

31 lipca 2009

Komentarz specjalny



Budownictwo

Polska

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

Sektor budownictwa

Wezwanie na zakup akcji Pol-Aqua

Obecna cena 26,6 PLN

Firma Dragados ogłosiła wezwanie do sprzedaży akcji Pol-Aqua, uprawniających do objęcia 65,5% akcji spółki (18 021 846 sztuk). Wzywający zamierza nabyć akcje tylko w sytuacji, gdy na koniec okresu przyjmowania zapisów złożone zapisy będą obejmować co najmniej 49,5% udziałów spółki (13 621 831 sztuk). Akcje będą nabywane po cenie 27 PLN/sztukę. Przyjmowanie zapisów rozpocznie się 19 sierpnia, zakończy zaś 21 września. W dniu 28 lipca dotychczasowy dominujący akcjonariusz spółki zawarł umowę sprzedaży 47,34% akcji spółki Pol-Aqua (13 018 962 sztuk). Hiszpańska firma Dragados obecna już jest na rynku polskim. Spółka wchodzi w skład grupy ACS, która w swym kształcie przypomina Ferrovial czy Accionę. Sądzymy, że nie należy raczej liczyć, że inwestorzy nie zdecydują się wziąć udziału w wezwaniu, w wyniku czego wezwanie po ustalonej cenie nie dojdzie do skutku (inwestor pragnie objąć co najmniej 49,5%, Pan Stefański dostarczy 47,3% udziałów, tzn. z rynku należy pozyskać jedynie minimum 2,2% akcji Pol-Aqua). Warto jednak zastanowić się, czy wezwanie nie jest dobrą okazją do sprzedaży akcji firmy Pol-Aqua i nabycia walorów innej spółki budowlanej. Spośród największych firm budowlanych, w oparciu o nasze prognozy, porównaliśmy wycenę Pol-Aqua oraz wycenę Budimexu, Mostostal Warszawa, PBG, Polimexu Mostostal oraz Trakcji Polskiej. Naszym zdaniem warto rozważyć sprzedaż akcji Pol-Aqua w wezwaniu i nabycie walorów Polimexu Mostostal, Mostostal Warszawa, czy Trakcji Polskiej. Polimex Mostostal notowany jest z 12,2% dyskontem w stosunku do Pol-Aqua, Mostostal Warszawa z 5,5% dyskontem, Trakcja Polska zaś z 17,9% dyskontem. Sądzymy, że tak Mostostal Warszawa, jak i Polimex Mostostal mogą zaskoczyć wynikami Q2 2009 (w przypadku Polimexu dodatkowo uważamy, że konsensus prognoz jest wyjątkowo niski). Trakcja Polska może zagwarantować solidną stopę zwrotu, w przypadku zdobycia kolejnych kontraktów budowlanych, w tym na budowę LCS Działdowo.

Prognozy DI BRE Banku wyników finansowych Pol-Aqua

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	131,2	233,6	706,5	1300,4	1427,0	1340,8	1423,7
EBITDA	27,7	42,9	88,3	63,2	122,6	92,8	91,4
marża EBITDA	21,1%	18,4%	12,5%	4,9%	8,6%	6,9%	6,4%
EBIT	22,3	30,8	60,0	63,2	86,6	56,5	54,9
Zysk netto	17,2	22,1	50,2	36,8	57,6	49,2	48,9
P/E	31,5	24,4	14,8	20,2	12,9	15,1	15,2
P/CE	23,9	15,8	9,4	20,2	7,9	8,7	8,7
P/BV	15,5	3,6	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	19,9	13,5	8,6	12,9	6,6	8,8	8,9
DYield	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Analiza porównawcza wyceny Pol-Aqua i innych wybranych spółek budowlanych

	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	Średnia z P/E, EV/EBITDA
Pol-Aqua	12,1	14,7	14,5	6,6	8,8	8,9	0,52	0,55	0,52	
Budimex	11,9	15,1	16,5	7,0	8,1	9,6	0,52	0,39	0,37	
Premia/dyskonto	-2,0%	2,6%	14,1%	5,0%	-7,9%	7,4%	-0,5%	-30,4%	-28,4%	3,2%
Mostostal W-wa	11,9	13,6	14,8	6,4	7,3	8,3	0,46	0,45	0,45	
Premia/dyskonto	-1,5%	-7,7%	2,4%	-3,4%	-16,5%	-6,4%	-11,0%	-19,3%	-14,3%	-5,5%
PBG	14,0	12,7	14,1	10,0	9,4	11,0	0,95	0,86	0,93	
Premia/dyskonto	15,7%	-14,1%	-2,5%	50,8%	7,2%	23,5%	82,3%	55,4%	79,1%	13,4%
Polimex Most.	10,0	12,1	13,9	6,4	7,0	7,9	0,35	0,39	0,40	
Premia/dyskonto	-17,1%	-17,7%	-3,9%	-3,6%	-20,1%	-10,8%	-32,8%	-30,4%	-23,1%	-12,2%
Trakcja Polska	9,1	10,9	10,9	6,3	7,5	7,7	0,67	0,62	0,57	
Premia/dyskonto	-24,8%	-25,9%	-24,3%	-4,8%	-14,3%	-13,5%	29,5%	12,7%	9,9%	-17,9%



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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 stanowił 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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

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.