

21 września 2010

Komentarz specjalny



Budownictwo

Polska

PBG

PBGG.WA; PBG.PW

Redukuj

(Niezmieniona)

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

Strategiczny alians, czy wyprawa w nieznane?

Obecna cena 236,7 PLN, Cena docelowa 194,0 PLN

Grupa PBG podpisała list intencyjny z hiszpańskim koncernem OHL. Przewiduje on, że OHL do dnia 15 marca 2011 roku zakupi od PBG 51% udziałów Hydrobudowy Polska (za 431 mln PLN, 4,01 PLN/akcję) oraz 50,1% udziałów w Aprivii (za 75 mln PLN). Skonsolidowany zysk brutto przed opodatkowaniem na transakcji wyniesie około 60 mln PLN. Nie uwzględniając możliwości reinwestowania pozyskanych z transakcji środków, sprzedaż pakietu udziałów Hydrobudowy i Aprivii wpłynie na istotny spadek przychodów, EBITDA i zysku netto Grupy PBG. Wskaźnik P/E na rok 2011 wzrośnie z 15,4 do 18,3, EV/EBITDA na rok 2011 wzrośnie z 10,9 do 13,0, zaś EV/S na rok 2011 wzrośnie z 0,8 do 1,6. Liczebność kadry Grupy PBG na poziomie skonsolidowanym spadnie o połowę. Skonsolidowany portfel zleceń zmniejszy się z 6,1 do 3,9 mld PLN. Grupa PBG pragnie wykorzystać pozyskane środki finansowe na sfinansowanie przejęć i powiększenie kapitału obrotowego w zakresie budownictwa energetycznego oraz na projekty operatorskie. Grupa PBG pragnie także dokupić co najmniej 8% udziałów w Hydrobudowie, tak aby możliwa była konsolidacja Hydrobudowy metodą proporcjonalną. Trudno na razie wyrokować, jaki będzie skutek przejęć, ale faktem jest, że boom w energetyce przewidują wszyscy, zaś ceny przejmowanych firm mogą być wysokie. Trudno też ocenić, czy „strategiczny sojusz” może wpłynąć negatywnie na relacje z Alstomem w ramach budowy bloków energetycznych. Do tej pory zakładaliśmy, że udział PBG w konsorcjach na budowę bloków węglowych będzie sięgał około 30%, z czego udział Hydrobudowy: około 15%. Hydrobudowa Polska ma duże kompetencje w ramach prac budowlanych i wodnych związanych z budową elektrowni. Projekty operatorskie mogą dać efekty w postaci wyników finansowych dopiero za 2-3 lata. Faktycznie, instytucje państwowe i samorządowe w Polsce są zadłużone, nie znaczy to jednak, że operatorstwo ma w naszym kraju bardzo duże perspektywy, gdyż PPP pociąga za sobą znaczne ryzyko polityczne. Ponadto, w operatorskie przyszłość widzą prawie wszyscy konkurenci z branży budowlanej. Zwracamy uwagę na sprzedaż 50,1% udziałów spółki Aprivia za jedynie 75 mln PLN. Spółka ta, w wyniku podpisania dużych kontraktów drogowych, pozyskała portfel zleceń wartości 2 mld PLN. Tak niska cena sprzedaży udziałów Aprivia implikuje, że obie strony świadomie są niepewnych perspektyw drogownictwa i ryzyk związanych z bardzo dużymi kontraktami. Wiadomość sprzedaży spółki po tak niskiej cenie jest negatywna tak dla PBG, jak i dla innych firm z branży drogowej. Kolejnym ryzykiem dla PBG jest kreacja coraz to większej liczby powiązań ze znacznie większymi i silniejszymi partnerami. Podsumowując, list intencyjny oceniamy sceptycznie (duży wzrost niepewności i ryzyka) i podtrzymujemy negatywną rekomendację. Uważamy, że przy obecnych cenach lepszą alternatywą dla PBG jest Hydrobudowa, czy Rafako.

