

22 marca 2010

Komentarz specjalny

Budownictwo

Polska

PBG

PBGG.WA; PBG.PW

Redukuj

(Niezmieniona)

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

Wyniki Q4 2009 - nie wszystko złoto, co się świeci
Obecna cena 215,0 PLN, Cena docelowa 173,2 PLN

Wyniki Grupy PBG są tylko nominalnie lepsze, niż zakładała prognoza DI BRE i konsensus prognoz. Rozwiązania rezerw w II połowie 2009 roku wyniosły 22,2 mln PLN. Przypuszczamy, że większość z tej kwoty wpłynęła na wyniki Q4 2009. Dodatkowo, wynik Q4 2009 poprawia strata akcjonariuszy mniejszościowych w wysokości 10 mln PLN. Strata ta jest zabiegiem czysto księgowym, jej powstanie wyjaśniamy w dalszej części tekstu. Po uwzględnieniu tych czynników, wyniki są gorsze niż nasze przewidywania. Rozwiązania rezerw miały miejsce głównie w Hydrobudowie Polska, w efekcie, ocena wyników tej spółki również nie jest pozytywna. Podtrzymujemy opinię, że rynkowa wycena PBG dyskontuje utrzymanie bardzo wysokich marż w latach przyszłych, co naszym zdaniem nie będzie możliwe (malejący udział wysoko marżowych kontraktów z PGNiG w przychodach, wzrost konkurencji w budownictwie, walka o te same kontrakty, o które stara się konkurencja). Ze względu na wzrost konkurencji w branży, powątpiewamy też w możliwości wygenerowania dużej dynamiki przychodów w roku 2011. Uważamy, że wychodzenie spółki poza naturalne segmenty działalności, gdzie PBG nie dysponuje dużym zapleczem ludzkim i know-how, budzi ryzyka dotyczące rentowności nowych pozyskiwanych zleceń. Może to być interpretowane jako pierwszy realny sygnał świadczący o tym, że marże w PBG mogą być nie do utrzymania. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Przychody Grupy PBG w Q4 2009 były niższe od naszych oczekiwań o ponad 14%, jednak wyższa niż oczekiwana okazała się marża brutto ze sprzedaży (16,6%, oczekiwaliśmy: 14,7%). Ze względu na zmianę zasad księgowości, nie jesteśmy w stanie przeprowadzić analizy segmentowej wyniku. PBG zrezygnowało z raportowania zbiorczych wyłączeń konsolidacyjnych i obecnie przyporządkowuje je do segmentów. Na wynik brutto ze sprzedaży wpływ miały rozwiązane rezerwy, związane z oczekiwanymi stratami na kontraktach i udzielonymi gwarancjami. W II połowie 2010 roku saldo rezerw zmalało w Grupie PBG o 22,2 mln PLN. Uważamy, że przeważająca część z tej kwoty dotyczyła Q4 2009. Zakładając, że w Q4 2009 rozwiązano rezerwy na kwotę 15,3 mln PLN (67% z 22,2 mln PLN), zysk brutto ze sprzedaży skorygowany o rozwiązane rezerwy wyniosłby 138,9 mln PLN (marża: 15,0%, czyli nieznacznie więcej, niż oczekiwaliśmy).

Koszty ogólne w Q4 2009 wyniosły 27,3 mln PLN (prognoza: 29,9 mln PLN), pozostałe koszty operacyjne netto 9,0 mln PLN (prognoza: 4,3 mln PLN). Niższe niż oczekiwaliśmy były pozostałe koszty finansowe netto (2,8 mln PLN, prognoza: 5,5 mln PLN). Kwota zaksięgowanego podatku dochodowego była bardzo zbliżona do naszych oczekiwań. Dużym zaskoczeniem jest strata akcjonariuszy mniejszościowych w wysokości 10 mln PLN. Oczekiwaliśmy 14,3 mln PLN zysku akcjonariuszy mniejszościowych. Strata wynika z dość specyficznego zabiegu księgowego, który poniżej postaramy się wytłumaczyć.

