

1 marca 2010

Komentarz specjalny


Budownictwo

Polska

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

Erbud

ERBA.WA; ERB.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Bardzo dobry wynik Q4 2009

Obecna cena 51,8 PLN, Cena docelowa 53,5 PLN

Erbud zaprezentował lepsze od naszych oczekiwań wyniki Q4 2009. Zysk brutto ze sprzedaży okazał się o 7,9 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Źródłem pozytywnego zaskoczenia są wyższe niż oczekiwane przychody z generalnego wykonawstwa w kraju, przy zgodnym z oczekiwaniami poziomie marż oraz bardzo wysokie marże z działalności eksportowej (28,7% brutto w Q4 2009). Wynik operacyjny i wynik netto psują wysokie pozostałe koszty operacyjne netto (5,3 mln PLN), przy czym koszty te są odwracane w przyszłych latach. Korygując wynik o pozostałe koszty operacyjne, zysk netto Erbudu w Q4 2009 wyniósłby blisko 15 mln PLN (49 mln PLN w całym roku). Podtrzymujemy opinię, że Erbud zbudował portfel zamówień na rok 2010 o wysokiej jakości, wycena spółki pozostaje jednak dość wymagająca. W najbliższym czasie dokonamy rewizji prognoz, m.in. ze względu na zdobycie kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Kontrakt ten może zaoferować bardzo wysokie marże (ceny kalkulowane w połowie 2008 roku, na szczycie cen w budownictwie). Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Głównym źródłem zaskoczenia w stosunku do naszej prognozy są przychody z generalnego wykonawstwa w kraju. Gdyby przyjąć faktyczny wolumen przychodów w segmencie, prognoza wyniku brutto na sprzedaży wyniosłaby 30,7 mln PLN. Bardzo wysoka rentowność z działalności eksportowej to wynik konserwatywnej polityki Erbudu, powodującej rozpoznanie „prawdziwej” marży dopiero w momencie zakończenia kontraktu. Tak wysoka rentowność na pewno nie powtórzy się jednak w przyszłości. Niska rentowność w działalności deweloperskiej to wynik wyceny majątku dewelopera w połowie 2007 roku, wraz z przejściem udziałów w Budlex. Ostatecznie, wynik brutto na sprzedaży był o 7,9 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Koszty zarządu okazały się zbieżne z naszą prognozą (13,9 mln PLN, oczekiwaliśmy: 14 mln PLN).

Pozostałe koszty operacyjne wyniosły 5,3 mln PLN netto. Oczekiwaliśmy 0,5 mln PLN kosztów netto. Duże pozostałe koszty operacyjne netto to wynik optymalizacji podatkowej w ramach działalności w Niemczech. W Q4 2009 utworzone zostały rezerwy na kontrakty, które w ciągu 1-2 lat będą rozwiązywane. Wynik działalności finansowej był zgodnie z oczekiwaniami neutralny. Wyższa niż oczekiwaliśmy, bo przekraczająca 25% była w Q4 2009 efektywna stopa podatkowa. Ostatecznie, wynik netto w Q4 2009 wyniósł 10,1 mln PLN. Gdyby spółka nie zawiązała rezerw w ramach działalności eksportowej (optymalizacja podatkowa), wynik netto w Q4 2009 wyniósłby około 15 mln PLN.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	291,0	249,9	16,5%	276,6	5,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,3	25,4	31,1%	30,4	9,3%
Marża %	11,4%	10,2%	-	11,0%	-
EBIT	13,9	10,8	28,7%	16,0	-12,9%
Marża %	4,8%	4,3%	-	5,8%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	14,1	10,8	30,3%	-30,5	-
Marża %	4,9%	4,3%	-	-11,0%	-
Zysk netto	10,1	8,8	15,3%	-26,7	-
Marża %	3,5%	3,5%	-	-9,7%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Erbud

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza w segmentach działalności

Segment	Prognoza wyników Q4 2009			Wyniki Q4 2009		
	Przychody	Zysk brutto	Marża %	Przychody	Zysk brutto	Marża %
Kraj	157,1	15,7	10,0%	210,1	19,9	9,5%
Export	42,8	4,1	9,5%	27,5	7,9	28,7%
Drogi	30,0	2,6	8,8%	26,6	3,5	13,2%
Dev	20,0	3,0	15,0%	26,8	2,0	7,4%
Suma	249,9	25,4	10,2%	291,0	33,3	11,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Erbud



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, LW Bogdanka.

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.