Wpływ transakcji na prognozy wyników finansowych Grupy PBG (bez zdarzeń jednorazowych)

	2011P*	2012P	2013P
Wyniki i wskaźniki Grupy PBG przed transakcją			
Przychody	3 923,6	4 501,4	4 765,9
EBITDA	330,8	339,5	356,9
EBIT	280,1	288,6	305,8
Marża %	7,1%	6,4%	6,4%
Zysk netto	221,2	228,3	245,8
Marża %	5,6%	5,1%	5,2%
P/E	15,4	15,0	13,9
EV/EBITDA	10,9	10,2	9,4
EV/S	0,8	0,7	0,6
Wyniki i wskaźniki Grupy PBG po transakcji i zakupie 8% akcji Hydrobudowy			
Przychody	1 920,1	2 368,8	2 509,0
EBITDA	243,3	232,6	244,5
EBIT	206,7	195,8	207,5
Marża %	10,8%	8,3%	8,3%
Zysk netto	187,0	182,3	196,9
Marża %	9,7%	7,7%	7,8%
P/E	18,3	18,7	17,3
EV/EBITDA	13,0	13,1	12,1
EV/S	1,6	1,3	1,2

Źródło: DI BRE Banku S.A., Hydrobudowa Polska, PBG; * wyłączamy zysk na sprzedaży udziałów Hydrobudowa i Aprivia jako zdarzenie jednorazowe

Prognozowane wyniki Hydrobudowy i Aprivii w latach 2011-2013

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P
Wyniki Hydrobudowy Polska			
Przychody	1 822,5	1 963,4	2 111,8
EBITDA	75,7	99,1	105,7
EBIT	63,2	86,5	93,0
Marża %	3,5%	4,4%	4,4%
Zysk netto	47,5	67,8	72,7
Marża %	2,6%	3,5%	3,4%
Wyniki Aprivii			
Przychody	1 088,9	1 121,5	1 132,7
EBITDA	53,7	55,1	55,6
EBIT	45,7	47,1	47,6
Marża %	4,2%	4,2%	4,2%
Zysk netto	37,0	38,2	38,5
Marża %	3,4%	3,4%	3,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; dane uwzględnione w aktualnym modelu wyceny PBG

OHL wchodzi na rynek polski, podobnie jak ACS, czy FCC

Hiszpański koncern Obrascon Huarte Lain (OHL) przyznał, że to on jest inwestorem zainteresowanym zakupem akcji Hydrobudowy i Aprivii. OHL jest jedną z największych firm hiszpańskich o profilu operatorsko-budowlanym. Firma działa w 24 krajach, w tym, w naszym regionie w Czechach i na Słowacji. W zakresie działalności operatorskiej, OHL zajmuje się głównie operatorstwem dróg i autostrad (4400 km), stosunkowo ograniczone znaczenie mają inne obiekty (37,4 km linii kolejowych, lotnisko, szpital). Wskaźniki zadłużenia OHL to: dług / kapitały własne = 3,1 (na I połowę 2010), dług / EBITDA = 5,8 (dług na I połowę 2010, EBITDA w 2009 roku). Firma OHL do tej pory nie była obecna na polskim rynku, z wyjątkiem złożenia w połowie 2010 roku dwóch najniższych ofert cenowych złożony w konsorcjach (m.in. z ZUE) na modernizację linii E/CE 30. Obecnie konsorcjum PBG, Hydrobudowy, Aprivii i OHL stara się też o kontrakt na budowę Trasy Słowackiego w Gdańsku.

Na rynku polskim pojawiły się w latach 2009/2010 także dwa inne ogromne koncerny hiszpańskie. Numer dwa europejskiego budownictwa i operatorstwa, Grupa ACS, za pośrednictwem spółki zależnej Dragados, przejęła w zeszłym roku pakiet kontrolny w firmie Pol-Aqua. Na rynku polskim pojawił się też koncern FCC, właściciel m.in. Alpine Bau i Grupa PBG wspólnie budują Stadion Narodowy w Warszawie. W dodatku, FCC Construcción stara się o pozyskanie kontraktów drogowych. Ostatecznie, sądzymy, że znaczenie tego, który koncern jest inwestorem, z punktu widzenia perspektyw PBG jest ograniczone. Największe światowe koncerny budowlano-operatorskie mają dość porównywalne kompetencje i zbliżoną strukturę zadłużenia. Nie zmienia to jednak faktu, że pojawienie się na rynku kolejnych bardzo dużych i silnych koncernów intensyfikuje konkurencję na krajowym rynku budowlanym.