Hydrobudowa 9 od początku 2009 jest podmiotem w pełni konsolidowanym przez Hydrobudowę Polska. Hydrobudowa Polska posiada 100% udziałów w Hydrobudowie 9, z kolei PBG posiada 62,74% udziałów Hydrobudowy Polska. W efekcie, normalnie PBG księgowałoby 37,26% wyniku Hydrobudowy 9 w pozycji wynik akcjonariuszy mniejszościowych, tak jednak nie jest ze względu na MSR 27. Standard ten, wprowadzony od Q4 2009, wymaga, aby akcjonariusz większościowy konsolidował 100% wyniku spółki zależnej, w której posiada mniej, niż 100% udziałów, dopóki spółka ta posiada ujemne kapitały własne (tak jest w przypadku Hydrobudowy 9, gdzie kapitały własne na koniec 2009 roku wynosiły -125 mln PLN). Gdyby standard ten nie funkcjonował, zysk akcjonariuszy mniejszościowych Grupy PBG wyniosłby w Q4 2009 co najmniej 13,8 mln PLN, czyli 37,26% z zysku netto Hydrobudowy Polska za Q4 2009 (37,0 mln PLN). Zjawisko księgowania 100% wyniku Hydrobudowy 9 w wyniku PBG będzie miało miejsce dopóki Hydrobudowa 9 nie osiągnie dodatnich kapitałów własnych. W efekcie, charakter zdarzenia pozostanie w ciągu najbliższych kilku lat powtarzalny i będzie poprawiał wyniki PBG. Nie zakładaliśmy tego zdarzenia w prognozie. Ujemne kapitały własne w Hydrobudowie 9 mogą być wynikiem rezerw utworzonych na kontrakty budowlane przed przejęciem spółki przez PBG.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009 *	Q4 2009P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	926,9	1082,0	-14,3%	1066,0	-13,0%	720,3	28,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	154,2	159,1	-3,1%	-	-	129,7	18,8%
Marża %	16,6%	14,7%	-	-	-	18,0%	-
EBIT	117,8	124,9	-5,6%	127,0	-7,2%	80,8	45,9%
Marża %	12,7%	11,5%	-	-	-	11,2%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	115,1	119,4	-3,6%	-	-	90,6	26,9%
Marża %	12,4%	11,0%	-	-	-	12,6%	-
Zysk netto	101,5	82,4	23,3%	87,8	15,6%	73,5	38,1%
Marża %	11,0%	7,6%	-	8,2%	-	10,2%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG; * wyniki kalkulowane na podstawie różnicy m/y wynikiem RS 2009 a wynikiem 3Q 2009

Hydrobudowa Polska: wyniki Q4 2009 vs. oczekiwania DI BRE (opisane w prognozie dla PBG)

(mln PLN)	Q4 2009*	Q4 2009P	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	625,8	548,0	14,2%	384,0	63,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	63,1	49,3	28,0%	26,6	137,6%
Marża %	10,1%	9,0%	-	6,9%	-
EBIT	43,8	29,3	49,4%	-6,4	-783,1%
Marża %	7,0%	5,4%	-	-1,7%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	42,6	31,2	36,3%	1,0	4291,4%
Marża %	6,8%	5,7%	-	0,3%	-
Zysk netto	37,0	28,6	29,7%	6,0	515,5%
Marża %	5,9%	5,2%	-	1,6%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Hydrobudowa Polska; * wyniki kalkulowane na podstawie różnicy m/y wynikiem RS 2009 a wynikiem 3Q 2009

Wyniki Grupy PBG w Q4 2009 poprawiło rozwiązanie rezerw na kontrakty i gwarancje oraz zaksięgowanie ujemnego wyniku akcjonariuszy mniejszościowych. Poniżej przeprowadzamy kalkulację wyniku powtarzalnego Grupy PBG, przy założeniu, że 67% kwoty rozwiązanych rezerw dotyczy Q4 2009. W kalkulacji wyniku powtarzalnego uwzględniamy także kwestię wpływu MSR 27 na wyniku akcjonariuszy mniejszościowych PBG. MSR 27 wymusza brak rozpoznania części zysku akcjonariusza mniejszościowego Hydrobudowy Polska (w części odpowiadającej zyskowi Hydrobudowy 9). Gdyby Hydrobudowa 9 nie posiadała ujemnych kapitałów własnych, zamiast straty akcjonariuszy mniejszościowych w wysokości 10 mln PLN, w Q4 2009 PBG zaraportowałoby zysk akcjonariuszy mniejszościowych w wysokości co najmniej 13,8 mln PLN. Powstała różnica pomniejsza porównywalny wynik netto za Q4 2009.

Kalkulacja wyniku porównywalnego Hydrobudowy i PBG

(mln PLN)	Q4 2009 wynik porównywalny	Q4 2009: wynik nominalny	Różnica
Przychody ze sprzedaży	926,9	926,9	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	138,9	154,2	-15,3
Marża %	15,0%	16,6%	-
EBIT	102,5	117,8	-15,3
Marża %	11,1%	12,7%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	99,8	115,1	-15,3
Marża %	10,8%	12,4%	-
Zysk netto	62,4	101,5	-39,1
Marża %	6,7%	11,0%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG; wyniki kalkulowane na podstawie różnicy m/y wynikiem RS 2009 a wynikiem 3Q 2009

Ruchy na rezerwach w Grupie PBG i Hydrobudowa Polska

(mln PLN)	Q4 2009	Q2 2009	Q4 2008	Zmiana Q4/Q2 2009
Grupa PBG	53,2	75,5	88,5	-22,2
Hydrobudowa Polska	39,0	64,9	80,8	-25,9

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

Wyniki RS 2009 w segmentach działalności

(mln PLN)	Gaz i ropa	Woda	Paliwa	Budownictwo	Drogi	Inne	Suma
Grupa PBG							
Przychody	399,8	996,0	83,3	881,2	187,0	30,6	2578,0
Zysk brutto na sprzedaży	84,3	121,1	7,7	136,8	29,7	12,5	392,1
Marża %	21,1%	12,2%	9,2%	15,5%	15,9%	40,9%	15,2%
Grupa Hydrobudowa Polska							
Przychody	4,2	840,1	22,3	729,6	24,1	55,3	1675,6
Zysk brutto na sprzedaży	0,0	100,1	-12,4	71,7	0,3	5,0	164,7
Marża %	0,1%	11,9%	-55,8%	9,8%	1,3%	9,1%	9,8%

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



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 Szczepaniak 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, Mondi, 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, Ferum, 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, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

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.