Budownictwo

Polska

Budownictwo

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

Okazje wśród małych i średnich spółek

Małe i średnie spółki zaprezentują lepsze wyniki finansowe, niż najwięksi przedstawiciele branży. Związane jest to z:
- krótszym cyklem realizacji kontraktów
- poprawą w wielu specjalistycznych segmentach (energetyka, budownictwo przemysłowe, instalacje)
- brakiem dużej ekspozycji na segment budownictwa drogowego (z wyjątkami)

Wyceny wielu małych spółek są bardzo niskie (P/E <= 10, EV/EBITDA <5, P/BV ~ 1), a perspektywy rozwoju dobre. Słabe zachowanie kursów mniejszych spółek, w tym należących do indeksu sWIG80, kreuje wiele prawdziwych okazji inwestycyjnych. Spośród szerokiej grupy mniejszych firm naszą uwagę zwraca szczególnie:

- Hydrobudowa Polska (zmienia się polityka PBG wobec spółki, P/BV 2010 = 0,81, P/E 2011 = 7,2)
- Mostostal Zabrze (ekspozycja na odżywające budownictwo przemysłowe, EV/EBITDA 2011 = 5,5)
- Instal Kraków (duże zyski z deweloperki, bardzo tanie grunty, gotówka netto, P/BV 2010 = 0,90, P/E 2011 = 5,4)
- Mirbud (bardzo dobre wyniki Q1 i Q2 2011, wskazujące na realność ambitnych prognoz zarządu, P/E 2011 = 5,8)
- Prochem (odżywające budownictwo przemysłowe, szanse na uruchomienie budowy biurowca, P/BV 2010 = 0,77)
- Mostostal Płock (strata w Q2 i Q3 2011, ale szansa na nowe duże kontrakty, P/BV 2010 = 0,84, EV/EBITDA '12 = 3,5)
- Gastel Żurawie (szansa na stopniową poprawę cen dzierżawy żurawi, spółka korzysta na inflacji, P/E 2011 = 11,9)
- Elektrotim (bardzo dobre wyniki Q2 2011, P/E 2011 = 9,5, EV/EBIDTA = 4,4)

Hydrobudowa Polska

Cały czas dostrzegamy szansę na transakcję sprzedaży pakietu akcji Hydrobudowy spółce OHL. W tym celu PBG może starać się poprawić fundamenty firmy, pomagając w pozyskaniu nowych kontraktów. Hydrobudowa zgodnie z prognozą zarządu ma w 2011 roku wygenerować 50 mln PLN zysku netto (P/E = 7,2). W 2011 roku spółka ma również szansę na wygenerowanie około 100 mln PLN dodatniego operacyjnego cash flow (odwrotnie, niż w przypadku innych spółek budowlanych). Sytuacja spółki jest stabilna - kontrakty stadionowe obarczone są znacznie niższym ryzykiem, niż jeszcze kilka miesięcy temu (brak ryzyka kar z tytułu opóźnień).

Wyniki Q2 2011 mają szanse być znacznie lepsze, niż w okresie Q3 2010 - Q1 2011. Wpłyną na nie tak wyższe przychody i wyższa rentowność brutto, jak i korzystne pozostałe zdarzenia operacyjne i finansowe. Oczekujemy marży brutto na sprzedaży na poziomie 6,5%, 8 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto i tylko 1 mln PLN pozostałych kosztów finansowych netto. Spółka w Q2 2011 może wygenerować niewielki ujemny cash flow.

