły kontrakty za ponad 11 mld PLN netto. Wykonawcy wciąż czekają na zawarcie 7 umów w przetargach, dla których kalkulowali ofertę ok. 10 miesięcy temu. Na powyższy stan rzeczy składa się wiele czynników. Po pierwsze, możliwości operacyjne GDDKiA są ograniczone, co wydłuża okres od złożenia oferty do jej wyboru. Po drugie, do wyników postępowania często zgłaszane są odwołania pozostałych uczestników. Często, po trwających miesiącami przepychankach formalnych, wybrany wykonawca nie jest już zainteresowany podpisaniem nierentownego kontraktu, gdy termin związania ofertą minął.

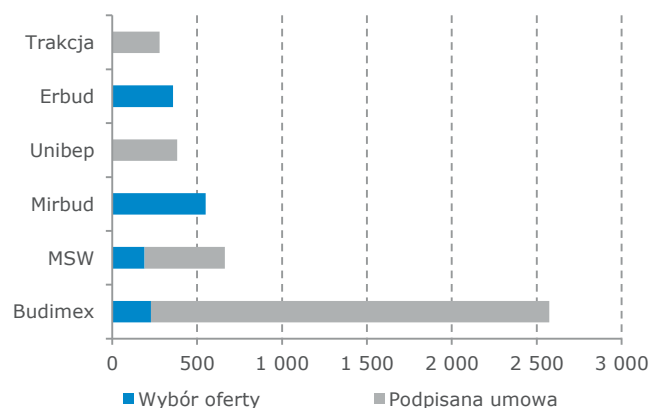
Dotychczas niewiele znaczących postępowań GDDKiA zostało unieważnionych, jednak w kilku postępowaniach z 2017 r. dopiero wykonawca z piątą lub szóstą ofertą cenową był skłonny podpisać umowę. **Nie zakładalibyśmy jednak, że podpisane w 2018 r. umowy, dotyczące przetargów otwartych w 2017 r. przyniosą wykonawcom atrakcyjną marżę**. Wskaźnik oferty wybranej do budżetu inwestora wzrósł wprawdzie ze średnio 80% w 2017 r. do ok. 100% w 2018 r., niemniej w naszej ocenie odzwierciedla to obserwowany wzrost kosztów materiałów i kosztów pracy w sektorze. Od 2H'17 do 2Q'18 **ceny asfaltu i ropy** wzrosły o ok. **15%**, a **ceny betonu i stali 5-10%**. Wzrost cen

Drogi - Wartość najkorzystniejszych ofert w dużych przetargach w latach 2017-2018



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

Najkorzystniejsze oferty w dużych przetargach drogowych złożone przez spółki z GPW w '17-18 (mln PLN)



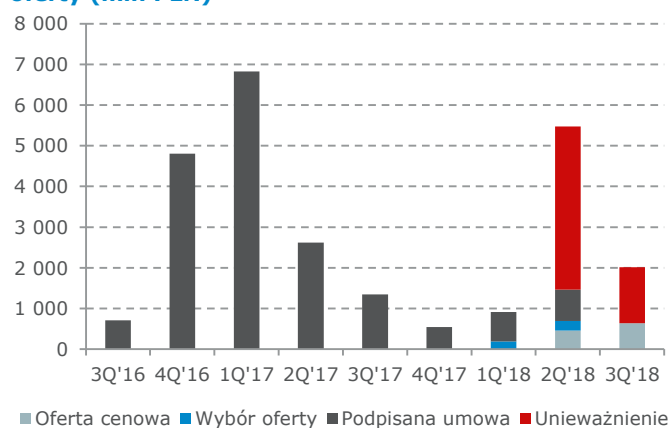
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

części materiałów był kontynuowany w 3Q'18.

Budimex, będący jednym z trzech liderów rynku drogowego w 2017 r., w 2018 r. nie złożył żadnej najkorzystniejszej oferty w przetargach organizowanych przez GDDKiA. Wprawdzie Spółka zawarła w tym roku umowy z GDDKiA za około 1,5 mld PLN, niemniej wszystkie dotyczą ofert składanych w 2017 r. Na podpisanie wciąż czeka umowa na S14 (oferta składana w 11'17). **Mostostal Warszawa** pozyskał w ostatnich dwóch latach kontrakty drogowe na niemal 0,7 mld PLN, w tym dwie obwodnice (Stalowa Wola i Morawica), odcinek S61 (w konsorcjum z **Trakcją**) oraz czekający na podpisanie fragment drogi S19. Do końca września ma zostać zawarta umowa z **Mirbudem** na ostatni odcinek A1 (0,55 mld PLN). W sierpniu dwa duże kontrakty drogowe za niespełna 0,4 mld PLN podpisał **Unibep** (DK8, S61). W obu z nich partnerem w konsorcjum jest Porr. Uwzględniając mniejsze kontrakty na drogi wojewódzkie i miejskie, Unibep posiada w portfolio zlecenia drogowe za ponad 0,7 mld PLN. W połowie września GDDKiA wybrało ofertę konsorcjum PBDI (**Erbud**) na jeden z odcinków S3. W powyższym przetargu nie wykluczalibyśmy odwołań pozostałych uczestników postępowania.

