

Sektor budowlany

(tłumaczenie)

Rekomendacje

		Kurs*	Kapitalizacja *	C/Z* (x)		EV/EBITDA* (x)		Wycena	Potencjał wzrostu
		(PLN)	(mln €)	2010P	2011P	2010P	2011P	(PLN)	(%)
Budimex	Trzymaj (podtrzymana)	99.75	658.1	13.6	14.9	8.2	8.6	91.42	-8.3
PBG	Kupuj (podtrzymana)	218.0	805.2	12.7	11.5	8.1	7.1	247.0	13.3
Polimex	Kupuj (podtrzymana)	4.86	587.3	13.4	12.8	6.4	6.8	5.90	21.4

Źródło: Bloomberg, KBC Securities

* kurs zamknięcia z 22.04.2010

Spodziewamy się ożywienia wzrostu przychodów w sektorze budowlanym w następnych latach pomimo utrzymujących się obaw dotyczących zaostrzenia konkurencji i spowolnienia wzrostu w niektórych segmentach. Energetyka, budownictwo kolejowe i budowa autostrad powinny zanotować największy wzrost, który zrównoważyłby słabszy rozwój pozostałych segmentów. Oczekiwane ożywienie polskiego rynku nieruchomości oraz podpisanie kilku dużych kontraktów (o wartości 1 mld-10 mld zł) w połączeniu z przyływem funduszy UE w segmencie budownictwa infrastrukturalnego także wspierają ożywienie. Chociaż kursy spółek budowlanych, które pokrywamy, w ciągu ostatnich 3 miesięcy zyskały 15,5%, nadal dostrzegamy wartość w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla Polimeksu i PBG i Trzymaj dla Budimeksu.

Aktualizacja rekomendacji

- **Na ścieżce wzrostu.** Oczekujemy kontynuacji tendencji wzrostowej na polskim rynku budowlanym w latach 2010-2012, głównie z uwagi na rozwój infrastruktury (dróg, kolei, obiektów energetycznych itd.) finansowany w dużym stopniu funduszami UE, a także ze względu na potencjalne ożywienie na rynku mieszkaniowym i komercyjnym. Zakładamy 6,7% składaną roczną stopę wzrostu rynku w latach 2009-2012.
- **Presja na marże.** Chociaż wystąpienie presji na marże wydaje się nieuniknione w segmencie budownictwa drogowego i budownictwa ogólnego (ze względu na zaostrzenie konkurencji i przerost mocy produkcyjnych), uważamy, że marże w segmentach niszowych będą mniej podatne. Zwiększenie ekspozycji Polimeksu i PBG na segmenty niszowe powinno pomóc im w utrzymaniu stosunkowo wysokich marż w porównaniu z Budimeksem, który ma wysoką ekspozycję na budownictwo drogowe, gdzie występuje silna konkurencja.
- **Duże kontrakty głównym katalizatorem.** Dla spółek z odpowiednią ekspozycją zapowiadane na 2010 rok duże kontrakty powinny stać się kluczowym katalizatorem. PBG i Polimex oba znalazły się na krótkiej liście wykonawców terminalu LNG (o wartości około 3,2 mld zł) i elektrowni Opole (około 10 mld zł). Ponadto Polimex jest wśród 4 spółek zabiegających o kontrakt w elektrowni Siekierki (3,2 mld zł).
- **Przede wszystkim Polimex...** Pomimo ostatnich wzrostów kursu, nadal preferujemy Polimex (21,4% potencjał wzrostu). Notowany przy 6,8x EV/EBITDA na 2011P Polimex ma dyskonto do polskich konkurentów, jednak naszym zdaniem, premia jest uzasadniona zważywszy na perspektywy wzrostu spółki, które są najlepsze w sektorze. Spółka ma ekspozycję na segmenty rynku, które zapewniają wysokie zyski, a rosnący udział ze strony segmentów niszowych gwarantuje perspektywy stosunkowo stabilnych marż.
- **... ale PBG też zasługuje na premię.** Oceniamy PBG jako niedowartościowany walor. Spółka jest notowana przy 7,1x EV/EBITDA na 2011P, z dyskontem w stosunku do polskich spółek budowlanych a posiada perspektywy ponadprzeciętnego wzrostu. PBG utrzymuje wysoką ekspozycję na niszowy segment budownictwa hydroinżynieryjnego, a także zyskała ekspozycję na bardziej zyskowy segment gazu i ropy i zwiększa prace na rzecz energetyki i budownictwa drogowego.
- **Dyskonto dla Budimeksu.** Notowany przy 8,6x EV/EBITDA na 2011P Budimex ma premię do polskich porównywalnych spółek. Wysoka ekspozycja spółki na budownictwo drogowe nastąpiła kosztem marż, pod presją konkurencji. Budimeksowi brakuje ekspozycji na atrakcyjne segmenty niszowe (na przykład energetyczny). Dlatego też uważamy, że spółka zasługuje na dyskonto. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Lucian Albuлесcu, CFA

+40 21 40 84 219

lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro

Robert Maj

+48 22 581 08 24

robert.maj@kbcsecurities.pl

Cezary Bernatek

+48 22 581 08 20

cezary.bernatk@kbcsecurities.pl

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgową/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
P/E = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgową
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendację w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje dla spółki Budimex wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja
21 stycznia 2010	77.90	80.90	Trzymaj
25 stycznia 2010	73.86	77.30	Trzymaj
26 kwietnia 2010	91.42	99.75	Trzymaj

Rekomendacje dla spółki PBG wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja
21 stycznia 2010	245.3	219.0	Kupuj
26 kwietnia 2010	247.0	218.0	Kupuj

Rekomendacje dla spółki Polimex wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Data wydania	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja
21 stycznia 2010	5.40	4.36	Kupuj
26 kwietnia 2010	5.90	4.86	Kupuj

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacji inwestycyjnych:

21 KUPUJ	48%	16 TRZYMAJ	36%	7 SPRZEDAJ	16%
----------	-----	------------	-----	------------	-----

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

Makroekonomia

Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
------------	------------------	-----------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrumentów finansowych, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.