Hydrobudowa Polska: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	471,5	416,9	370,6	277,2	442,8
Zysk brutto	48,2	22,5	5,9	16,4	30,4
Marża %	*10,2%*	*5,4%*	*1,6%*	*5,9%*	*6,9%*
EBIT	24,5	7,2	6,9	8,3	22,7
Zysk brutto	23,0	7,4	2,0	10,1	19,8
Zysk netto	22,2	5,4	0,0	8,8	19,7

Źródło: DI BRE Banku S.A., Hydrobudowa Polska

Mostostal Zabrze

Sytuacja Mostostalu Zabrze się poprawia, co związane jest z poprawą koniunktury w segmencie budownictwa przemysłowego. Grupa eksponowana jest na perspektywiczne rynki inwestycji przemysłowych, energetycznych, budowy spalarni odpadów, biogazowni. Spółka posiada duże perspektywy wzrostu. W przeciwieństwie do dużych generalnych wykonawców, to lata 2010-2011 były dla Mostostalu najtrudniejsze (deficyt inwestycji przemysłowych). Q2 2011 powinien zaprezentować duży wzrost przychodów i poprawę wyniku operacyjnego. Z uwzględnieniem zdarzenia jednorazowego w postaci umorzenia zobowiązań układowych PRInż, Mostostal Zabrze za I półrocze wygeneruje prawie 30 mln PLN zysku netto. W całym 2011 roku spółka ma szansę na ponad 50 mln PLN zysku netto (EV/EBITDA = 3,5, bez zdarzeń jednorazowych: około 5,5).

Prognozowane wyniki Q2 2011 uwzględniają 8,9 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto. W pozytywne zdarzenia jednorazowe obfitował też Q1 2011 i Q4 2010.

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

Mostostal Zabrze: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	217,8	264,8	296,2	187,5	235,0
Zysk brutto	25,1	16,4	18,8	17,8	20,2
Marża %	*11,5%*	*6,2%*	*6,3%*	*9,5%*	*8,6%*
EBIT	10,1	5,3	13,3	19,2	13,3
Zysk brutto	13,1	4,6	13,2	19,3	17,0
Zysk netto	9,3	6,6	9,9	16,0	13,3

Źródło: DI BRE Banku S.A., Mostostal Zabrze

Instal Kraków

Instal Kraków składa się z części budowlanej, deweloperskiej i produkcyjnej, przy czym sprzedaż mieszkań zapewnia spółce gros zysków. W części budowlanej spółka znacząco zwiększyła portfel zamówień, co powinno przyczynić się do znacznego wzrostu przychodów (+41% r/r, do poziomu 235 mln PLN). Działalność deweloperska historycznie generowała bardzo wysokie marże i … dalej tak będzie, bo wartość księgowa gruntów Instalu jest bardzo niska (Nowy Przewóz 2, Śliczna 2, inwestycja przy ul. Jana Pawła II). Koszty budowy wzrosły. Szacujemy, że marża brutto w segmencie deweloperskim Instalu może w przyszłych latach istotnie przekraczać 30%. Przejściowo słabe wyniki generuje część produkcyjna, sytuacja poprawi się za rok (produkcja central klimatyzacyjnych, przejściowy brak popytu, spowodowany niską liczbą budów centrów handlowych w toku).

Zakładamy, że w 2011 roku Instal Kraków zaprezentuje wzrost przychodów i zysku netto r/r. Możliwy do osiągnięcia jest rekordowy poziom zysku netto z 2009 roku (23,4 mln PLN, P/E = 5,4), przy czym duży wpływ na wynik będzie miał wynik z przekazania mieszkań w Q4 2011. Spółka posiada gotówkę netto. P/BV 2010 = 0,9. Grunty spółki są warte znacznie więcej, niż wynosi ich wartość księgowa. Wyniki Q2 2011 będą naszym zdaniem porównywalne q/q. Wynik Q3 2011 również może być gorszy r/r (niewiele mieszkań do przekazania), zaś bardzo dobry powinien być wynik Q4 2011 (oddania mieszkań w inwestycji Osiedle Śliczna 2, łącznie: 20 mln PLN zysku brutto z projektu).