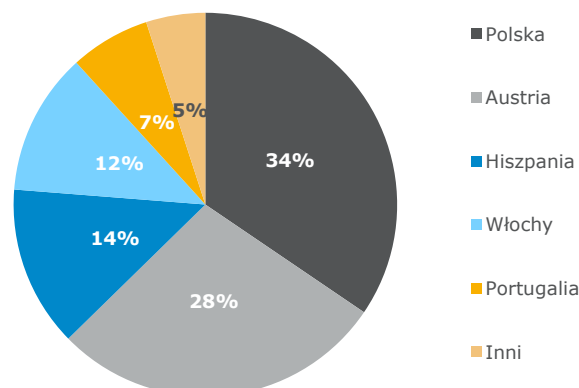
Łącznie **spółki notowane na GPW** pozyskały w latach 2017-2018 nieco ponad **20%** dużych przetargów drogowych. Łączny udział polskich wykonawców w tym zestawieniu wyniósł ok. 1/3. Skuteczne w przetargach drogowych są ponadto spółki austriackie (Strabag i Porr) z 26% udziałem oraz spółki z Hiszpanii, Włoch i Portugalii.

Kolej - Status przetargów w których nastąpiło otwarcie oferty (mln PLN)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

Pochodzenie wykonawców kontraktów drogowych rozstrzygniętych w latach '17-18*



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych
* Polska - wykonawcy z dominującym kapitałem polskim oraz notowane na GPW

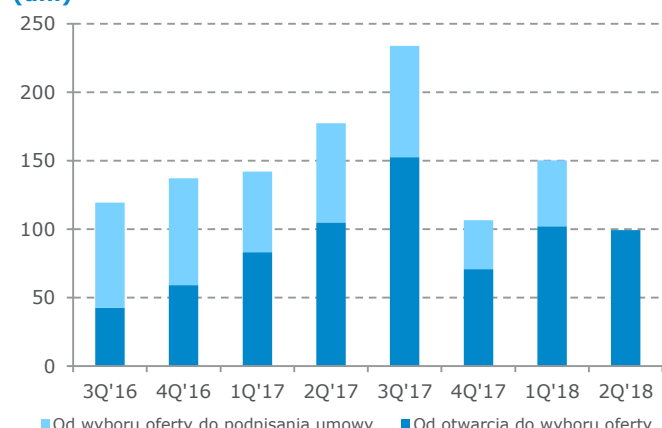
Do końca 2018 r. aktywność GDDKiA w zakresie otwarć ofert może być niewielka. GDDKiA musi jeszcze dokonać wyboru ofert w przetargach o wartości ok. 2,0 mld PLN. Ponadto, na finalizację czekają kontrakty o wartości 6,0 mld PLN, w których wybór wykonawcy już nastąpił.

Przetargi Kolejowe

Na rynku kolejowym tegoroczna aktywność publicznego zamawiającego (PKP PLK) jest znacznie wyższa niż na rynku infrastruktury drogowej. Problemem jest jednak wysokie niedopasowanie budżetów PLK do bieżących kosztów, co skutkuje **unieważnianiem przetargów na masową skalę**. Wskaźnik wartości oferty do budżetu inwestora systematycznie rósł w ostatnich dwóch latach. W 3Q'16 wyniósł on ok. 60%, podczas gdy w 4Q'17 po raz pierwszy przekroczył poziom 100%. **W 2Q i 3Q'18 najkorzystniejsze oferty przekraczały budżety PKP PLK o średnio 50%.** W konsekwencji zostały unieważnione przetargi za **5,4 mld PLN**, co stanowi ok. 70% przetargów, w których nastąpiło otwarcie ofert cenowych. Powyższy wskaźnik może jeszcze wzrosnąć, gdyż w większości pozostałych postępowań nie nastąpił jeszcze wybór oferty. Tegoroczne unieważnienia dotyczyły przetargów w których oferta przekraczała budżet o 35-127%. W przypadku dwóch postępowań, gdzie budżet był przekroczony o 20-30% PLK zdecydowała się jednak podpisać umowę z wykonawcą.

