

26 sierpnia 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 Q2 2010 są dobre, ale opinii nie zmieniamy

**Obecna cena: 223,0 PLN; Cena docelowa: 194,0 PLN**

Grupa PBG opublikowała wyniki, które są lepsze od konsensusu prognoz. Zgodnie z naszymi szacunkami, za pozytywne zaskoczenie w około 60% odpowiadają lepsze niż przez nas oczekiwane wyniki Hydrobudowy. Wyniki Hydrobudowy opisujemy w dalszej części komentarza. Najważniejsze kwestie, na jakie warto zwrócić uwagę to, wysokie marże brutto na sprzedaży, sięgające w Grupie PBG 15,4% (bardzo dobre marże w segmencie wody oraz ropy i gazu) oraz wysokie pozostałe koszty operacyjne netto (6,0 mln PLN w Grupie PBG). Wynik w Q2 2010 Grupy PBG jedynie w niewielkim stopniu może być zawdzięczany rozwiązaniom rezerw (zmiana salda rezerw: -12,3 mln PLN w I półroczu, z czego rezerwy na co najmniej 8 mln PLN rozwiązane w Q1 2010). W Q2 2010 Grupa PBG zaprezentowała również dodatni cash flow operacyjny (+59,6 mln PLN). Podsumowując, podobnie jak w przypadku Budimexu sądzimy, że w 2010 roku PBG prezentuje szczytową formę. PBG pozytywnie zaskakuje dobrą strukturą wyniku – Budimex również może pozytywnie zaskoczyć, w momencie publikacji sprawozdania za I półrocze 2010. Za wysokie marże odpowiedzialne są głównie stare kontrakty, zdobywane w bardzo korzystnych czasach (rok 2008, początek 2009 roku). Wpływ tych kontraktów na wyniki spółki z czasem będzie maleć. Segment wody, w którym PBG historycznie realizowała bardzo dobre wyniki, nie ma perspektyw wzrostu. Grupa powiększa przychody, ale w segmentach niżej marżowych (drogi). Pomimo dobrych wyników Budimexu i PBG oraz szans na rewizję w górę prognoz zysku za rok 2010, sądzimy, że sygnały napływające z innych spółek będą skłaniać do powątpiewania w możliwość poprawy lub/i utrzymania tych wyników w 2011 roku. Podtrzymujemy rekomendację negatywną dla PBG.

**Wyniki PBG w Q2 2010 vs. prognoza i konsensus PAP**

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	729,3	719,3	1,4%	719,0	1,4%	599,4	21,7%
Zysk brutto	112,0	93,5	19,8%	-	-	86,7	29,2%
Marża %	15,4%	13,0%	-	-	-	14,5%	-
EBIT	73,9	63,7	15,9%	69,0	7,0%	67,7	9,0%
Zysk brutto	74,1	59,5	24,5%	-	-	69,3	7,0%
Zysk netto	62,5	51,2	22,2%	53,0	18,0%	46,9	33,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

Przychody Grupy PBG okazały się jedynie nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań, wyższa za to okazała się marża brutto ze sprzedaży (15,4%, prognoza: 13%). PBG wyższych marż nie zawdzięcza rozwiązywaniu rezerw. Saldo rezerw w I półroczu 2010 wyniosło -12,3 mln PLN, z czego rezerwy na co najmniej 8 mln PLN zostały rozwiązane w Q1 2010 (rezerwy na kwotę 8 mln PLN rozwiązane w Q1 2010 w Hydrobudowie 9). Spośród segmentów działalności najbardziej wyróżnia się bardzo wysoka marża w segmencie gazu ziemnego i ropy naftowej (wysoko rentowne kontrakty z PGNiG, podpisane w 2008 roku). Zwracamy też uwagę na segment wody, gdzie z kolei bardzo dobre wyniki mogą być naszym zdaniem związane z realizacją podpisanych w korzystnym okresie, wysoce specjalistycznych zleceń. Wysoka jest także rentowność w drogach, tu jednak naszym zdaniem ma miejsce odwrócenie ujemnego wyniku z Q1 2010 (marża brutto w całym I półroczu w segmencie dróg: 9,2%). Niska jest za to marża w budownictwie przemysłowym i mieszkaniowym, gdzie księgowane są m.in. kontrakty stadionowe.

**Wyniki Grupy PBG w Q2 2010 w segmentach działalności**

Segment	Przychody	Marża brutto na sprzedaży
Gaz ziemny i ropa naftowa	138,1	28,6%
Woda	174,4	23,5%
Budownictwo przemysłowe i mieszkaniowe	330,1	5,7%
Drogi	76,6	14,6%
Inne	10,1	15,8%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Grupa PBG

Koszty ogólne są niższe, niż oczekiwaliśmy (32,2 mln PLN, prognoza: 34,7 mln PLN), wyższe zaś są pozostałe koszty operacyjne netto (6 mln PLN, oczekiwaliśmy pozostałych przychodów operacyjnych netto na 5 mln PLN). Na ujemne saldo pozostałych kosztów operacyjnych w I półroczu 2010 złożyły się głównie odpisy na należności (13,2 mln PLN) oraz kary i odszkodowania (15,0 mln PLN). Z drugiej strony, saldo pozostałych kosztów finansowych wynosi -0,2 mln PLN, podczas gdy my oczekiwaliśmy 4,2 mln PLN. Efektywna stopa podatkowa w Q2 2010 wyniosła 15,7%. Ostatecznie, wynik netto to 62,5 mln PLN, czyli o 22% więcej, niż zakładaliśmy oraz o 18% więcej, niż przewidywał konsensus prognoz.