Instal Kraków: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	68,1	79,2	89,9	65,3	74,8
Zysk brutto	9,9	14,0	10,5	6,4	8,3
Marża %	*14,5%*	*17,7%*	*11,7%*	*9,8%*	*11,1%*
EBIT	4,0	6,1	6,1	3,2	2,9
Zysk brutto	4,3	6,4	6,3	3,3	3,3
Zysk netto	3,4	4,7	5,7	2,7	2,7

Źródło: DI BRE Banku S.A., Instal Kraków

Mirbud

Mirbud w Q1 2011 pozytywnie wyróżniał się wynikami na tle sektora. Co ciekawe, źródłem pozytywnego zaskoczenia była również działalność budowlana. Firmie udało się wypracować pozytywny operacyjny cash flow. Uważamy, że również Q2 2011 zaprezentuje bardzo dobry wynik, połączony z dodatnimi przepływami operacyjnymi. Uwiarygodni to relatywnie ambitną prognozę zarządu, zakładającą wygenerowanie w 2011 roku 43,7 mln PLN zysku netto (P/E = 5,8).

Pomijając zyski z działalności deweloperskiej i działalności CH Marywilska 44, jest dla nas zaskoczeniem, że na słabym rynku udało się spółce pozyskać tak dobre kontrakty budowlane (jednostkowa marża EBIT w Q1 2011: 16,5%). Sądzimy, że w dłuższym terminie marże generowane przez Mirbud spadną do poziomów średnich branżowych. W 2012 roku wynik netto spółki widzimy na poziomie 26-30 mln PLN (P/E = 8,5-9,8). Z drugiej strony, spółka ma na koncie wiele sukcesów, jak na przykład wyjątkowo atrakcyjne przejęcie CH Marywilska 44, możliwe są więc zaskoczenia pozytywne.

Mirbud: wyniki finansowe, Q2 2010 - Q1 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Przychody	99,5	57,7	99,6	75,2
Zysk brutto	20,4	16,3	19,7	19,0
Marża %	*20,5%*	*28,3%*	*19,8%*	*25,2%*
EBIT	11,2	13,2	10,9	13,4
Zysk brutto	9,2	11,4	9,8	10,9
Zysk netto	6,6	7,8	7,4	8,2

Źródło: DI BRE Banku S.A., Mirbud

Prochem

Prochem wyceniany jest z 23% dyskontem do wartości księgowej. Na wartość spółki składa się: a) część inżynieryjna b) część deweloperska. Część budowlana generuje około 5-6 mln PLN zysku rocznie. Część deweloperska to 2 przygotowane do uruchomienia projekty biurowe (Warszawa, Kraków). Uruchomienie projektów możliwe jest a) w sytuacji, gdy jedna z działek zostanie sprzedana (pozyskanie kapitału własnego) b) w sytuacji, gdy znajdzie się najemca zainteresowany wynajmem większości powierzchni budynku. Budowa jednego z biurowców może wygenerować wzrost wartości spółki o nawet 6-8 PLN/ akcję ponad BV. Część budowlana również jest interesująca - firma posiada ekspozycję na segment budownictwa chemicznego.

W Q2 2011 Prochem powinien wygenerować wynik wyższy r/r i zbliżony do Q3 2010. Wynik byłby lepszy, gdyby nie słaby rezultat usług projektowania (niskie obłożenie mocy, spowodowane opóźnieniami realizacji zaplanowanych kontraktów).

Prochem: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	28,7	29,1	37,4	24,3	48,0
Zysk brutto	4,9	5,8	5,5	2,7	5,8
Marża %	*17,0%*	*20,0%*	*14,6%*	*11,1%*	*12,0%*
EBIT	1,4	2,1	3,0	-1,0	1,5
Zysk brutto	1,0	1,8	3,0	0,8	1,5
Zysk netto	0,5	1,3	1,9	0,6	1,2

Źródło: DI BRE Banku S.A., Prochem

Mostostal Płock

Mostostal Płock, podobnie jak Prochem, jest kolejną spółką z dużymi aktywami pozaoperacyjnymi. W tym przypadku nie są to nieruchomości, ale gotówka i udziały w Remaku. W Q1 2011 spółka wygenerowała 3,7 mln PLN zysku netto jedynie dzięki sprzedaży udziałów i majątku spółki Centromost. Wynik z typowej działalności operacyjnej był ujemny. Podobnie będzie w Q2 2011. Oczekujemy 1,7 mln PLN straty netto. Strata może też wystąpić w Q3 2011, a wynik całego 2011 roku być zbliżony do zera. Przyczyną słabych wyników jest deficyt kontraktów (dźwignia operacyjna, brak pokrycia kosztów stałych).