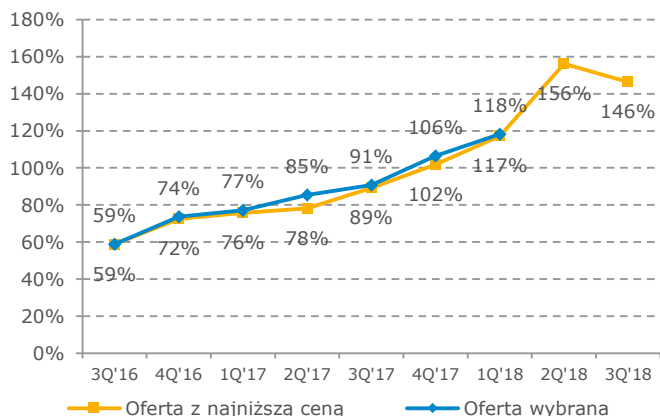
We wrześniu unieważnione zostały, między innymi, dwa przetargi dotyczące poprawy dostępu kolejowego do portów

Kolej - Okres od otwarcia oferty do podpisania umowy (dni)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

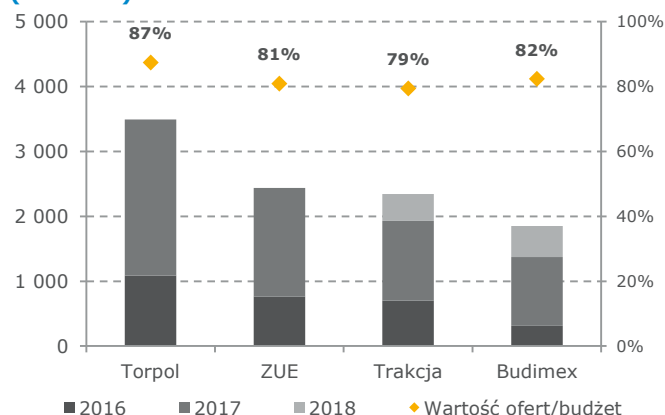
Kolej - wartość ofert względem budżetu inwestora (%)



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

w Gdańsku i Gdyni, w których najwyżej ocenione zostały oferty Torpolu i Trakcji, łącznie na ponad 2,3 mld PLN netto. Obie spółki wiązały z powyższymi kontraktami duże nadzieje na poprawę rentowności, gdyż zlecenia z 2018 r. wciąż stanowią ułamek wartości portfeli zamówień. Mniej niż 10% przetargów kolejowych (wartościowo) wygranych przez Budimex, Torpol, Trakcję i ZUE stanowią tegoroczne postępowania. **Niespełna 1/3 to przetargi, gdzie oferta była składana w 2016 roku, a prawie 2/3 stanowią przetargi z 2017 roku.** Biorąc pod uwagę jak silna konkurencja towarzyszyła przetargom z 2016 r., nie mamy wysokich oczekiwań, odnośnie rentowności obecnych portfeli zamówień spółek budownictwa kolejowego. Prezentowana przez spółki z branży marża w 1H'18 w dużej mierze opiera się na kontraktach z 2016 r. Rentowność okazała się przyzwoita, biorąc pod uwagę trudne otoczenie rynkowe, co może sugerować, że wykonawcy mają pod kontrolą stronę kosztową. Uważamy jednak, że do czasu ostatecznego rozliczenia kontraktów z tego okresu, do prezentowanych przez marż należy podejść z rezerwą. Mimo, że od otwarcia ofert w pierwszych przetargach kolejowych z nowej perspektywy minęły już dwa lata, prace na nich wciąż trwają. Na koniec czerwca Torpol wciąż posiadał w portfolio zamówień 94 mln PLN (38% całkowitej wartości zlecenia) w ramach kontraktu Kraków Mydlniki-Kraków Główny. Był to pierwszy

Najkorzystniejsze oferty w dużych przetargach kolejowych złożone przez spółki z GPW w '16-18 (mln PLN)