### Wyniki Grupy Hydrobudowa Polska w Q2 2010

Hydrobudowa Polska w Q2 2010 również wygenerowała dobre wyniki finansowe. Na poziomie marży brutto ze sprzedaży są one wyższe od naszych oczekiwań (marża: 10,2%, nasze oczekiwania: 8,2%). Bardzo dobra marża wynika głównie z wyjątkowo wysokiej rentowności w segmencie wody (18,8% brutto na sprzedaży). Rentowność na tym poziomie naszym zdaniem nie jest powtarzalna. Hydrobudowa Polska dobrych marż brutto na sprzedaży nie zawdzięcza pozytywnym ruchom na rezerwach (saldo rezerw spadło w I półroczu o 8 mln PLN, przy czym spadek ten miał miejsce w Q1 2010). Z negatywnych czynników występujących w wynikach możemy wymienić jedynie ujemny cash flow operacyjny (-28,5 mln PLN w Q2 2010). Podsumowując, wyniki są lepsze od naszych założeń, jednak wątpimy w ich powtarzalność. Nie wydaje nam się, aby pozytywne zaskoczenie wynikami Hydrobudowy sugerowało, że wynik całego roku może być znacznie większy, niż sugeruje w publikacjach prasowych zarząd (nieco ponad 40 mln PLN zysku netto w 2010 roku).

### Wyniki Grupy Hydrobudowa Polska w Q2 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	471,5	444,0	6,2%	450,0	4,8%	341,6	38,0%
Zysk brutto	48,2	36,4	32,3%	-	-	33,5	43,9%
Marża %	10,2%	8,2%	-	-	-	9,8%	-
EBIT	24,5	19,2	27,3%	24,0	1,9%	26,4	-7,5%
Zysk brutto	23,0	14,9	54,6%	-	-	36,4	-36,8%
Zysk netto	22,2	14,9	49,3%	21,2	4,7%	37,1	-40,2%

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

### Wyniki Grupy Hydrobudowa Polska w Q2 2010 w segmentach działalności

Segment	Przychody	Marża brutto na sprzedaży
Gaz ziemny i ropa naftowa	-	-
Woda	147,0	18,8%
Budownictwo przemysłowe i mieszkaniowe	304,0	7,1%
Drogi	8,3	1,8%
Inne	12,2	-9,7%

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

### Możliwy sojusz z firmą operatorską

PBG poinformowało, że w ciągu 3-4 tygodni powinno zawrzeć strategiczne porozumienie z jednym z największych europejskich operatorów, działających m.in. w branży kolejowej, drogowej, medycznej i centrów handlowych. Obecnie PBG pracuje już nad 2 projektami operatorskimi, jednym w Polsce i jednym na Ukrainie. Partner działa również w branży typowo budowlanej. Współpraca z partnerem pozwoli PBG pozyskać kompetencje w zakresie budowy tuneli, kolei, metra, czy zbiorników wodnych. Nie wiemy, na jaką skalę miałyby być prowadzona działalność operatorska. Informację traktujemy neutralnie. Jak pokazują przykłady rynkowe – działalność ta może być wysoce rentowna, umiarkowanie rentowna, lub nierentowna. O operatorstwie, czyli w zasadzie PPP, myśli większość spółek budowlanych, w tym nie giełdowych. Pomysł PPP wraca, gdy na rynku brakuje wysoko rentownych zleceń. Spółki liczą, że pozyskają kontrakt na operatorstwo + kontrakt budowlany o wyższej rentowności, niż inne rynkowe zlecenia.

### Potencjalne kontrakty

PBG w konsorcjach stara się o kontrakty na budowę bloków energetycznych w Opolu, Koźmierzach, Jaworznie, Stalowej Woli oraz o kontrakty modernizacyjne w Belchatowie. PBG przeszło prekwalfikacje z przetargu na budowę podziemnego magazynu gazu w Kosakowie. Na 18 października wyznaczono datę złożenia wartych kilkaset mln PLN ofert. PBG stara się o zagraniczne kontrakty z segmentu ropy naftowej i gazu. Spółka nie ujawnia, jakie są te kontrakty, z uwagi na ich niepubliczny charakter. PBG o staraniu o zagraniczne kontrakty z segmentu informuje już od kilku lat. Kontrakty takie z powodzeniem pozyskiwały i realizowały spółki z Grupy Polimex Mostostal. Na Ukrainie PBG przygotowuje się do realizacji 2-ego etapu osiedla. W Bułgarii miały miejsce opóźnienia w pozyskiwaniu środków UE (potencjalny udział w realizacji przedsięwzięć ekologicznych). Prezes PBG szacuje, że na przełomie 2010 i 2011 roku wartość portfela zleceń Grupy może mieć wartość 5-6 mld PLN. Nasza prognoza dyskontuje optymistyczny scenariusz w zakresie pozyskiwania nowych zleceń. Scenariusz ten może się nie zrealizować - w takim przypadku przyszłe prognozowane wyniki finansowe mogłyby być korygowane w dół.

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:**

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

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

**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)

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@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 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: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy, ZUE.

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

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

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne 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.