Ostatnio Mostostal pozyskał duże zlecenie na dostawę konstrukcji stalowych za 69,8 mln PLN. Prezes zapowiada możliwość pozyskania kolejnego zlecenia za około 70 mln PLN (zbiorniki dla PERN). W przypadku pozyskania kolejnych zleceń, co wydaje się bardzo prawdopodobne, spółka mogłaby w przyszłym roku wygenerować porównywalne przychody, jak w 2010 roku (141,3 mln PLN). Przy założeniu rentowności EBIT na poziomie 3%, widzimy szansę na 4,6 mln PLN zysku netto (P/E 2012 = 13,4, ale EV/EBITDA = 3,5, P/BV 2010 = 0,84, na wycenę składa się ponad 30 mln PLN gotówki netto).

Mostostal Płock: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	39,4	32,1	25,4	25,0	22,0
Zysk brutto	4,1	4,5	3,3	-0,4	-0,4
Marża %	*10,3%*	*14,0%*	*13,1%*	*-1,7%*	*-2,0%*
EBIT	0,9	3,3	1,3	2,8	-2,3
Zysk brutto	1,3	3,3	-0,4	4,9	-2,1
Zysk netto	0,0	1,5	-2,0	3,7	-1,7

Źródło: DI BRE Banku S.A., Mostostal Płock

Gastel Żurawie

Zarząd opublikował prognozę, która przewiduje wygenerowanie w tym roku 8,7 mln PLN zysku netto (P/E 2011 = 11,9, EV/ EBITDA 2011 = 6,2). Wskaźniki te nie wyróżniają się specjalnie na tle sektora. Rzecz jednak w tym, że naszym zdaniem istnieje bardzo silne uzasadnienie dla poprawy wyników spółki w przyszłych latach. Gastel 90% zysku generuje z dzierżawy żurawi na budowy, z czego 90% to budowy kubaturowe.

Zgodnie z naszą prognozą, segment budownictwa kubaturowego będzie stabilnie rósł w przyszłych latach w tempie około 6-7% rocznie. Oczekujemy w efekcie wzrostu popytu na żurawie. Istniejący dostawcy sprzętu nie inwestują, z uwagi na niską rentowność działalności (ROE Żurawi w 2011 roku = 5,1%). Powoduje to presję na wzrost kosztu dzierżawy sprzętu. Wzrost kosztów dzierżawy nie następuje szybko z uwagi na niskie ceny w kontraktach pozyskanych przez generalnych wykonawców.

Gastel Żurawie: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	23,1	22,8	25,6	23,7	27,8
Zysk brutto	2,4	3,2	3,7	3,3	5,1
Marża %	*10,5%*	*14,0%*	*14,4%*	*13,8%*	*18,4%*
EBIT	2,9	3,2	3,8	3,7	4,9
Zysk brutto	-1,5	2,7	1,4	1,9	3,4
Zysk netto	-1,5	1,6	1,0	1,6	2,7

Źródło: DI BRE Banku S.A., Gastel Żurawie

Elektrotim

Elektrotim jest jedną ze spółek, które mogą zaskoczyć bardzo dobrymi wynikami w Q2 2011. Grupa posiada rekordowy portfel zamówień (180 mln PLN), praktycznie dwukrotnie większy niż w roku ubiegłym. Wynika to z kumulacji wielu prac infrastrukturalnych i publicznych w rejonie działalności firmy (okolice Wrocławia) . Widzimy szansę na wygenerowanie 180 mln PLN przychodów i 10,6 mln PLN zysku netto w 2011 roku (P/E = 9,5, EV/EBIDTA = 4,4). Bardzo niskie EV/EBIDTA to wynik blisko 40 mln PLN gotówki netto w bilansie Elektrotimu. Gotówka ta, wykorzystana na atrakcyjne przejęcia, mogłaby znacznie zwiększyć wartość spółki. Na razie nie spodziewamy się jednak dużych akwizycji. Spółka zamierza płacić dywidendy (yield: 5-10%).