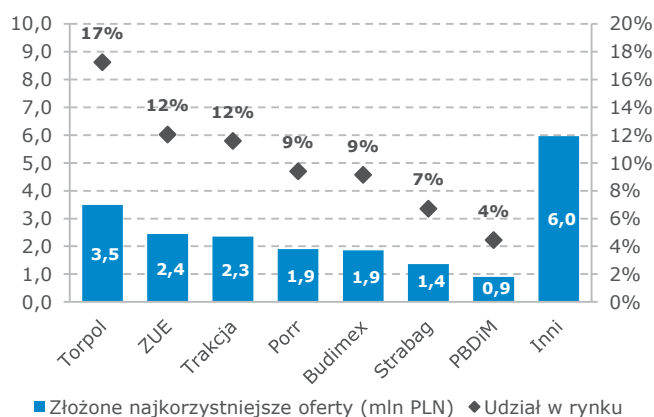


Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

duży kontrakt otwarty w 2016 r. (realizowany w konwencji „buduj”), w którym oferty cenowe składano w lipcu, a umowę z inwestorem podpisano w listopadzie 2016 r. Wysoka względem budżetów inwestora wartość składanych przez spółki ofert, nie powinna przysłonić nam faktu, że **portfele zamówień spółek budownictwa wciąż są wypełnione zleceniami pozyskiwanymi w trudnych czasach.** Średnia wartość oferty do budżetu w zleceniach kolejowych waha się między 79% w Trakcji a 87% w Torpolu. W statystyce Trakcji uwzględniamy 4 tegoroczne oferty, które przekraczały budżet inwestora, natomiast w Torpolu uwzględniony jest kontrakt z Tauronem na budowę układu torowego do Elektrowni Jaworzno III.

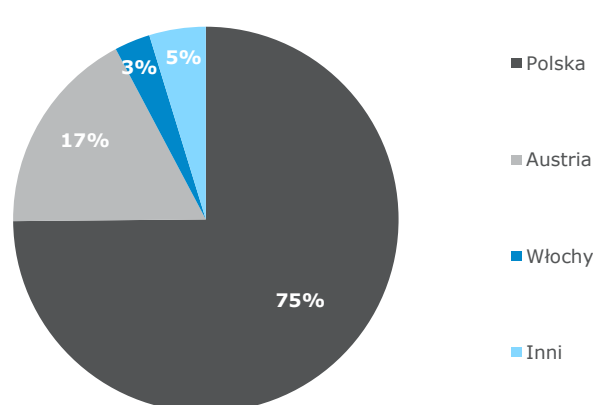
Podsumowując, pomimo zdecydowanej dominacji na krajowym rynku budownictwa kolejowego, rokowania dla wykonawców notowanych na GPW są niepewne. **Torpol, ZUE, Trakcja i Budimex zagarnęły ok. 50% dużych przetargów kolejowych w latach 2016-2018,** które jednak nie gwarantują dobrego zarobku. Szacujemy, że ok. **2/3 pozyskanych kontraktów będzie kończona w latach 2020-2021,** co nie zapowiada szybkiej poprawy wyników sektora. Unieważnione w 3Q'18 przetargi kolejowe zapewne wrócą na rynek w odchudzonej formie w 2019 r., lecz ich wpływ na wyniki spółek budowlanych w przyszłym roku będzie raczej marginalny.

Kolej - Wartość najkorzystniejszych ofert w dużych przetargach w latach 2016-2018



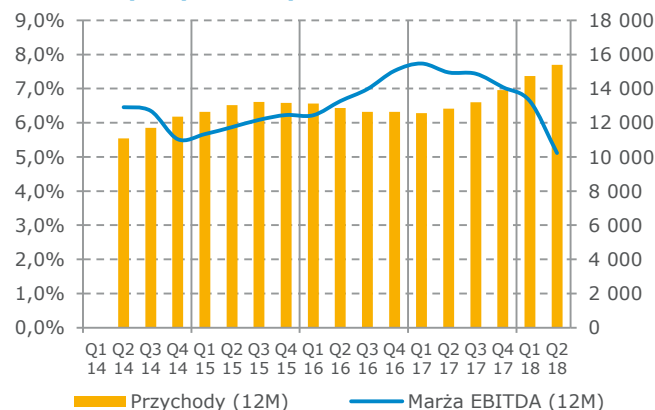
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych

Pochodzenie wykonawców kontraktów kolejowych rozstrzygniętych w latach '16-18*



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie informacji prasowych
* Polska - wykonawcy z dominującym kapitałem polskim oraz notowane na GPW

Zagregowane przychody i rentowność spółek budowlanych (mln PLN)*



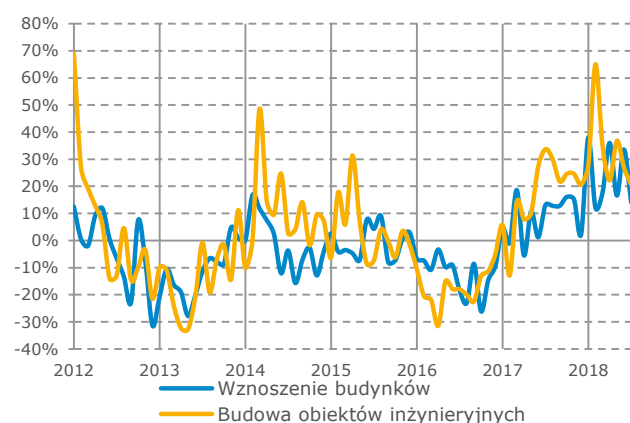
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych spółek,
* Budimex, Elbudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE

Dalsza presja na marżę w budownictwie

Patrząc na wyniki sektora budowlanego za 2Q'18 również nie widać wielu powodów do optymizmu. Uwzględniając spektakularne straty Elektrobudowy i Erbudu, **EBITDA** dziesięciu analizowanych przez nas spółek **spadła o około 80% r/r**. Zannualizowana **marża EBITDA spadła od szczytu w 1Q'17 o około 1/3** do 5,1%. Jest kilka przesłanek, wskazujących, że w kolejnych kwartałach nastąpi dalszy spadek rentowności względem relatywnie wysokiej bazy z drugiej połowy 2017 r.

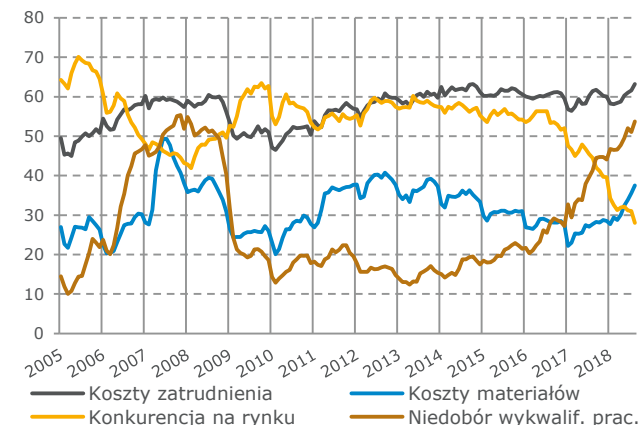
Po pierwsze, oczekujemy dalszego **wzrostu produkcji budowlanej**. Zapewne nie będzie on tak dynamiczny jak w pierwszych ośmiu miesiącach 2018 r., gdy produkcja rosła w tempie niemal 21% r/r, niemniej trend wzrostowy powinien być utrzymany w 2019 r. Wskazują na to m.in. (1) około 20-procentowa dynamika rozpoczynanych budów mieszkań przez deweloperów, (2) duża aktywność inwestorów na rynku budownictwa komercyjnego, (3) wejście w główną fazę prac inwestycji infrastrukturalnych rozstrzygniętych w latach 2016-2017. Opisany przez nas wcześniej gwałtowny spadek rozstrzygnięć przetargów drogowych i kolejowych w 2018 r. zapewne przełoży się na spadek produkcji budowlanej w 2020 r., tymczasem w 2019 r. powinniśmy zaobserwować wzrost, szczególnie w budownictwie kolejowym. Na wzrost produkcji budowlanej wskazuje również zagregowany **portfel zamówień** analizowanych przez nas spółek giełdowych, który na koniec czerwca wyniósł rekordowe **23,6 mld PLN**. Oznacza to wzrost o **13% r/r** oraz niemal **+50% na przestrzeni ostatnich dwóch lat**. Wzrost produkcji

Dynamika produkcji budowlanej w segmentach (r/r)