Wpływ transakcji na wyniki finansowe Grupy PBG

Sprzedaż 51% udziałów Hydrobudowy Polska i 50,1% udziałów Aprivia wygeneruje około 300 mln PLN zysku przed opodatkowaniem na poziomie jednostkowym i około 60 mln PLN zysku przed opodatkowaniem na poziomie skonsolidowanym. Pomijając zdarzenia jednorazowe, transakcja spowoduje, że Aprivia i Hydrobudowa będą konsolidowane metodą proporcjonalną (po zapowiadanych zwiększeniu udziałów w Hydrobudowie do ponad 20%). W efekcie, istotnie spadną przychody Grupy PBG, EBIT i EBITDA. Spadek zysku netto będzie relatywnie większy, gdyż pojawią się przychody odsetkowe i spadną zyski akcjonariuszy mniejszościowych. Ostatecznie, mocno wzrosną wskaźniki P/E, EV/EBITDA i EV/S. Po transakcji Grupa PBG będzie notowana z dwucyfrową premią w stosunku do branży budowlanej. Premia ta naszym zdaniem nie znajduje uzasadnienia. Prognozowana marża netto PBG wyniesie około 10% w roku 2011 i około 8% w latach 2012-2013, co dodatkowo może zwiększać obawy związane z możliwością utrzymania tak wysokich poziomów rentowności. Zyski z działalności operatorskiej pojawią się najwcześniej dopiero za 2-3 lata. Wskaźniki finansowe mogą poprawiać się, w przypadku, gdyby Grupa PBG wykorzystała pozyskane środki na przejęcie spółek energetycznych.

Wpływ transakcji na wielkość portfela zamówień PBG i wielkość kadry ludzkiej

Transakcja istotnie wpłynie na spadek wielkości portfela zamówień Grupy PBG i liczebności kadry Grupy. Szacujemy, że na połowę 2010 roku wielkość portfela zamówień Grupy spadnie z 6,1 mld PLN do 3,9 mld PLN. W efekcie, w relacji do wielkości portfela zamówień PBG będzie zdecydowanie najdroższą spółką na GPW. Kapitalizacja PBG sięga 3,4 mld PLN. Budimex posiada portfel zleceń wielkości 8 mld PLN i kapitalizację rzędu 2,3 mld PLN. Polimex Mostostal jest wyceniany przez rynek na 2,0 mld PLN, przy czym spółka również posiada portfel zleceń rzędu około 8 mld PLN. Istotnie spadnie wielkość kadry Grupy PBG. Na koniec 2009 roku PBG jednostkowo zatrudniało 1854 osoby. Hydrobudowa Polska zaś zatrudniała 1868 osób. Nie znamy zatrudnienia Aprivii. Łącznie na koniec 2009 roku zatrudnienie w Grupie PBG sięgało 3950 osób (na koniec I półrocza: 3152). Dla porównania, wyceniany na 2,3 mld PLN Budimex zatrudniał na koniec I półrocza 4386 osób, zaś Polimex Mostostal, prowadzący również działalność produkcyjną i podwykonawczą, aż 14 178 osób.

Portfel zamówień PBG

(mln PLN)	2010	2011	2011+	Suma
Portfel zleceń przed transakcją				
PBG jednostkowo	694	802	1 124	2 620
Hydrobudowa Polska *	892	679	164	1 735
Aprivia *	150	895	748	1 793
Grupa PBG	1 736	2 376	2 036	6 148
Portfel zleceń po transakcji				
PBG jednostkowo	694	802	1 124	2 620
Hydrobudowa Polska **	178	136	33	347
Aprivia **	75	447	374	896
Grupa PBG	947	1 385	1 531	3 863

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * konsolidacja portfela zamówień metodą pełną, ** konsolidacja portfela zamówień metodą proporcjonalną

2 mld PLN portfela w drogownictwie warte 150 mln PLN?

Konsorcjum PBG, Aprivii i Hydrobudowy Polska pozyskało w połowie 2010 roku 4 duże kontrakty drogowe o wartości 2 mld PLN. W Grupie PBG spółką odpowiedzialną za segment drogowy jest Aprivia i zgodnie z naszą najlepszą informacją to właśnie ta spółka przejmie na siebie rolę generalnego wykonawstwa odcinków dróg. Jeszcze do niedawna, Aprivia pozostawała stosunkowo niewielką firmą, realizującą 200 mln PLN przychodów jako podwykonawca i generalny wykonawca dróg lokalnych. Obecnie, Aprivia pozyskała bardzo duże zlecenia, przychody spółki w 2011 roku urosną do 900 mln PLN lub nawet więcej.