Sądzimy, że w 2012 i 2013 roku spółka nie zaprezentuje raczej istotnego wzrostu przychodów, co związane jest z kurczeniem się rynku infrastrukturalnego. Spółka jest w stanie zastępować prace podwykonawcze dla sektora infrastrukturalnego pracami w innych segmentach. Szacujemy, że w 2011 roku aż 38% przychodów grupy może pochodzić z prac dla sektora drogowego. W przyszłości rosnąć będzie udział energetyki w przychodach do poziomu ponad 20%. Spółka, podobnie jak Elektrobudowa, buduje swoją obecność w automatyce wykorzystywanej w energetyce i w sieciach energetycznych.

Elektrotim: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	27,6	28,7	46,6	26,2	42,6
Zysk brutto	4,5	4,8	9,5	2,4	7,5
Marża %	*16,4%*	*16,7%*	*20,3%*	*9,1%*	*17,5%*
EBIT	1,1	2,4	3,6	-1,1	3,7
Zysk brutto	1,8	2,7	2,0	-0,8	4,0
Zysk netto	1,6	2,1	1,2	-0,8	3,3

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrotim

Budopol Wrocław

Sądzimy, że Budopol Wrocław ma szansę generować dobre wyniki na kontraktach realizowanych dla Ganta. W tym roku realne jest wygenerowanie 159,3 mln PLN przychodów i nawet 11,7 mln PLN zysku netto (7,8 mln PLN bez zdarzeń jednorazowych, które miały miejsce w Q1 2011). P/E 2011 = 7,7. Na rok kolejny portfel zleceń Budopolu szacujemy na 26 mln PLN. Spółka musi pozyskać kolejne kontrakty.

Firma prowadzi prace głównie dla Ganta i jest od zleceń dewelopera uzależniona. Jako jednak, że nie dostrzegamy ryzyka dla przetrwania Ganta, czy realizacji programu inwestycyjnego, uważamy, że nowe zlecenia się pojawią i pozwolą utrzymać przychody na porównywalnym poziomie r/r w 2012 roku. Rentowność teoretycznie może być niższa, nadal jednak, z uwagi na brak podpisanych kontraktów, trudno o niej wyrokować.

Budopol Wrocław: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	25,1	44,4	48,9	34,1	46,3
Zysk brutto	2,7	2,5	2,6	3,2	3,9
Marża %	*10,6%*	*5,7%*	*5,3%*	*9,2%*	*8,5%*
EBIT	1,2	1,4	1,1	6,1	2,2
Zysk brutto	2,0	2,2	1,7	7,1	3,0
Zysk netto	1,5	2,2	1,8	6,8	2,4

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budopol Wrocław

Projprzem

Wynik netto Projprzemu za I półrocze prawdopodobnie nie będzie dodatni, niemniej, w Q2 2011 wygenerowany będzie niewielki zysk. W całym 2011 roku nie liczylibyśmy na rewelacyjny wynik (3,3 mln PLN zysku netto, P/E 2011 = 18,9, EV/ EBIDTA 2011 = 7,5). W kolejnym roku możliwa jest poprawa, trudno jednak na razie wyrokować, jaka będzie jej skala. Źródłem poprawy ma być produkcja i dystrybucja pomostów przeładunkowych. Stopa pustostanów w magazynach w krajach CEE spada i powoli deweloperzy wracają do realizacji inwestycji. Większość popytu na pomosty przeładunkowe (ok. 60%) kreują nowe inwestycje, reszta to rynek odtworzeniowy. Zlecenia na produkcję pomostów przeładunkowych spływają z jedynie 2-3 miesięcznym wyprzedzeniem.

Problemem w 2010 roku było bardzo niskie obłożenie mocy zakładów produkcji konstrukcji stalowych. Obecnie obłożenie to wzrosło, a spółka dodatkowo planuje sprzedaż jednego z zakładów. W przyszłym roku Projprzem mógłby wygenerować nawet 6-7 mln PLN zysku netto (P/E = 8,8 - 10,3), niemniej prognoza obarczona jest ryzykiem.

Projprzem: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	25,2	23,2	46,0	36,5	38,2
Zysk brutto	4,9	4,1	8,8	6,4	9,3
Marża %	*10,60%*	*5,70%*	*5,30%*	*9,20%*	*8,50%*
EBIT	-3,4	-4,6	-0,6	-1,5	0,7
Zysk brutto	-3,3	-4,4	-0,7	-1,6	0,6
Zysk netto	-2,2	-3,7	-0,4	-1,4	0,5

Źródło: DI BRE Banku S.A., Projprzem

Energomontaż Południe

Energomontaż Południe, jako wykonawcze ramię PBG w segmencie energetycznym, ma interesujące perspektywy wzrostu. Przełożą się one na wyniki spółki dopiero od 2013 roku. Wówczas widzimy szansę na przekroczenie 500 mln PLN przychodów i osiągnięcie ponad 5% rentowności netto (co daje P/E ~ 10). W krótkim terminie wycena spółki nie jest specjalnie atrakcyjna. Spółka będzie konsolidowana przez PBG od początku Q3 2011. Rodzi to ryzyka, że bilans spółki może być jeszcze „czyszczony" przed konsolidacją, w I półroczu.

Z uwagi na to, że nie jesteśmy w stanie oszacować ewentualnych strat na korekcie pozycji bilansowych (m.in. wyceny nieruchomości), nie przedstawiamy prognoz na Q2 2011. Zakładamy, że 2011 roku spółka wygeneruje około 11,8 mln PLN zysku netto (P/E = 22,8, EV/EBITDA = 8,1). W 2013 roku spółka będzie notowana na poziomie P/E = 10,2, ale EV/EBITDA = 4,4. Niskie EV/EBIDTA warunkowane jest jednak restrukturyzacją aktywów, a ta na razie następuje powoli (chodzi o: sprzedaż mieszkań w Katowicach, sprzedaż gruntów, sprzedaż budynków biurowych we Wrocławiu, zmniejszenie stanu należności).

Energomontaż Południe: wyniki Q2 2010 - Q1 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Przychody	95,6	102,6	87,6	75,8
Zysk brutto	10,5	8,4	-5,9	6,3
Marża %	*11,0%*	*8,2%*	*-6,8%*	*8,3%*
EBIT	8,3	3,3	-25,5	2,7
Zysk brutto	0,2	5,6	-11,0	0,9
Zysk netto	1,6	3,5	-10,4	1,4

Źródło: DI BRE Banku S.A., Energomontaż Południe

Remak

Przyszłość Remaka prezentuje się podobnie, jak Energomontażu Południe, z tą tylko różnicą, że spółka należy do innej grupy kapitałowej. Specjalizacja w montażu części ciśnieniowej kotła będzie użyteczna w momencie, gdy w kraju ruszą duże inwestycje w budowę bloków energetycznych (rok 2013). Obecnie spółka ma wypełniony portfel zleceń, co związane jest z realizacją kontraktu w Eemshaven. Portfel zleceń na przyszły rok jest również bardzo duży (wypełnienie szacujemy na 50%, spółka realizuje krótkie zlecenia).

Szacujemy, że w tym roku Remak wygeneruje około 210 mln PLN przychodów i 9,8 mln PLN zysku netto (P/E = 15,6, EV/EBIDTA = 8,8). W 2013 roku liczymy już na 366 mln PLN przychodów i 18,8 mln PLN zysku netto (P/E = 8,1, EV/EBIDTA = 4,9). Szacunki te mogą okazać się optymistyczne, w przypadku gdyby a) Mostostal Warszawa nie pozyskał dużych zleceń energetycznych b) wolumen zamówień na rynkach zagranicznych spadł. W Q2 2011 Remak nie rozpoczął jeszcze realizacji kontraktu w Eemshaven, niemniej, wynik netto powinien być porównywalny r/r.

Remak: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	33,3	26,8	26,6	34,0	55,0
Zysk brutto	3,3	4,0	2,8	3,8	6,1
Marża %	*9,8%*	*14,9%*	*10,5%*	*11,1%*	*11,0%*
EBIT	0,5	1,7	-0,3	1,2	3,3
Zysk brutto	2,8	0,7	-0,4	1,5	3,4
Zysk netto	2,6	0,5	-0,6	1,2	2,7

Źródło: DI BRE Banku S.A., Remak

Tesgas

Tesgas specjalizuje się w pracach podwykonawczych w segmencie gazu. Perspektywy segmentu wydają nam się interesujące, niemniej, rentowności generowane przez spółkę są ponadprzeciętne na tle sektora. W dłuższym terminie ryzykiem może być spadek marż, na skutek wzrostu konkurencji lub presji cenowej w przypadku kontraktów zawiązywanych z PBG. W 2010 roku rentowność EBIT wyniosła aż 10,3%. Wycena spółki nie jest jednak specjalnie wymagająca.

W 2010 roku Tesgas wygenerował 14,4 mln PLN zysku netto (P/E = 9,5, EV/EBITDA = 5,1). W 2011 roku konserwatywnie zakładamy podobny wynik. Wynik 2011 roku będzie koncentrował się w II półroczu, gdyż spółka księguje kontrakty z zerową marżą i rozlicza całość wyniku przy zakończeniu zlecenia. Od przyszłego roku Tesgas będzie księgował wyniki, tak jak pozostałe spółki budowlane (ze stałą marżą).

Tesgas: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	25,6	60,5	72,5	50,0	52,0
Zysk brutto	8,3	5,5	10,8	3,8	7,8
Marża %	*32,5%*	*9,0%*	*14,9%*	*7,7%*	*15,0%*
EBIT	6,0	2,1	7,8	1,5	4,3
Zysk brutto	6,6	2,3	8,5	2,0	4,4
Zysk netto	5,4	1,3	6,1	1,6	3,5

Źródło: DI BRE Banku S.A., Energomontaż Południe

Awbud

Awbud w Q2 2011 poprawi wyniki r/r, sytuacja jest jednak podobna jak w Projprzemie - zysk Q2 2011 będzie minimalny. Szacujemy, że wynik będzie obniżony o około 1,2 mln PLN, z uwagi na rozliczenie kontraktu zawartego ze spółką zależną BBI Zeneris, OZEN. W całym 2011 roku liczymy na 373 mln PLN przychodów i 4,6 mln PLN zysku netto (P/E = 30,9, EV/EBITDA = 10,6).

Rok 2012 powinien przynieść poprawę, gdyż Awbud posiada ekspozycję na segment odżywającego budownictwa przemysłowego. Niemniej, nawet osiągnięcie 411 mln PLN przychodów i 12 mln PLN zysku netto nie oferuje wyróżniających się na tle sektora wskaźników wyceny (P/E = 11,9, EV/EBITDA = 6,1). Znacznie bardziej atrakcyjną spółką, która powinna poprawić wyniki na skutek wzrostu marż w segmencie budownictwa, jest naszym zdaniem Erbud.

