

12 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

**Erbud**

ERBA.WA; ERB.PW

**Akumuluj**

(Niezmieniona)

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

Q3 2009: bardzo blisko oczekiwań

**Obecna cena 46,2 PLN, Cena docelowa 49,3 PLN**

**Wyniki Q3 2009 Erbudu były zbliżone do naszych oczekiwań. Uważamy, że nasza prognoza wyników spółki w tym roku jest niska i będzie prawdopodobnie przekroczona, jednak nie o więcej niż 5%. Wynik Q4 2009 będzie prawdopodobnie gorszy niż wynik Q3 2009, ze względu na zwiększone koszty zarządu (rozliczenie premii rocznych). Oficjalną rewizję prognoz pragniemy przeprowadzić wraz z rewizją wyceny działalności deweloperskiej Erbudu. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. Nie wykluczamy pozytywnych zaskoczeń po stronie kontraktacji, co również może być podstawą do rewizji prognoz.**

Przychody w Q3 2009 były o 5,5% wyższe od prognoz, wyższy okazał się też wynik brutto na sprzedaży. Pomimo wyższych marż brutto na sprzedaży, wyższe okazały się też koszty ogólne (o 2,5 mln PLN w stosunku do prognozy). Wzrost kosztów ogólnych może wynikać z przejściowego niewykorzystania mocy produkcyjnych w segmentach dotkniętych spadkiem przychodów. Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 1,6 mln PLN (oczekiwaliśmy 0,5 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,6 mln PLN (oczekiwaliśmy 0 PLN). Bardzo niska była efektywna stopa podatkowa (5,3%). Ostatecznie wynik Erbudu na poziomie netto jest o 5,5% niższy niż prognozowaliśmy. Na poziomie EBIT wynik jest niższy od prognozy o 3,1%. Podsumowując, wyniki oceniamy neutralnie.

**Wyniki Erbudu Q3 2009 vs. prognozy**

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	Różnica	Prognoza DI BRE	Różnica
Przychody	279,2	284,2	-1,8%	264,7	5,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	28,6	30,6	-6,5%	25,5	12,0%
%	10,2%	10,8%	-	9,6%	-
EBIT	14,2	26,2	-45,9%	14,6	-3,1%
%	5,1%	9,2%	-	5,5%	-
Zysk brutto	12,5	26,2	-52,3%	14,6	-14,6%
Zysk netto	11,2	20,6	-45,5%	11,9	-5,5%
%	4,0%	7,2%	-	4,5%	-

Źródło: Erbud, DI BRE Banku

W podziale segmentowym, istotnie wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się przychody z generalnego wykonawstwa na terenie kraju, przy czym niższa była marża (nominalnie wynik brutto o 0,6 mln PLN wyższy niż prognozowaliśmy). Niższe od oczekiwań były przychody eksportowe, przy czym marża brutto na sprzedaży była rekordowa (17,1%) i na tym poziomie nie jest powtarzalna. Prawdopodobnie tak wysoki poziom marży wynika z rozliczenia zakończonych starych kontraktów. Przychody z drogownictwa były zgodne z oczekiwaniami, przy czym wynik brutto był niższy niż zakładaliśmy. W przypadku tego segmentu oczekujemy poprawy wyników w kolejnym kwartale. Znacząco wyższe, przy wyższej rentowności, były przychody deweloperskie spółki.

**Wyniki Erbudu Q3 2009 vs. prognozy**

Segment	Przychody: wy- nik	Zysk brutto ze sprze- daży: wynik	Marża %	Przychody: prognoza	Zysk brutto ze sprze- daży: prognoza	Marża %
Generalne wykonawstwo: kraj	193,4	16,2	8,4%	169,7	15,6	9,2%
Działalność eksportowa	29,1	5,0	17,1%	45,0	4,4	9,7%
Drogownictwo	29,3	1,6	5,5%	30,0	2,6	8,6%
Działalność deweloperska	33,9	5,8	17,1%	20,0	3,0	15,0%
Wyłączenia	-6,4					
<b>Łącznie</b>	<b>279,2</b>	<b>28,6</b>	<b>10,2%</b>	<b>264,7</b>	<b>25,5</b>	<b>9,6%</b>

Źródło: Erbud, DI BRE Banku

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

#### **Departament Analiz:**

Marta Jezewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

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

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

#### **Maklerzy:**

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

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

#### **„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

*DI BRE Banku S.A.* otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy *DI BRE* było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, 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.