Źródło: GUS

Bariery działalności dla przedsiębiorstw budowlanych



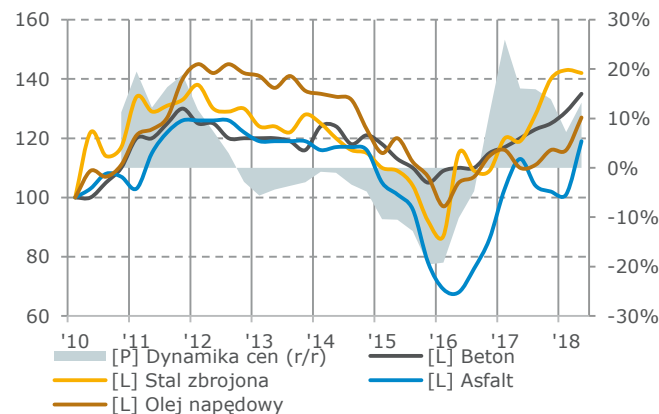
Źródło: GUS

budowlanej w kolejnych kwartałach w obliczu niedoboru pracowników oraz **rekordowych odczytów wykorzystania mocy produkcyjnych w budownictwie** może pogłębić problemy sektora. Obecnie zatrudnienie w budownictwie jest o 15-20% niższe niż 2012 r., a stopa bezrobocia w polskiej gospodarce o ponad 50% niższa. Pozyskanie nowych pracowników bez istotnego wzrostu wynagrodzeń jest w obecnym otoczeniu rynkowym mało prawdopodobne. Może być jednak konieczne, by przerobić posiadane portfele zamówień. Z Barometru ManpowerGroup Perspektyw Zatrudnienia dla 4Q'18 wynika, że **prognoza netto zatrudnienia w branży budowlanej wynosi +21% i jest najwyższa od dwóch lat**. Globetek - specjalizujący się w rekrutacjach dla sektora przemysłowego - szacuje, że oczekiwania inżynierów są obecnie średnio o 20% większe niż może zapłacić pracodawca. Badania koniunktury GUS wskazują, że czynniki związane z kosztami pracy i niedoborem pracowników są obecnie największą barierą rozwojową dla branży. W odczytach za sierpień bariery te jeszcze się nasiliły.

Po drugie, wciąż obserwujemy **presję na wzrost kosztów materiałów budowlanych**. W 2Q'18 dynamika cen materiałów (beton, stal, asfalt, ropa) wzrosła po przejściowym spowolnieniu w 1Q'18. Biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost zapotrzebowania na surowce w kolejnych kwartałach, nie zakładalibyśmy korekty cen.

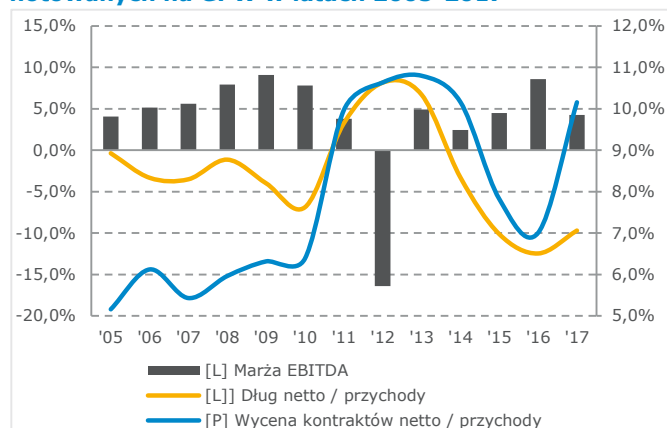
Po trzecie, obserwujemy **niepokojące trendy w bilansach spółek budowlanych**, przypominające sytuację z 2011 r.,

Dynamika cen materiałów budowlanych (r/r)



Źródło: Budimex

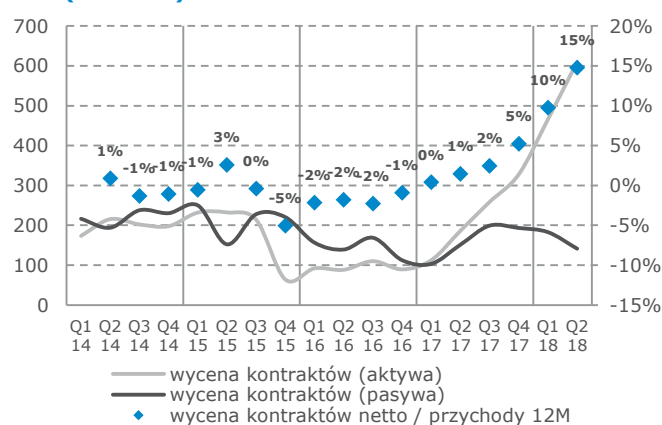
Rentowność i zadłużenie spółek budowlanych notowanych na GPW w latach 2005-2017