Awbud: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	12,0	18,1	54,7	69,7	85,3
Zysk brutto	-1,3	1,7	0,3	2,4	7,3
Marża %	*32,5%*	*9,0%*	*14,9%*	*7,7%*	*15,0%*
EBIT	-3,9	-0,5	-4,9	-4,1	0,6
Zysk brutto	-3,9	-0,2	-5,3	-4,4	0,3
Zysk netto	-3,5	-0,6	-5,4	-4,2	0,2

Źródło: DI BRE Banku S.A., Awbud

ABM Solid

Od szczytów z listopada 2011 roku kurs ABM Solid spadł o 75%. Trudno powiedzieć, aby spółka obecnie była droga (51,2 mln PLN kapitalizacji, firma wygeneruje w tym roku ponad 600 mln PLN przychodów). Problem jednak w dużym zadłużeniu, dług netto firmy sięgał na koniec Q1 2011 88 mln PLN. Obecnie cykle rotacji należności w budownictwie się wydłużają, co może być przyczyną ujemnych przepływów operacyjnych. Część zadłużenia została zaciągnięta jednak pod realizację projektów deweloperskich. Sprzedaż mieszkań może wpłynąć na istotnie zmniejszenie zadłużenia. Niestety, mieszkania w projekcie na warszawskiej Białołęce sprzedają się wolno.

W 2012 roku liczymy na porównywalne przychody r/r i około 5 mln PLN zysku netto (marża EBIT = 2%, założenie konserwatywne - spółka notuje w tym, słabym roku, ponad 30% dynamiki przychodów i ma zamówienia głównie z sektora publicznego). Daje to P/E = 10,8 i EV/EBIDTA = 6,5. Wyniki Q2 2011 prawdopodobnie będą słabe - zgodnie z zapowiedziami prasowymi, na wynikach zaważyć mogą rezerwy na straty na kontraktach / lub i negatywne rewizje wycen kontraktów. Strata netto może wynieść kilka mln PLN .

ABM Solid: wyniki Q2 2010 - Q1 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Przychody	94,6	112,6	206,4	95,6
Zysk brutto	8,4	9,1	18,9	-0,8
Marża %	*8,9%*	*8,1%*	*9,2%*	*-0,9%*
EBIT	1,8	1,9	10,7	-9,0
Zysk brutto	1,0	0,0	8,6	-11,9
Zysk netto	0,9	0,2	6,5	-9,9

Źródło: DI BRE Banku S.A., ABM Solid

Bipromet

Bipromet jest spółką specjalizującą się w specjalistycznych usługach budowlanych dla firm z branży metali i innych gałęzi przemysłu. Spółka w sposób naturalny korzysta z inwestycji KGHM, głównego udziałowca firmy. Pomimo znacznego wzrostu kursu, wycena Biprometu nadal nie wydaje się wymagająca. Liczymy, że w 2011 roku spółka wypracuje 115 mln PLN przychodów (rok ubiegły: 38,1 mln PLN) oraz 4,4 mln PLN zysku netto. Oznacza to, że spółka notowana jest na poziomie P/E 2011 = 11,6, EV/EBIDTA 2011 = 7,2, P/BV 2010 = 1,02. Nie jest jeszcze pewne, w jakim dużym stopniu Bipromet będzie partycypował w inwestycjach KGHM. Na razie Bipromet świadczy na rzecz spółki-matki głównie usługi projektowe.

Wyniki Q2 2011 powinny zaprezentować dużą poprawę q/q - możliwe jest około 30 mln PLN przychodów i około 1 mln PLN zysku netto. Q3 2011 powinien być lepszy, niż Q2 2011 (wyższe przychody).

Bipromet: prognoza wyników Q2 2011

(mln PLN)	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011P
Przychody	8,5	9,2	12,8	10,7	30,0
Zysk brutto	2,1	1,6	2,6	1,5	3,3
Marża %	*24,6%*	*17,4%*	*20,6%*	*14,1%*	*11,0%*
EBIT	0,0	-0,3	3,7	0,3	1,3
Zysk brutto	0,2	-0,4	3,4	0,2	1,4
Zysk netto	0,0	-0,3	2,4	0,0	1,1

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bipromet

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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