Zwracamy uwagę, że cena sprzedaży 50,1% udziałów w Aprivii wynosi 75 mln PLN, co daje wycenę całej spółki, zarządzającej portfelem zleceń rzędu 2 mld PLN, na poziomie 150 mln PLN. Jest to zdecydowanie mniej, niż implikują wyceny spółek giełdowych. Dla porównania, przeprowadzamy porównanie wyceny Aprivii i Budimexu. Rynkowa wycena Budimexu dyskontuje znacznie wyższą wycenę części budowlanej.

Uważamy, że niska wycena Aprivii sugeruje, że:

- obie strony są świadome bardzo dużych ryzyk związanych z dużymi zleceniami drogowymi (rosną koszty budowy, ryzyka techniczne, Aprivia nie ma doświadczenia w realizacji tak dużych zleceń)
- portfel zleceń Aprivii ma niską jakość
- PBG nie widzi perspektyw w drogownictwie i obawia się podobnie jak Budimex, że w latach 2012+ rynek będzie charakteryzował się tendencją spadkową

Porównanie wyceny Aprivii i Budimexu

(mln PLN)	Budimex	Aprivia
Kapitalizacja rynkowa lub cena sprzedaży	2 320,0	150,0
Wycena Budimex Nieruchomości *	770,0	
Gotówka netto na koniec 2011 roku	206,5	0,0 (b.d.)
Implikowana wycena części budowlanej	1 343,5	150,0
Przychody części budowlanej 2011P	4 294,0	1 089,0
P/S 2011	0,31	0,14
Portfel zleceń	8 000,0	2 000,0
Wycena / portfel zleceń	0,17	0,08

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex; * zgodnie z transakcją zakupu 50% udziałów w spółce z listopada 2009 roku

Możliwości wykorzystania 506 mln PLN gotówki

W wyniku finalizacji transakcji sprzedaży udziałów w spółkach zależnych, PBG może pozyskać w Q1 2011 506 mln PLN gotówki. Środki te wykorzystane będą na rozwój w segmencie energetycznym (przejęcia i zwiększenie kapitału obrotowego) oraz na rozwój w ramach działalności operatorskiej. Dodatkowo, PBG zamierza zwiększyć udział w Hydrobudowie Polska z około 12% po transakcji do ponad 20%, co umożliwiłoby konsolidację proporcjonalną spółki. Koszt zwiększenia udziałów w Hydrobudowie sięgnie naszym zdaniem około 67,5 mln PLN (zakup udziałów po cenie 4,01 PLN/akcję, czyli cenie z listu intencyjnego i potencjalnej cena wezwania, które może być ogłoszone przez inwestora). Z pozostałych 438,5 mln PLN zostanie naszym zdaniem głównie przeznaczona na rozwój w segmencie energetycznym.

W rachubę wchodzi:

- zwiększenie udziałów w Energomontażu Południe, lub/i przejęcie innego podmiotu branżowego
- powiększenie kapitału obrotowego

Czy Hydrobudowa nie była przydatna w segmencie energetycznym?

W maju 2010 roku Grupa PBG poinformowała o podpisaniu porozumienia ze światowym koncernem Alstom, w sprawie uczestnictwa w przetargu na generalne wykonawstwo bloku energetycznego w Kozienicach. Obecnie firmy wspólnie starają się o zlecenie na budowę bloku energetycznego w Kozienicach i Jaworznie. W ramach wstępnych ustaleń z Alstomem, Grupa PBG ma oferować usługi budowlane, a udział PBG w konsorcjum sięgać ma około 33%. Zwracamy uwagę, że utrata kontroli nad Hydrobudową może z perspektywy Alstomu obniżyć kompetencje Grupy PBG w ramach prac budowlanych. Jak już wcześniej pisaliśmy, Hydrobudowa Polska odpowiada za około połowę kadry Grupy, ma też istotne kompetencje w ramach prac:

- budowlanych (fundamenty, budynki)
- wodnych (rurociągi wodne, chłodnia kominowa, instalacje poboru i oczyszczania wody zimnej)

Szacowaliśmy, że udział Hydrobudowy w wartości prac w ramach kontraktów energetycznych będzie sięgał około 15%. Porozumienia z Alstomem nie obejmują Hydrobudowy, co znaczy, że Alstom „nie otrzymał” nieoczekiwanego konsorcjanta w postaci spółki koncernu OHL. Mimo to, Alstom może wyrażać obawy, z uwagi na znaczną zmianę struktury i kompetencji PBG.

Szanse i ryzyka związane z transakcjami przejęć

Grupa PBG środki pozyskane ze sprzedaży udziałów Hydrobudowy i Apririi może wykorzystać na transakcje przejęć, w tym zakup firmy z branży budownictwa energetycznego, czy zwiększenie udziału w Energomontażu Południe. Szansą jest pozyskanie porównywalnych kompetencji podwykonawczych do tych, jakimi dysponuje na przykład Polimex Mostostal, czy Mostostal Warszawa. Ryzykiem pozostaje cena przejęcia. Praktycznie wszystkie spółki z branży budowlanej dostrzegają obecnie bardzo dobre perspektywy budownictwa energetycznego. W efekcie, cena przejęcia, przynajmniej z punktu widzenia krótko i średnio terminowych wyników finansowych może być bardzo wysoka. Z drugiej strony, PBG ma bardzo dobrą historię przejęć i gdyby Grupie udało się zakupić firmę z branży po rozsądnej cenie, mogłoby to zwiększyć wartość Grupy PBG.

Bez względu na możliwe transakcje przejęć, kompetencje PBG w ramach podwykonawstwa na pewno nie staną się szersze, niż kompetencje Polimexu Mostostalu. Nie widzimy też raczej większych szans na możliwość przejęcia dostawcy kluczowych podzespołów, takich jak kocioł, turbina, czy generator. Najbliższym i w zasadzie jedynym potencjalnym celem przejęć w tej dziedzinie jest słowacki SES Tlmace. Ewentualnych zalet PBG w porównaniu do Polimexu można dopatrywać się w lepszej oczekiwanej strukturze bilansu (znacznie większe zasoby kapitału obrotowego). Porozumienie z Alstomem jest naszym zdaniem równie korzystne, jak porozumienie z Hitachi. Obie firmy są koncernami odpowiedzialnymi za budowę większości bloków energetycznych w sąsiednich Niemczech.

Jak wyceniać działalność operatorską

Uważamy, że przyszła możliwa działalność operatorska PBG powinna być traktowana jak działalność deweloperska w segmencie komercyjnym. Potencjalny zysk na działalności to marża dewelopersko-budowlana + bieżące dochody z działającego obiektu. Bieżące dochody należy mierzyć w relacji do wartości wytworzonych / przejętych aktywów (za pomocą stopy kapitalizacji, czyli tzw. yieldu). Kwestią księgową pozostaje podział zysku między te dwie kategorie. Przykładowo, marża dewelopersko-budowlana może wynosić 20%, a yield 6%, czy też marża dewelopersko-budowlana może wynosić 3%, a yield na przykład 8%. W przypadku deweloperów komercyjnych, rynek jest skłonny obecnie wyceniać efekty najbliższych możliwych inwestycji (NAV 2012) i sądzimy, że podobnie będzie w przypadku przedsięwzięć operatorskich. Podobnie jak w przypadku projektów komercyjnych, marża na działalności operatorskiej może być bardzo wysoka (np. 50%), w relacji do wysokiej wartości aktywów daje to jednak yield na poziomie na przykład 7%.

Przykładowe marże i stopy kapitalizacji segmentów operatorstwa

Grupa Kapitałowa	Marża EBIT	Stopa kapitalizacji
Vinci	38,5%	2,9%
OHL	45,3%	6,9%
Ferrovial: segment dróg	65,8%	4,6%
Ferrovial: segment lotnisk	43,6%	5,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Vinci, OHL, Ferrovial

Operatorstwo wymaga wiary w marże PBG, której w nas brak

Rozpoczęcie przedsięwzięć operatorskich wspólnie z partnerem mogłoby mieć miejsce najwcześniej w 2011 roku. Zakończenie przedsięwzięcia najwcześniej nastąpi za 2-3 lata i wtedy (w latach 2012+) pojawią się pierwsze zyski z tej działalności. Oznacza to, że postrzeganie inwestycyjne PBG staje się bardziej długoterminowe. Do tej pory pojawiała się opinia, że marże PBG są nie do utrzymania, w krótkim terminie jednak wyniki pozostawały bardzo dobre, a spółka kreowała pozytywne oczekiwania w zakresie wzrostu w przyszłości. Obecnie, pozytywne nastawienie do „operatorskiego” PBG będzie wymagało wiary w utrzymania bardzo wysokich wyników i marż w przyszłości. W nas tej wiary brak.

Perspektywy operatorstwa w Polsce są niepewne, a chętnych wielu

Dostrzegamy szereg argumentów za i przeciwko tezie o bardzo dobrych perspektywach operatorstwa w Polsce. Faktycznie, zadłużenie największych miast, jak i całego kraju jest duże i w przyszłości może nie być możliwe jego powiększenie. W efekcie, pewne przedsięwzięcia mogą być sfinansowane jedynie z kapitału prywatnego. Z drugiej jednak strony, władze rządowe i samorządowe często obawiają się współpracy z podmiotami prywatnymi, ze względu na niepewność dotyczącą cen i rozliczeń (obawy m.in. o oskarżenia korupcyjne). Wybory samorządowe będą miały miejsce zimą 2010 roku, w efekcie, presja do realizacji dużych projektów PPP przez samorządy w roku następnym może być niewielka. W ramach inwestycji

operatorskich brak na razie konkretów, a liczba zakończonych tego typu przedsięwzięć w Polsce jest na razie ograniczona (wybrane odcinki autostrad A1 i A2, A4). Zwracamy też uwagę na ryzyko polityczne na poziomie kraju - partie konserwatywne są mniej chętne do realizacji inwestycji PPP niż partie liberalne. Wybory parlamentarne w Polsce będą miały miejsce zimą roku 2011.

Większość spółek budowlanych rozważa rozwój w zakresie operatorstwa. Za wieloma podmiotami stoją ogromne grupy kapitałowe, dysponujące bardzo dużymi zasobami finansowymi. W efekcie, nie wydaje nam się, aby strategia rozwoju PBG w ramach operatorstwa była wyjątkowa na tle branży.

Potencjalni konkurenci w ramach operatorstwa

Firma	Szanse	Uzasadnienie
Budimex	duże	Spore, choć przejściowe, zasoby gotówkowe, silny akcjonariusz działający w ramach operatorstwa (Ferrovial)
Mostostal Warszawa	duże	Spore zasoby gotówkowe, silny akcjonariusz działający w ramach operatorstwa (Acciona)
Pol-Aqua	bardzo duże	Akcjonariuszem jest Dragados, a jego właścicielem ACS, druga europejska firma budowlano-operatorska
Warbud	bardzo duże	Akcjonariuszem jest Vinci, największa europejska grupa budowlano-operatorska
Polimex Mostostal	znikome	Dług netto, brak akcjonariusza branżowego
Trakcja Polska	umiarkowane	Gotówka netto, dość silny akcjonariusz (Comsa)
Erbud	umiarkowane	Gotówka netto
Skanska, Strabag, Hochtief	duże	Część dużej i silnej grupy budowlanej

Źródło: DI BRE Banku S.A.,

Strategiczne alianse: młodszy i starszy brat, czy kot i mysz?

PBG wiąże się z największymi światowymi koncernami budowlanymi. Uważamy, że istnieje uzasadniona obawa, że w takim partnerstwie zagraniczne spółki są znacznie od PBG silniejsze i mogą tą pozycję wykorzystywać. W ramach segmentu energetycznego, Alstom dysponuje wszelkimi przewagami, takimi jak technologia i możliwość dostawy kluczowych podzespołów. W ramach współpracy z OHL, PBG utraci pakiet kontrolny w Hydrobudowie i Aprivii. W efekcie, w przypadku ewentualnych wspólnych przedsięwzięć, można się spodziewać, że akcjonariusz będzie aktywnie bronił wyższych marż swoich nowych spółek. Nie oczekujemy, aby strategiczne sojusze miały za sobą pociągnąć dalsze powiązania kapitałowe, w tym sprzedaż udziałów w PBG przez obecnego dominującego akcjonariusza.

Hydrobudowa: szanse i ryzyka

Uważamy, że dla akcjonariuszy Hydrobudowy list intencyjny jest wiadomością pozytywną. Pojawia się szansa na wezwanie na akcje Hydrobudowy po 4,01 PLN/akcję. Pojawia się też szansa na dodatkowy popyt na akcje ze strony PBG. Można też oczekiwać, że inwestor będzie bronił marż Hydrobudowy w sytuacji rozliczeń z Grupą PBG i wspólnych przedsięwzięć. Hydrobudowa powinna też korzystać z uwagi na możliwość pozyskania know-how inwestora. Ostatecznie, uważamy, że Hydrobudowa jest bardziej atrakcyjna niż PBG i w długim terminie charakteryzuje się niższą wyceną.



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:

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@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
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

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

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informacyjne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełnił funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.