Źródło: Bloomberg

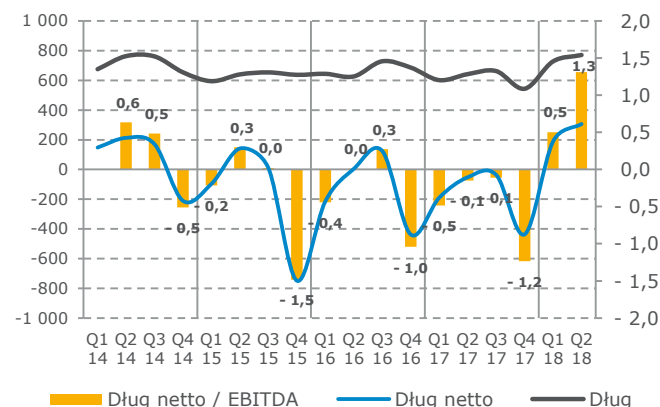
poprzedzając załamanie wyników sektora w 2012 r. W 1H'18 r. nastąpił silny wzrost wskaźników zadłużenia branży oraz wzrost wartości robót w toku. Powyższe sytuacja zawsze rodzi obawy, że przedsiębiorstwa niedoszacowują faktycznych kosztów na długoterminowych kontraktach budowlanych. W bieżącym cyklu, szczególnie istotne **pogorszenie struktury bilansu nastąpiło w spółkach budownictwa kolejowego**. Dług netto Torpolu, Trakcji i ZUE osiągnął na koniec czerwca poziom **3,2x EBITDA**, podczas gdy w ostatnich czterech latach wynosił 0,3-1,3x w szczycie zaangażowania. Łączne **należności z tytułu wyceny kontraktów** wzrosło w powyższych spółkach do ponad **600 mln PLN**, co stanowi **15% przychodów** za ostatnie 12M. Od 2014 r. wskaźnik ten nie przekraczał 3%. Spółki budowlane uzasadniają gwałtowny wzrost wyceny kontraktów między innymi specyfiką rozliczeń sprzedaży materiałów do PK, niemniej nie tłumaczy to w pełni skali zjawiska. Fakturowanie na niektórych kontraktach następuje relatywnie późno w związku z zapisami umownymi, niemniej branża sygnalizuje również opieszałość publicznych zamawiających. Nawet zakładając, że przyczyny późnego fakturowania prac wynikają z problemów organizacyjnych lub braku woli współpracy ze strony zamawiającego, uważamy, że odbije się to negatywnie na marży wykonawców.

Wycena kontraktów budowlanych w Torpolu, Trakcji i ZUE (mln PLN)



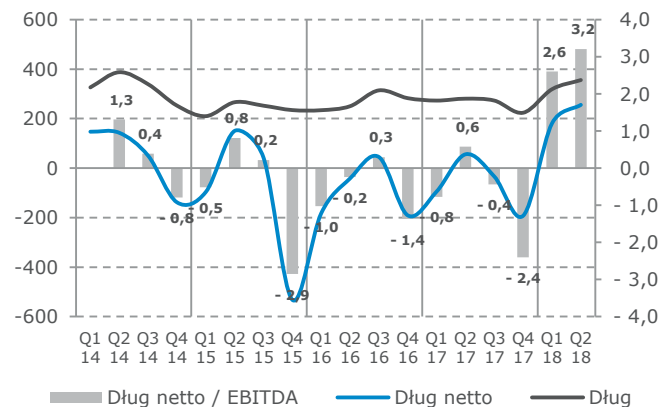
Źródło: Szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych spółek

Zadłużenie w spółkach budowlanych (mln PLN)*



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych spółek,
* Elbudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE (brak Budimeksu)

Zadłużenie w Torpolu, Trakcji i ZUE (mln PLN)



Źródło: Szacunki Domu Maklerskiego mBanku na podstawie danych spółek

Proгноzy wyników Elektrotimu na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	197,7	353,8	258,0	293,1	320,4	314,0	304,6
Zysk brutto ze sprzedaży	20,6	47,3	22,8	25,3	27,1	28,3	32,0
marża	10,4%	13,4%	8,8%	8,6%	8,4%	9,0%	10,5%
EBIT	2,5	26,3	1,6	-1,0	4,8	5,7	8,7
Zysk brutto	2,9	26,9	2,0	-2,6	3,6	4,5	7,5
Zysk netto	1,1	21,5	-0,6	-4,5	0,9	3,5	5,8
Dług netto	-36,3	-45,3	-20,4	-15,7	2,3	1,0	-2,3
EV	5,6	-3,3	21,5	26,2	44,2	42,9	39,6
EBITDA	5,4	29,2	5,0	2,4	7,9	8,8	11,8
DPS	0,75	0,60	1,24	0,35	0,00	0,20	0,30
DYield	17,9%	14,3%	29,5%	8,3%	0,0%	4,8%	7,1%
P/E	39,1	1,9	-	-	44,9	12,0	7,2
EV/EBITDA	1,0	-0,1	4,3	11,0	5,6	4,9	3,3
P/BV	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5

Kurs (PLN)	4,20
L. akcji (mln)	10,0
Mcap	41,9

Źródło: Elektrotim, Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Proгноzy wyników Torpolu na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	775,4	1 224,6	770,2	752,2	1 251,6	1 391,0	1 231,1
Zysk brutto ze sprzedaży	48,4	66,3	44,2	12,7	36,1	44,6	45,7
marża	6,2%	5,4%	5,7%	1,7%	2,9%	3,2%	3,7%
EBIT	32,6	43,4	17,8	-13,3	6,6	16,6	16,9
Zysk brutto	30,4	40,2	14,6	-15,4	5,7	13,2	13,5
Zysk netto	25,0	32,0	10,3	-26,7	2,1	10,4	10,7
Dług netto	-120,1	-258,5	-70,1	-104,7	22,3	47,2	30,4
EV	-1,1	-139,5	48,9	14,3	141,3	166,2	149,4
EBITDA	43,2	55,8	32,4	1,6	23,0	32,9	33,7
DPS	0,00	0,50	0,69	0,44	0,00	0,00	0,20
DYield	0,0%	9,7%	13,3%	8,5%	0,0%	0,0%	3,9%
P/E	4,8	3,7	11,5	-	56,3	11,4	11,1
EV/EBITDA	0,0	-2,5	1,5	8,8	6,1	5,0	4,4
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6

Kurs akcji (PLN)	5,18
Liczba akcji (mln szt.)	23,0
Kapitalizacja (mln PLN)	119,0

Źródło: Torpol, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Prognozy wyników Trakcji na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 601,7	1 329,2	1 381,2	1 374,3	1 474,8	1 573,8	1 541,6
Zysk brutto ze sprzedaży	202,1	166,1	148,2	93,3	73,5	76,7	84,2
marża	12,6%	12,5%	10,7%	6,8%	5,0%	4,9%	5,5%
EBIT	85,8	76,7	73,8	38,1	15,3	16,7	22,4
Zysk brutto	68,8	72,7	67,3	33,1	5,8	6,0	11,2
Zysk netto	49,5	50,2	54,7	31,4	2,3	4,8	9,0
Dług netto	101,8	-140,3	-26,1	4,0	136,3	167,4	126,8
EV	280,2	38,0	152,2	182,4	314,7	345,8	305,2
EBITDA	109,5	99,0	97,2	67,1	45,4	47,4	53,8
DPS	0,00	0,00	0,34	0,50	0,10	0,00	0,20
DYield	0,0%	0,0%	9,8%	14,4%	2,9%	0,0%	5,8%
P/E	3,6	3,6	3,3	5,7	78,2	37,1	19,9
EV/EBITDA	2,6	0,4	1,6	2,7	6,9	7,3	5,7
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/BV korygowany*	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Kurs akcji (PLN) 3,47

Liczba akcji (mln szt.) 51,4

Kapitalizacja (mln PLN) 178,4

Źródło: Trakcja, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *wskaźnik P/BV skorygowany o wartość firmy i wartości niematerialne

Prognozy wyników ZUE na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	644,1	542,1	343,0	465,3	820,6	919,4	929,4
Zysk brutto ze sprzedaży	34,2	47,9	16,7	19,1	33,4	38,9	44,1
marża	5,3%	8,8%	4,9%	4,1%	4,1%	4,2%	4,7%
EBIT	14,0	22,6	0,2	1,6	12,7	17,5	22,1
Zysk brutto	14,1	22,5	1,3	0,9	12,3	17,0	21,7
Zysk netto	10,7	17,2	0,8	0,3	9,7	13,4	17,1
Dług netto	-55,9	-149,3	-94,6	-91,6	16,7	30,8	1,9
EV	72,2	-21,2	33,5	36,4	144,7	158,8	129,9
EBITDA	22,7	31,8	9,7	11,5	23,1	28,0	32,7
DPS	0,00	0,00	0,33	0,00	0,00	0,00	0,30
DYield	0,0%	0,0%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	5,4%
P/E	12,0	7,4	158,3	413,1	13,2	9,5	7,5
EV/EBITDA	3,2	-0,7	3,4	3,2	6,3	5,7	4,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5

Kurs akcji (PLN) 5,56

Liczba akcji (mln szt.) 23,0

Kapitalizacja (mln PLN) 128,0

Źródło: ZUE, Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

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**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**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**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**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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 od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

mBank 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.

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.

mBank S.A. 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 poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółki ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta dla spółki ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich dla spółki ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi bankowe dla spółki ZUE.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 września 2018 o godzinie 08:46.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 września 2018 o godzinie 08:46.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**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.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Elektrotim wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2018-05-28	2017-11-16	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,80	7,61	9,76

Rekomendacje dotyczące spółki Torpol wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,40	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93

Rekomendacje dotyczące spółki Trakcja wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-05-18	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,65	6,75	7,24	7,56	7,69	10,30

Rekomendacje dotyczące spółki ZUE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,86	6,12	6,18	6,44	6,89

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl