

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Sektor budownictwa**

Polska

**P/E'09** 11,6  
**EV/EBITDA'09** 7,9  
**WIG Budownictwo** 4 629

# Sektor budownictwa

## W oczekiwaniu na rok 2010

Przewidujemy, że pomimo nadchodzącego spowolnienia gospodarczego, wyniki generalnych wykonawców notowanych na GPW pozostaną w 2009 bardzo dobre. Spowodowane jest to portfelem zamówień pozyskanym w czasie dobrej koniunktury rynkowej, a także możliwością obniżki kosztów usług podwykonawczych oraz materiałów budowlanych, przy niezmiennych cenach kontraktowych. Istotnego różnicowania w wynikach spółek budowlanych spodziewamy się w 2010 roku. Wynika to z przewidywanego spadku wartości produkcji budowlano-montażowej w zakresie obiektów kubaturowych i prawdopodobnego spadku cen usług budowlanych w segmencie. Równocześnie, sądzymy, że podobny efekt nie wystąpi w zakresie budownictwa drogowego i kolejowego (zupełnie inna technologia, inwestycje niezależne od koniunktury). W zakresie budownictwa specjalistycznego, tzn. chemicznego i energetycznego, spodziewamy się realizacji zaplanowanych inwestycji, przy czym nie wykluczamy niewielkich opóźnień związanych z sytuacją na rynkach finansowych. W dziedzinie budownictwa ekologicznego spodziewamy się nasilenia konkurencji i spadku marż w zakresie prostych obiektów oraz utrzymania lub jedynie lekkiej korekty marż w dziedzinie usług specjalistycznych (np. bezwypokopowej renowacji rurociągów). Przewidujemy, że w okresie przewidywanego spowolnienia gospodarczego (2009–2010), zagregowana dynamika produkcji budowlano - montażowej będzie niższa niż dynamika PKB.

	9MTP	Rekomendacja
Budimex	80,0	Kupuj
Elektrobudowa	225,9	Kupuj
Erbud	31,9	Kupuj
Mostostal Warszawa	68,9	Kupuj
PBG	219,4	Akumuluj
Polimex Mostostal	4,1	Kupuj
Trakcja Polska	6,0	Kupuj
Ulma	76,3	Trzymaj

	9MTP	Potencjał zmiany
Budimex	80,0	27,6%
Elektrobudowa	225,9	41,2%
Erbud	31,9	58,2%
Mostostal Warszawa	68,9	39,6%
PBG	219,4	11,0%
Polimex Mostostal	4,1	20,2%
Trakcja Polska	6,0	33,3%
Ulma	76,3	16,7%

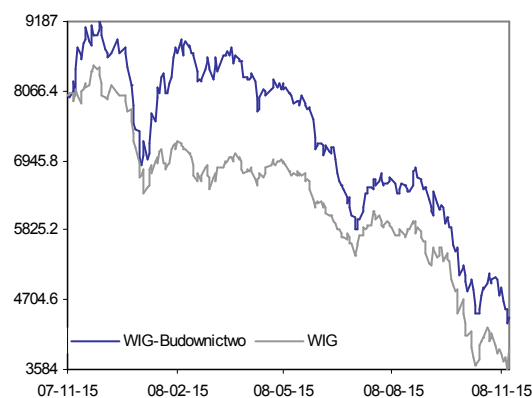
### Sytuacja w budownictwie kubaturowym

Przewidujemy, że w 2009 i 2010 roku spadnie wartość produkcji budowlano - montażowej w zakresie obiektów mieszkaniowych i przemysłowych, spadku spodziewamy się też w 2010 roku w segmencie komercyjnym. Wpłyne to naszym zdaniem na zaostrenie konkurencji i spadek marż na nowych kontraktach budowlanych z dziedziny budownictwa kubaturowego. Przewidujemy, że w momencie podpisywania kontraktów w 2009 roku firmy budowlane staną przed następującym dylematem: czy zaakceptować niższe ceny w segmencie publicznym, przy dużej pewności inwestora, czy podjąć ryzyko działalności w segmencie prywatnym (ryzyko opóźnień w płatnościach, zerwania kontraktu). Sądzymy, że wiele firm budowlanych najprawdopodobniej zwiększy zaangażowanie w segmencie publicznym, w efekcie wzrośnie konkurencja w zakresie obiektów takich jak budynki urzędów, stacje, czy oczyszczalnie ścieków.

### Prognozy i rekomendacje

W naszym modelu zakładamy pogorszenie wyników z działalności w segmencie budownictwa kubaturowego (obiekty mieszkaniowe, komercyjne, przemysłowe i publiczne) w 2010 i 2011 roku. Nie sądzymy, aby prognozowane pogorszenie wyników było trwałe, prognozujemy stopniową poprawę wyników w latach kolejnych. Z uwagi na dobre perspektywy w pozostałych segmentach budownictwa uważamy, że wyceny większości spółek budowlanych są atrakcyjne.

### Kurs akcji WIG Budownictwo na tle WIG



### Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

	P/E'09P	P/E'10P	EV/EBITDA'09P	EV/EBITDA'10P
Budimex	14,6	12,3	9,7	8,6
Elektrobudowa	13,1	12,1	10,9	10,5
Erbud	7,2	10,4	5,3	8,1
Mostostal Warszawa	9,6	9,8	5,3	5,5
PBG	11,3	11,8	8,3	8,4
Polimex Mostostal	10,4	9,9	6,5	6,3
Trakcja Polska	10,5	8,9	7,7	6,8
Ulma	12,3	12,4	5,1	4,5

## Podsumowanie pozycji rynkowej wykonawców

### Udział poszczególnych segmentów w przychodach spółek (2008/09/10)

Segment	Budimex	Elektrobudowa	Erbud	Mostatal Warszawa
<b>1) Budownictwo kubaturowe</b>				
Obiekty mieszkaniowe	22% / 16% / 10%			14,5% / 10% / 7%
Obiekty biurowe	7% / 6% / 4%			
Centra handlowe i inne komercyjne	2% / 2% / 2%			
Obiekty przemysłu ogólnego	9% / 7% / 4%			5% / 5% / 5%
Obiekty publiczne	9% / 8% / 7%			17% / 16% / 16%
Budownictwo kubaturowe ogółem*	49% / 39% / 27%	32% / 27% / 22%	74% / 72% / 67%	35,5% / 31% / 28%
<b>2) Budownictwo Infrastrukturalne</b>				
Budownictwo drogowe	<b>39% / 49% / 64%</b>		<b>6% / 9% / 11%</b>	<b>35% / 38,5% / 42%</b>
Budownictwo kolejowe				
<b>3) Budownictwo specjalistyczne</b>				
Budownictwo petrochemiczne				<b>8,5% / 9% / 7%</b>
Budownictwo energetyczne		<b>29% / 31% / 34%</b>		<b>12,5% / 13% / 14,5%</b>
Budownictwo gazowe				
Budownictwo ekologiczne	<b>1% / 1% / 1%</b>			<b>5% / 5% / 5%</b>
<b>4) Materiały budowlane</b>				
Konstrukcje stalowe				
Dzierżawa szalunków i rusztowań,...				
<b>5) Inne</b>				
Usługi budowlane - export			11% / 13% / 15%	
Działalność deweloperska	4% / 5% / 3%		9% / 6% / 7%	
Produkcja rozdzielnic, kotłów,...		<b>35% / 37% / 39%</b>		
Usługi pozostałe	7% / 6% / 5%	4% / 5% / 5%		3,5% / 3,5% / 3,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A ; pogrubiono pozycje w niewielkim stopniu objęte zagrożeniem pogorszenia koniunktury

### Udział poszczególnych segmentów w marży brutto / EBIT spółek (2008/09/10)

Segment	Budimex	Elektrobudowa	Erbud	Mostatal Warszawa
<b>1) Budownictwo kubaturowe</b>				
Obiekty mieszkaniowe	- / 15% / 8%			- / 9% / 5%
Obiekty biurowe	- / 6% / 4%			
Centra handlowe i inne komercyjne	- / 2% / 1,5%			
Obiekty przemysłu ogólnego	- / 6% / 3,5%			- / 4% / 3%
Obiekty publiczne	- / 8% / 6%			- / 14% / 13%
Budownictwo kubaturowe ogółem	- / 37% / 22%	29% / 17,5% / 11%	61% / 72% / 65%	- / 27% / 21,5%
<b>2) Budownictwo Infrastrukturalne</b>				
Budownictwo drogowe	<b>- / 52% / 74,5%</b>		<b>6% / 10% / 15%</b>	<b>- / 36% / 42,5%</b>
Budownictwo kolejowe				
<b>3) Budownictwo specjalistyczne</b>				
Budownictwo petrochemiczne				<b>- / 15,5% / 12%</b>
Budownictwo energetyczne		<b>29% / 36,5% / 40%</b>		<b>- / 12% / 14%</b>
Budownictwo gazowe				
Budownictwo ekologiczne	<b>- / 1,5% / 1%</b>			<b>- / 7% / 6%</b>
<b>4) Materiały budowlane</b>				
Konstrukcje stalowe				
Dzierżawa szalunków i rusztowań,...				
<b>5) Inne</b>				
Usługi budowlane - export			15% / 13% / 16%	
Działalność deweloperska	- / 3,5% / -2%		18% / 5% / 4%	
Produkcja rozdzielnic, kotłów,...		<b>38% / 38% / 42%</b>		
Usługi pozostałe	- / 6% / 4,5%	4% / 8% / 7%		- / 2,5% / 4%

Źródło: DI BRE Banku S.A ; pogrubiono pozycje w niewielkim stopniu objęte zagrożeniem pogorszenia koniunktury



### Udział poszczególnych segmentów w przychodach spółek (2008/09/10)

Segment	PBG	Polimex Mostostal	Trakcja Polska	Ulma
<b>1) Budownictwo kubaturowe</b>				
Obiekty mieszkaniowe				
Obiekty biurowe				
Centra handlowe i inne komercyjne				
Obiekty przemysłu ogólnego				
Obiekty publiczne				
Budownictwo kubaturowe ogółem	19% / 14% / 11%	25% / 25,5% / 22%		
<b>2) Budownictwo Infrastrukturalne</b>				
Budownictwo drogowe	8% / 7% / 8%	7% / 7,5% / 9%		
Budownictwo kolejowe		7% / 7,5% / 9%	98% / 96% / 99%	
<b>3) Budownictwo specjalistyczne</b>				
Budownictwo petrochemiczne	5% / 4% / 3,5%	12,5% / 14% / 13%		
Budownictwo energetyczne		27% / 26% / 26,5%		
Budownictwo gazowe	9% / 28% / 27%			
Budownictwo ekologiczne	59% / 47% / 47,5%			
<b>4) Materiały budowlane</b>				
Konstrukcje stalowe		17% / 14,5% / 14,5%		
Dzierżawa szalunków i rusztowań,...				100% / 100% / 100%
<b>5) Inne</b>				
Usługi budowlane - export				
Działalność deweloperska	0% / 0% / 3%	0,5% / 0,5% / 0,5%	2% / 4% / 1%	
Produkcja rozdzielnic, kotłów,...		4% / 4,5% / 5,5%		
Usługi pozostałe				

Źródło: DI BRE Banku S.A ; pogrubiono pozycje w niewielkim stopniu objęte zagrożeniem pogorszenia koniunktury

### Udział poszczególnych segmentów w marży brutto / EBIT spółek (2008/09/10)

Segment	PBG	Polimex Mostostal	Trakcja Polska	Ulma
<b>1) Budownictwo kubaturowe</b>				
Obiekty mieszkaniowe				
Obiekty biurowe				
Centra handlowe i inne komercyjne				
Obiekty przemysłu ogólnego				
Obiekty publiczne				
Budownictwo kubaturowe ogółem	21% / 13% / 5,5%	13% / 18% / 13%		
<b>2) Budownictwo Infrastrukturalne</b>				
Budownictwo drogowe	5% / 4% / 6%	3% / 5% / 8%		
Budownictwo kolejowe		3% / 5% / 8%	96,5% / 97% / 100%	
<b>3) Budownictwo specjalistyczne</b>				
Budownictwo petrochemiczne	5% / 4% / 3%	22% / 22% / 21%		
Budownictwo energetyczne		15% / 21% / 23%		
Budownictwo gazowe	12% / 35% / 38%			
Budownictwo ekologiczne	57% / 44% / 47,5%			
<b>4) Materiały budowlane</b>				
Konstrukcje stalowe		35% / 19% / 16%		
Dzierżawa szalunków i rusztowań,...				100% / 100% / 100%
<b>5) Inne</b>				
Usługi budowlane - export				
Działalność deweloperska	0% / 0% / 0%	1% / 1% / 0%	3,5% / 3% / 0%	
Produkcja rozdzielnic, kotłów,...		8% / 9% / 11%		
Usługi pozostałe				

Źródło: DI BRE Banku S.A ; pogrubiono pozycje w niewielkim stopniu objęte zagrożeniem pogorszenia koniunktury

**Prognoza wzrostu produkcji budowlano-montażowej w segmentach**

Segment	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
<b>1) Budownictwo kubaturowe</b>									
Obiekty mieszkaniowe	-20,0%	-25,0%	8,0%	15,0%	12,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%
Obiekty biurowe	5,0%	-10,0%	-15,0%	2,0%	5,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%
Centra handlowe i inne komercyjne	5,0%	1,0%	1,0%	5,0%	6,5%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Obiekty przemysłu ogólnego	-16,0%	-20,0%	6,5%	11,5%	10,0%	9,0%	7,5%	6,0%	6,0%
Obiekty publiczne	4,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Budownictwo kubaturowe ogółem	-9,5%	-12,4%	3,4%	8,7%	8,1%	7,7%	6,7%	5,9%	5,6%
<b>2) Budownictwo Infrastrukturalne</b>									
Budownictwo drogowe	22,0%	19,0%	14,0%	8,0%	5,0%	-4,0%	-4,0%	1,0%	2,0%
Budownictwo kolejowe	17,1%	17,0%	16,0%	13,8%	9,4%	5,1%	3,9%	2,4%	2,0%
<b>3) Budownictwo specjalistyczne</b>									
Budownictwo petrochemiczne	26,2%	-14,0%	-45,0%	-10,9%	-15,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Budownictwo energetyczne	5,0%	5,1%	14,0%	30,0%	16,0%	16,0%	12,0%	8,0%	8,0%
Budownictwo gazowe	23,6%	0,0%	-11,5%	0,0%	-30,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Budownictwo ekologiczne	15,4%	12,3%	8,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>4) Materiały budowlane</b>									
Konstrukcje stalowe	-21,1%	-5,4%	4,5%	7,9%	7,1%	5,2%	4,3%	4,7%	4,9%
Dzierżawa szalunków i rusztowań	-1,9%	-6,3%	5,6%	8,6%	7,5%	5,4%	4,6%	4,9%	4,9%

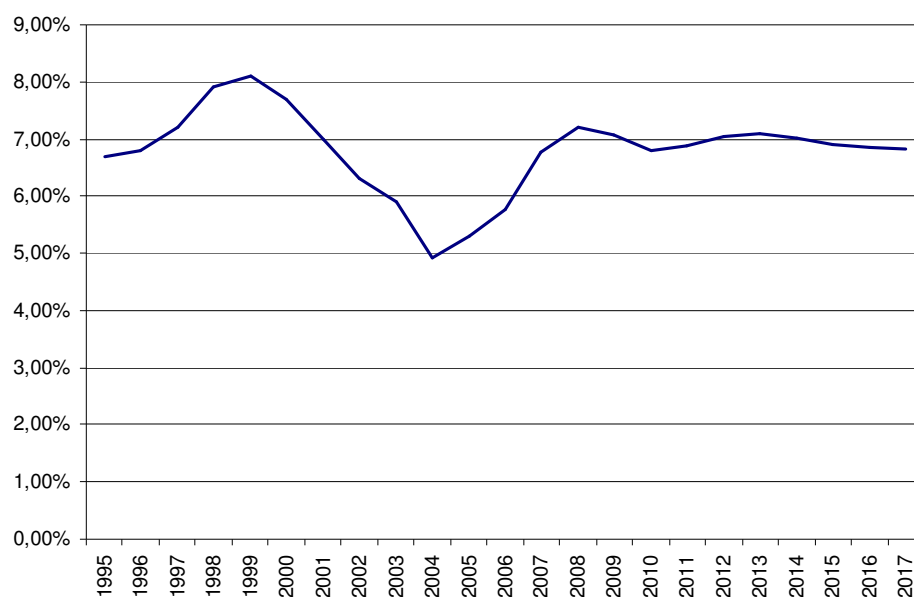
Źródło: DI BRE Banku S.A.

**Prognoza średniej rentowności nowych kontraktów w segmentach**

Segment	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
<b>1) Budownictwo kubaturowe</b>									
Obiekty mieszkaniowe	6,0%	5,2%	5,5%	6,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Obiekty biurowe	6,8%	5,5%	5,5%	6,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Centra handlowe i inne komercyjne	6,8%	6,2%	6,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Obiekty przemysłu ogólnego	6,0%	5,2%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Obiekty publiczne	5,7%	5,0%	5,4%	6,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Budownictwo kubaturowe ogółem	6,3%	5,5%	5,8%	6,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>2) Budownictwo Infrastrukturalne</b>									
Budownictwo drogowe	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Budownictwo kolejowe	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
<b>3) Budownictwo specjalistyczne</b>									
Budownictwo petrochemiczne	15,0%	11,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Budownictwo energetyczne	7,6%	7,7%	8,0%	8,5%	9,0%	9,0%	9,0%	8,5%	8,0%
Budownictwo gazowe	14,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Budownictwo ekologiczne proste	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Budownictwo ekologiczne specjalist.	17,5%	17,0%	16,5%	16,0%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>4) Materiały budowlane</b>									
Konstrukcje stalowe	12,0%	8,0%	8,5%	9,8%	11,0%	11,5%	12,0%	12,0%	12,0%

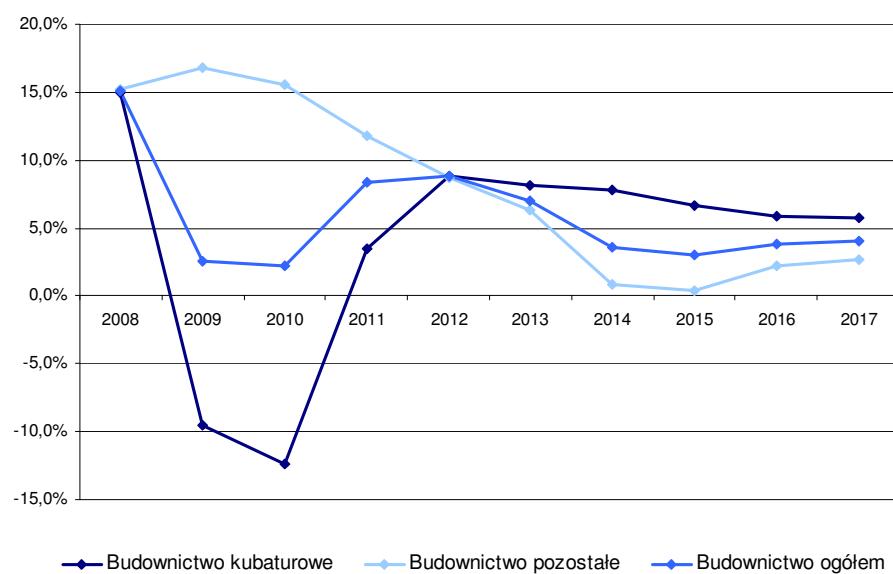
Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Produkcja budowlano-montażowa jako udział PKB (%), 2004-2017P



Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Dwa nurty budownictwa: kubaturowe i pozostałe, dynamiki (%), 2007-2017P



Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Segmenty działalności: budownictwo kubaturowe

### Budownictwo mieszkaniowe, działalność deweloperska

#### Sytuacja na rynku mieszkaniowym

Sytuacja rynkowa na rynku deweloperskim jest zła. Obserwujemy znaczny spadek wartości zawieranych transakcji, ze względu na redukcję możliwości finansowania transakcji długiem oraz rozmiągające się oczekiwania cenowe kupujących oraz sprzedających. Sądzymy, że w perspektywie najbliższych dwóch lat obecne ceny ofertowe nieruchomości są nie do utrzymania, na ich wzrost w latach 2006-2007 wpłynął zaś w dużej mierze powszechny dostęp do taniego kredytu. Udział kredytu w finansowaniu transakcji na warszawskim rynku wtórnym w 2007 roku osiągnął poziom 85%, w 2004 roku zaś wynosił zaś tylko 45%. Uważamy, że dobrym wyznacznikiem cen mieszkań gwarantujących równowagę rynkową może być stosunek średniego miesięcznego wynagrodzenia do średniej ceny metra. Przykładowo, w Warszawie pod koniec ostatniego okresu dekonjunktury w 2003 roku wynosił on 0,95, w 2005 roku 0,76, w 2007 i 2008 roku zaś około 0,51-0,52. Zakładając brak istotnej poprawy na rynku kredytowym (zniesienia restrykcyjnej polityki w zakresie udziału własnego w kwocie zakupu), spadek cen nieruchomości naszym zdaniem wyniesie w ciągu najbliższych 2 lat 30% (15% w 2009 roku oraz 15% w 2010 roku). Punktem wyjścia do naszych kalkulacji są aktualne ceny ofertowe mieszkań (warto zauważyć, że niepublikowane ceny transakcyjne są często nawet o 10-15% niższe niż jawne ceny ofertowe).

#### Krótkoterminowa sytuacja w branży deweloperskiej

Naszym zdaniem sytuacja każdego dewelopera jest inna. Z punktu widzenia realizacji planów sprzedażowych na najbliższe kwartały, istotny jest rodzaj umów podpisywanych przez dewelopera z klientami. Naszym zdaniem najbezpieczniejsza jest przedsprzedaż prowadzona we współpracy z bankiem (podpisanie umowy przedsprzedaży równoznaczne jest z udzieleniem finansowania przez bank). Taki system sprzedaży stosuje na przykład Budlex, spółka zależna Erbudu. Kolejny stosunkowo „bezpieczny” system sprzedaży mieszkań to umowa zakładająca stopniowe płatności wraz z realizacją prac budowlanych. System taki stosuje na przykład Dom Development. Najmniej pewna jest naszym zdaniem przedsprzedaż lokali w popularnym na rynku warszawskim systemie 10/90. System taki naraża w obecnych warunkach dewelopera na ryzyko, że klient, który wpłacił już 10% kwoty, nie będzie w stanie pozyskać kredytu na kolejne 90% wartości inwestycji. System 10/90 stosuje m.in. JW Construction, Gant oraz Budimex Nieruchomości. Kolejnym ważnym czynnikiem naszym zdaniem są tanie grunty będące w posiadaniu dewelopera. Im tańsze grunty będące w posiadaniu dewelopera, tym większy potencjał firmy do obniżki cen mieszkań bez redukcji marży poniżej akceptowalnego poziomu. Bank taniej ziemi posiada m.in. Budimex Nieruchomości oraz Budlex.

#### Szansa na powrót koniunktury w branży deweloperskiej

Sądzymy, że w przyszłości nastąpi powrót do dobrej koniunktury w branży, ze względu na niezaspokojone potrzeby mieszkaniowe Polaków. Koniecznym warunkiem rentowności nowych projektów deweloperskich w nowych warunkach cenowych jest jednak spadek kosztów działalności. Wyróżniamy trzy główne składniki ceny mieszkania: cenę gruntu, cenę usługi budowlanej oraz koszt finansowania. Sądzymy, że cena usługi budowlanej ma szansę skorygować się w dół o około 5-10%, ze względu na spadek cen materiałów budowlanych (przeważnie stanowią one 45-50% kosztu wybudowania mieszkania). Naszym zdaniem znaczna redukcja musi mieć miejsce w przypadku marży deweloperów oraz cen działek budowlanych, przy czym spadek cen gruntów może następować z opóźnieniem w stosunku do cen mieszkań (deweloperzy dysponują już bankiem gruntów i nie muszą się starać o ich zakup, potencjalni sprzedający zaś mogą powstrzymać się ze sprzedażą, postrzegając ziemię jak jedno z nielicznych „bezpiecznych” aktywów na rynku). Sądzymy, że w perspektywie kilku lat utrzymanie się cen mieszkań na poziomie niższym o około 30% od obecnego będzie wymagało kilkudziesięcioprocentowej korekty cen działek budowlanych, aby działalność deweloperska na powrót stała się rentowna.

#### Ryzyka działalności budowlanej w segmencie mieszkaniowym

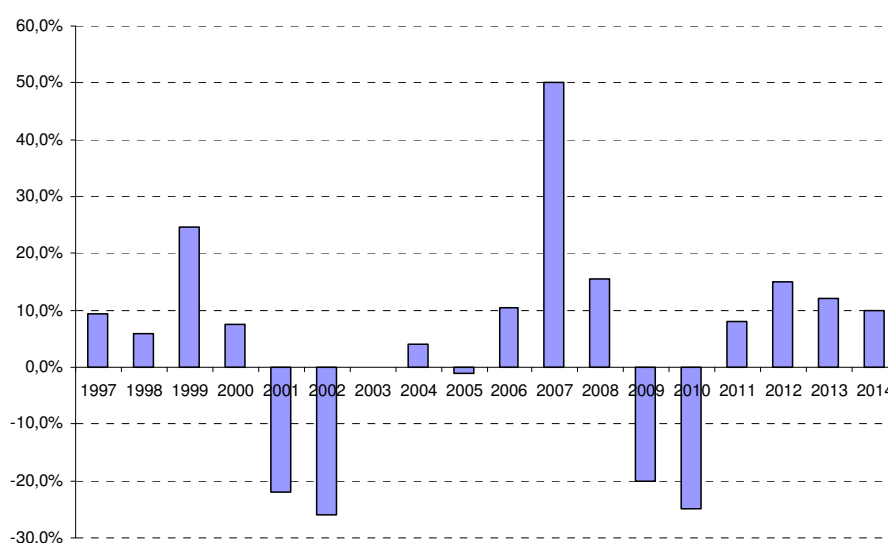
Z punktu widzenia działalności budowlanej dostrzegamy dwa ryzyka w przypadku firm świadczących usługi w segmencie budownictwa mieszkaniowego. Po pierwsze, spodziewamy się spadku popytu na usługi firm budowlanych (wzrost konkurencji, spadek marż). Po drugie, przewidujemy, że część deweloperów będzie skłonna wstrzymać nie tylko nowe projekty (jak na przykład Dom Development, Gant, czy JW Construction), ale i projekty w realizacji. Może się to wiązać z ryzykiem spadku wartości portfela zamówień spółek działających w segmencie. Duże firmy budowlane działające w segmencie starają się minimalizować ryzyko

związane z działalnością współpracując z renomowanymi deweloperami, starają się także rozpoczynać realizację prac jedynie pod warunkiem pozyskania przez dewelopera finansowania.

### Jak przetrwać bessę na rynku deweloperskim

Z punktu widzenia dewelopera, kluczowe jest utrzymanie płynności przez okres gorszej koniunktury, co może być uzależnione od losu niesprzedanych mieszkań. W zasadzie dostrzegamy jedynie dwie alternatywy: przeczekanie (mieszkania stoją puste) bądź wynajem (na przykład z opcją pierwokupu, taki system planuje zastosować JW Construction). Z punktu widzenia firmy budowlanej, szansą na przetrwanie dekonunktury na rynku mieszkaniowym jest wzrost zaangażowania w innych segmentach, m.in. handlowym, biurowym i publicznym. Sądzymy, że w najgorszej sytuacji będą małe i średnie firmy, bez doświadczeń w innych segmentach budownictwa. Spodziewamy się, że efektem pośrednim dekonunktury na rynku mieszkaniowym będzie wzrost konkurencji w zakresie pozostałych obiektów kubaturowych (przy tym spodziewamy się, że efekt będzie tym mniejszy, im większe skomplikowanie i skala projektu).

### Dynamika produkcji budowlano-montażowej, obiekty mieszkaniowe, 1997-2014



Źródło: DI BRE Banku S.A., na podstawie publikacji GUS „Budownictwo – wyniki działalności w ... r.”

### Dynamika wartości produkcji w segmencie, 2008 - 2011

Prognozujemy, że wartość produkcji budowlano - montażowej w segmencie mieszkaniowym spadnie w 2009 roku o 20%, w 2010 roku zaś o 25%. W 2011 roku spodziewamy się dynamiki wzrostu na poziomie 8%, w latach kolejnych zaś kontynuację tendencji wzrostowej. Z punktu widzenia rentowności brutto na sprzedaży przewidzianej w nowych kontraktach, spodziewamy się, że spadnie ona z 7,5 - 8,0% w 2008 roku do 5,2% w roku 2010. Będzie to spowodowane zaostrzeniem konkurencji w segmencie. W kolejnych latach spodziewamy się stopniowego powrotu do marż brutto na sprzedaży w wysokości 7%. Z uwagi na to, że budowa obiektu mieszkaniowego trwa około półtora roku, najniższe marże zostaną wykazane w sprawozdaniach finansowych w 2011 roku.

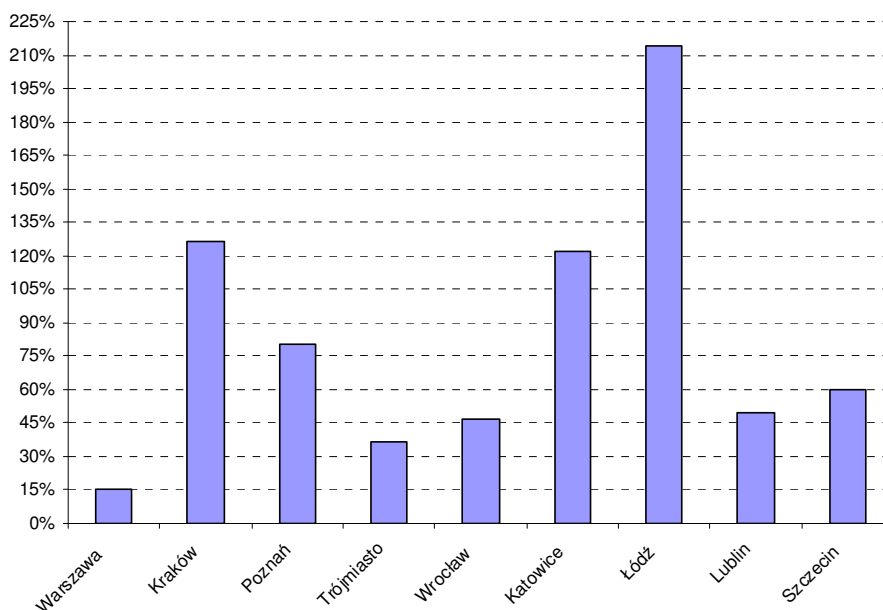
## Budownictwo handlowe, biurowe i inne komercyjne

### Perspektywy budownictwa biurowego

W reakcji na dekonunkturę na rynkach mieszkaniowych, wielu deweloperów zwiększyło aktywność w zakresie obiektów biurowych i handlowych. Niektóre firmy nawet decydują się na zmianę przeznaczenia części powierzchni mieszkaniowej na biurową. Uważamy, że strategia ta może okazać się ryzykowna. Spodziewamy się, że w czasie gorszej koniunktury gospodarczej, popyt na nową powierzchnię biurową może rosnać wolniej, bądź wręcz pozostać stabilny. Z drugiej strony zaś, realizacja wszystkich planów deweloperów może naszym zdaniem doprowadzić do nadpodaży powierzchni biurowej w 2009 roku, a w konsekwencji do spadku stawek czynszów, wzrostu odsetku pustostanów, a w efekcie do spadku cen obiektów. Poniżej przedstawiamy szacunkowy wzrost podaży powierzchni biurowej w największych miastach na koniec roku 2009, w porównaniu z połową roku 2008. Podkreślamy, że część planowanych inwestycji może nie być jednak rozpoczęta, ze względu

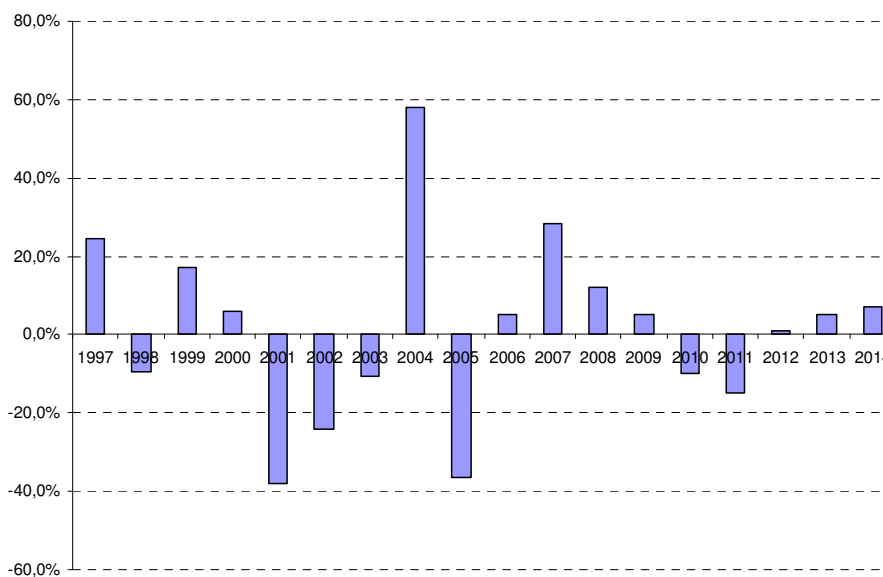
na problemy z pozyskaniem finansowania przez wielu deweloperów, w związku z tym najprawdopodobniej wzrost podaży nowej powierzchni biurowej będzie mniejszy niż poniżej przedstawiany.

### Wzrost podaży powierzchni biurowej w polskich miastach, Q2 2008-Q4 2009



Źródło: DI BRE Banku S.A., na podstawie raportu „Real Estate Review, Mid-Year 2008” firmy Colliers International

### Dynamika produkcji budowlano-montażowej, obiekty biurowe, 1997-2014



Źródło: DI BRE Banku S.A., na podstawie publikacji GUS „Budownictwo – wyniki działalności w ... r.”

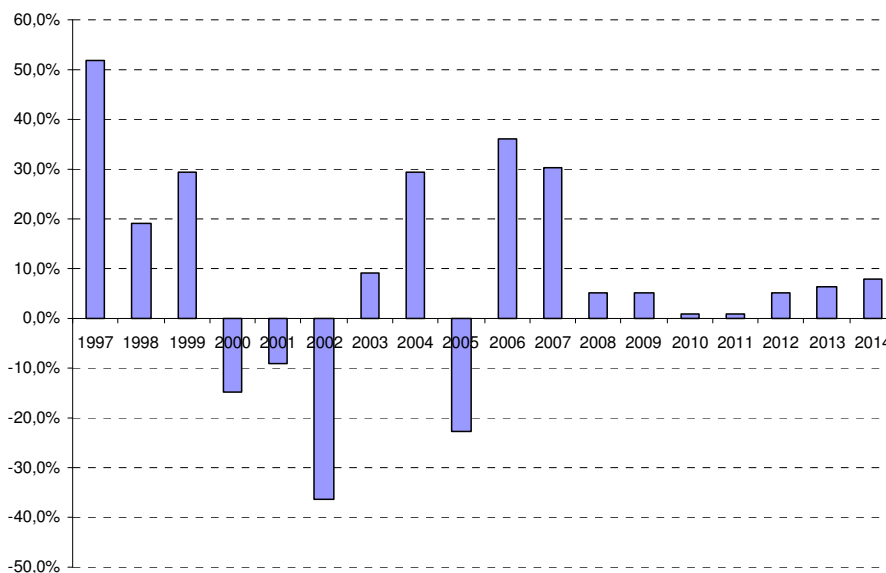
### Perspektywy budownictwa handlowego i pozostałego komercyjnego

Sądzymy, że rynek budownictwa handlowego jest najzdrowszym segmentem usług budownictwa dla klientów prywatnych. Naszym zdaniem założenie dynamiki PKB w następnym roku na poziomie 1,8% (prognoza makroekonomistów BRE Banku) nie oznacza dużego spadku w wydatkach konsumentów, co powoduje, że fundamentalny popyt na obiekty handlowe w polskich miastach ciągle powinien pozostać silny. Istotny jest również efekt w postaci obowiązującej do niedawna ustawy o wielkopowierzchniowych obiektach handlowych, która wyhamowywała inwestycje w nowe centra handlowe. Można spodziewać się, że część dużych sieci wróci do swych planów inwestycyjnych, pomimo niekorzystnej sytuacji rynkowej. Przykładowo, Castorama zakłada, że kryzys nie dotknie Polski w takim stopniu jak pozostałe



kraje, w związku z tym spółka nie zamierza rezygnować z planów inwestycyjnych o łącznej wartości kilkuset mln EUR. Z drugiej strony można spodziewać się redukcji aktywności deweloperów, na skutek problemów z uzyskaniem finansowania. W efekcie, nasza prognoza zakłada, iż mimo nadchodzącego spowolnienia gospodarczego dynamika produkcji budowlano - montażowej w zakresie obiektów handlowych pozostanie dodatnia, nie będzie jednak wysoka (z uwagi na wysoką bazę, duże wzrosty produkcji budowlano - montażowej w segmencie miały miejsce w 2006 i 2007 roku).

### Dynamika produkcji budowlano - montażowej, obiekty handlowe, 1997 - 2014



Źródło: DI BRE Banku S.A., na podstawie publikacji GUS „Budownictwo – wyniki działalności w ... r.”

### Dynamika wartości produkcji w segmencie, 2008 - 2011

Sądzymy, że dynamika wartości produkcji budowlano - montażowej może być różna w zakresie obiektów biurowych i handlowych. W zakresie obiektów biurowych zakładamy wzrost o 5% w 2009 roku, w roku 2010 zaś, ze względu na przewidywaną nadpodaż, spodziewamy się spadku o 10%. W roku 2011 przewidujemy spadek o 15%, w roku kolejnym zaś spodziewamy się stabilizacji, powrotu do zauważalnej tendencji wzrostowej zaś od 2013 roku. Przewidujemy, że rentowność brutto na sprzedaży gwarantowana przez nowe kontrakty budowlane w segmencie biurowym również spadnie, do średniego poziomu 5,5% w 2010 roku. Spadek rentowności może być zróżnicowany w zależności od rodzaju obiektu – w przypadku największych biurowców przewidujemy, że będzie on mniejszy (niewielka liczba firm dysponująca potencjałem i referencjami w zakresie takich budynków). Przewidujemy, że dynamika produkcji budowlano - montażowej w zakresie obiektów handlowych pozostanie dodatnia w latach 2010 - 2011, spadnie jednak do poziomu 1%. Nie przewidujemy dużego spadku rentowności w zakresie dużych centrów handlowych, naszym zdaniem marże na nowych kontraktach w 2010 roku będą oscylowały wokół 6,2% brutto na sprzedaży. Sądzymy, że na brak istotnego spadku marż wpłynie pozytywna dynamika produkcji budowlano - montażowej w segmencie oraz ograniczenia techniczne (nie każda firma dysponuje techniczną możliwością realizacji takich obiektów oraz stosownymi referencjami).

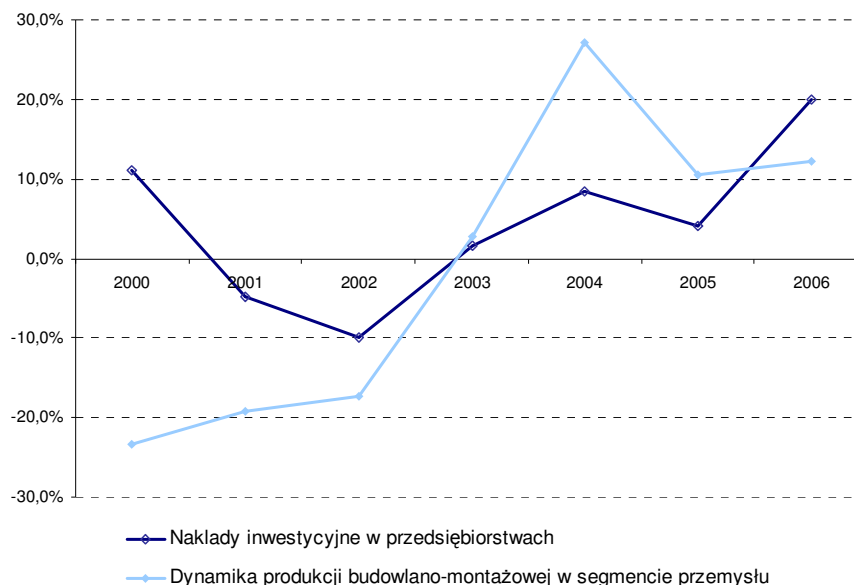
## Budownictwo przemysłowe

### Sytuacja przedsiębiorstw

Budownictwo przemysłowe jest w bardzo dużym stopniu powiązane z tempem wzrostu gospodarczego. W niekorzystnych warunkach makroekonomicznych, wyniki firm pogarszają się, naturalną konsekwencją jest redukcja wydatków inwestycyjnych oraz marketingowych. W efekcie, przekłada się to na dekonunkturę w segmencie. Równocześnie, najczęściej szczyt wydatków inwestycyjnych ma miejsce pod koniec szczytu dobrej koniunktury, gdyż właśnie wtedy zazwyczaj wyczerpują się wolne moce produkcyjne przedsiębiorstw. Spodziewamy się, że spadek PKB w 2009 roku do 2,8% (prognoza NBP) spowoduje redukcję wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw o około kilka procent, przy czym spadek w zakresie produkcji budowlano - montażowej w segmencie będzie większy, co znajduje potwierdzenie w danych historycznych. Zmniejszone inwestycje firm spowodowane będą spadkiem popytu za granicą na produkty polskich eksporterów (spadek zapotrzebowania na nowe moce produkcyjne) oraz

sytuacją na rynkach finansowych (firmy nie będą skłonne podejmować ryzyka zaciągania kolejnych kredytów na cele inwestycyjne).

### Dynamika nakładów firm a produkcji budowlana w segmencie przemysłowym

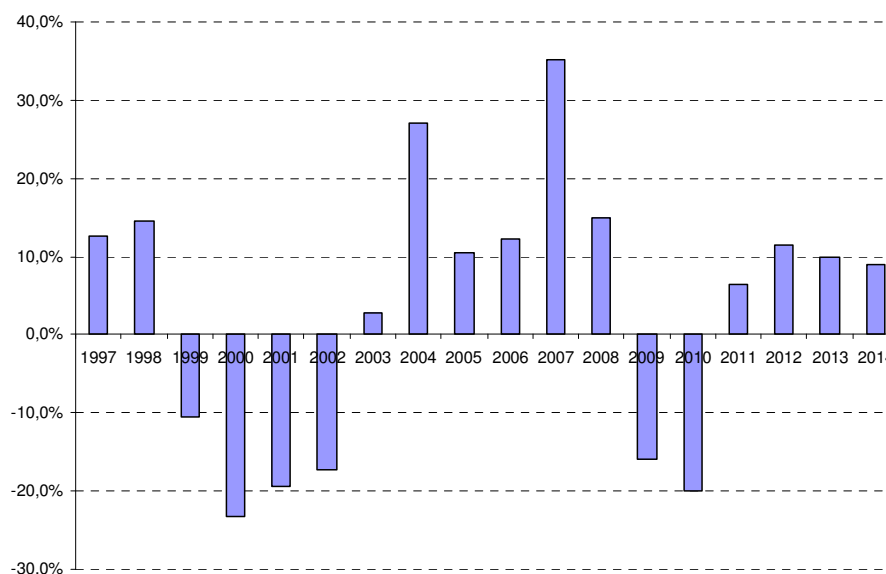


Źródło: DI BRE Banku S.A., GUS

### Zagraniczne inwestycje bezpośrednie

Zgodnie z szacunkami NBP, międzynarodowe koncerny zmniejszyły inwestycje w Polsce w okresie od stycznia do sierpnia 2008 roku do 30 mld PLN, w porównaniu do 37,5 mld PLN w roku ubiegłym. Naturalnie, część tego spadku zawdzięczana jest zmianom kursów walutowych. Przedstawiciel agencji szacuje jednak, że w 2008 roku łącznie inwestycje zagraniczne wyniosą 10-12 mld EUR, w porównaniu do 13,7 mld EUR w roku 2007 i 15,2 mld EUR w roku 2006. Spodziewamy się, że tendencja spadkowa w zakresie zagranicznych inwestycji bezpośrednich zostanie utrzymana w kolejnych dwóch latach. Niższe inwestycje bezpośrednie będą wynikały z gorszej sytuacji finansowej zagranicznych koncernów planujących rozwój działalności w Polsce.

### Dynamika produkcji budowlano - montażowej, obiekty przemysłowe, 1997-2014



Źródło: DI BRE Banku S.A., na podstawie publikacji GUS „Budownictwo – wyniki działalności w ... r.”

### **Dynamika wartości produkcji w segmencie, 2008 - 2011**

Z uwagi na krótki czas realizacji większości obiektów z dziedziny przemysłu ogólnego (hale przemysłowe, magazyny), reakcja produkcji budowlano-montażowej na pogorszenie koniunktury powinna pojawić się stosunkowo wcześniej. Przewidujemy, że już w 2009 roku produkcja budowlano - montażowa w segmencie spadnie o 16%, w roku kolejnym zaś przewidujemy spadek o 20%. Z uwagi na zakładaną przez nas poprawę koniunktury, już od 2011 roku zakładamy powrót do tendencji wzrostowej w segmencie. Spodziewamy się, że duży wzrost konkurencji w zakresie budownictwa dla przemysłu ogólnego będzie już miał miejsce w roku kolejnym. Przewidujemy, że marże brutto na sprzedaży w przypadku nowych kontraktów spadną w 2009 roku do 6,0%, w 2010 roku zaś do 5,2%. W kolejnych latach przewidujemy poprawę marż.

## **Budownictwo publiczne**

### **Charakterystyka sektora w czasie dekonunktury w budownictwie**

Popyt na usługi budownictwa w sektorze publicznym nie jest w istotnym stopniu uzależniony od koniunktury gospodarczej. W okresie dekonunktury w budownictwie kubaturowym, budownictwo publiczne gwarantuje bezpieczeństwo płatności, w efekcie jest uważane przez firmy budowlane za wysoce atrakcyjne. Niestety, wyższe bezpieczeństwo często oznacza niższe marże, z powodu większej konkurencji. Spodziewamy się, że już w 2009 roku wzrośnie konkurencja w zakresie obiektów publicznych, a co za tym spadną możliwe do wygenerowania marże. Podobnie jak w przypadku pozostałych działów budownictwa kubaturowego, im wyższe skomplikowanie obiektu i wymagania odnośnie referencji, tym mniejsza powinna być konkurencja i lepsze marże.

### **Kontrakty na budowę stadionów i metra**

Kontrakty na budowę stadionów i metra wymagają przedstawienia stosownych referencji, a także dużego potencjału wykonawczego. Sądzymy, że rentowność możliwa do uzyskania przy realizacji kontraktów „stadionowych” (Euro 2012) może być zróżnicowana. Przykładowo, kontrakt na budowę stadionu we Wrocławiu prawdopodobnie pozwoli na wygenerowanie wysokiej rentowności (tylko trzy konsorcja dopuszczone do przetargu), niższa zaś rentowność będzie możliwa do uzyskania w wyniku realizacji budowy Baltic Arena w Gdańsku (więcej firm dopuszczonych do złożenia oferty, jedynym kryterium zwycięstwa jest cena). Sądzymy, że rentowność brutto kontraktów stadionowych może wahać się od 7 do 15% brutto. Uważamy, że korzystny z punktu widzenia przyszłych przychodów i zysków może być także kontrakt na budowę 2-jej linii warszawskiego metra. Biorąc pod uwagę skomplikowanie projektu oraz małą liczbę firm będących w stanie wykonać przewidziane roboty, rentowność kontraktu również powinna być wysoka (10 - 18% brutto).

### **Dynamika wartości produkcji w segmencie, 2008-2011**

Przewidujemy, że wartość produkcji budowlano - montażowej w segmencie będzie w długim terminie rosła w tempie 3-4% rocznie. Sądzymy, że rentowność nowych kontraktów w segmencie spadnie nawet bardziej niż w segmencie mieszkaniowym (do około 5,0% w 2010 roku), przy czym spadek ten w znacznie mniejszym stopniu będzie dotyczył inwestycji dużych i specjalistycznych (metro, stadiony).

## **Budownictwo kubaturowe: podsumowanie**

### **Dylemat: czy wybrać wyższe przychody, czy wyższą rentowność**

Działalność budowlana zawsze wiąże się z dylematem, czy wybrać wyższą dynamikę przychodów, czy wyższą rentowność. W przypadku pogorszenia koniunktury gospodarczej pojawia się ryzyko, że wartość kontraktów możliwych do pozyskania w przyszłości może być niższa niż kontraktów dostępnych obecnie. W efekcie, niektóre firmy zdecydują się na redukcję cen, przewidując, że bardziej korzystne jest pozyskanie kontraktów po niższej cenie, niż zwlekanie i narażanie się na ryzyko braku wystarczających przychodów w przyszłych okresach.

### **Perspektywa na najbliższe lata**

Przewidujemy, że warunki działalności w zakresie budownictwa kubaturowego pogorszą się w kolejnych dwóch latach. Przewidujemy, że spadnie wartość produkcji budowlano - montażowej w segmencie kubaturowym, zaostrzy się także konkurencja pomiędzy firmami budowlanymi. Najprawdopodobniej dojdzie też do wzrostu konkurencji w zakresie obiektów publicznych oraz specjalistycznych, ze względu na duże bezpieczeństwo płatności. Najbardziej zagrożony spadkiem marż i wartości możliwych do pozyskania kontraktów wydaje się być segment budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego. Istotne zagrożenie spadku rentowności dostrzegamy też w przypadku budynków i innych obiektów publicznych o niskim i średnim

stopniu skomplikowania. W zakresie obiektów handlowych również przewidujemy korektę rentowności w dół, pomimo to, rentowność w segmentach powinna być w kontekście budownictwa kubaturowego ponadprzeciętna.

### Wpływ pogorszenia koniunktury na wyniki spółek w segmencie

Sądzimy, że spowolnienie gospodarcze może mieć wpływ na wyniki dużych spółek budowlanych działających w segmencie budownictwa kubaturowego dopiero w 2010. Wysoka rentowność w 2009 roku będzie możliwa do wygenerowania ze względu na zdobyty w latach dobrej koniunktury portfel zamówień, a także możliwą do uzyskania redukcję kosztów. Szansa na redukcję kosztów wynika ze spadku cen materiałów budowlanych oraz usług podwykonawczych. Efekt ten naszym zdaniem będzie najprawdopodobniej dotyczył jedynie starych kontraktów budowlanych. Pod względem ilościowym jest on praktycznie niemożliwy do oszacowania.

### Budownictwo kubaturowe, struktura wartości produkcji, lata 2007-2010P

	2007	2008P	2009P	2010P
Budownictwo mieszkaniowe	35,6%	36,7%	32,6%	28,2%
Budownictwo biurowe	7,4%	7,4%	8,6%	8,9%
Budownictwo handlowe	13,5%	12,7%	14,7%	17,1%
Budownictwo komercyjne pozostałe	2,6%	2,6%	3,0%	3,3%
Budownictwo przemysłowe	25,7%	26,5%	24,7%	22,7%
Budownictwo publiczne	11,1%	10,3%	11,8%	14,3%
Pozostałe	4,0%	3,9%	4,5%	5,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Segmenty działalności: budownictwo infrastrukturalne

### Budownictwo drogowe

#### Rewizja prognoz w segmencie drogowym

Inwestycje drogowe w zasadzie są niezależne od kształtowania się koniunktury gospodarczej. Z uwagi na liczne opóźnienia, które zauważyliśmy po porównaniu publikacji GDDKiA „Program Budowy Dróg Krajowych na Lata 2008 - 2012” z października oraz z czerwca, wprowadziliśmy modyfikacje do naszych założeń dotyczących ścieżki wzrostu budownictwa drogowego w Polsce. Zakładamy, że w 2010 roku najprawdopodobniej nie będzie dużego boomu drogowego, natomiast inwestycje będą rozłożone w czasie, a plan zostanie zrealizowany z minimum rocznym opóźnieniem. Przewidujemy, że dynamiki produkcji budowlano-montażowej w segmencie budownictwa drogowego wyniosą 22% w 2009 roku, 19% w 2010 roku, 14% w 2011 roku, 8% w 2012 roku. Paradoksalnie, naszym zdaniem taka sytuacja jest wysoce korzystna dla firm działających w segmencie. Brak nagłego wzrostu wydatków w zakresie budownictwa drogowego oznacza, że najprawdopodobniej nie będzie miała miejsca sytuacja, w której zabraknie w kraju wykonawców. W efekcie, wejście nowych graczy na rynek raczej nie powinno mieć miejsca, firmy obecne na rynku zaś będą miały możliwość stabilnego zwiększania przychodów przy stałych i korzystnych marżach.

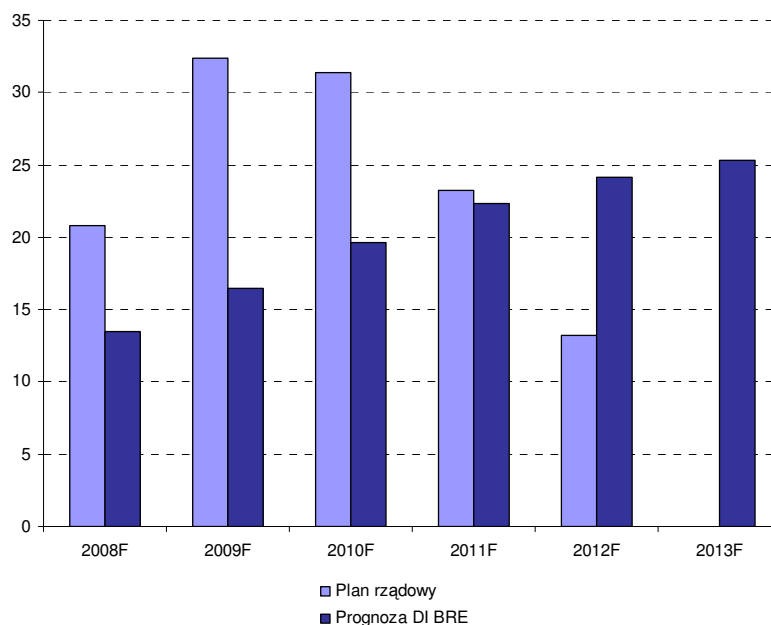
#### Struktura konkurencyjna rynku

Wyniki dużych spółek zajmujących się budownictwem drogowym nie były w przeszłości atrakcyjne, co związane było z dużą dynamiką wzrostu kosztów przy stałych cenach kontraktowych. Wysoki był także poziom konkurencji, co znajdowało odzwierciedlenie na przykład w powszechnie zgłaszanych protestach. Sądzimy, że kolejne lata przyniosą spadek tak dynamiki kosztów, jak i poziomu konkurencji w zakresie budownictwa drogowego. Przykładowo, Strabag ciągle wykorzystuje w Polsce jedynie 50% mocy produkcyjnych w segmencie drogowym, w latach kolejnych jednak, ze względu na zdobyte kontrakty, wykorzystanie to może wzrosnąć nawet do 75% w 2009 roku i blisko 100% w 2010 roku. Warto zauważyć, że spółka ta, wskutek zdobycia dużego portfela zamówień, nie zdecydowała się na wniesienie protestu w zakresie budowy, projektowania i operatorstwa odcinka autostrady Stryków-Pyrzowice (negocjacje toczą się obecnie jedynie z konsorcjum Budimexu, Ferrovialu i Cintry).

#### Kontrakty PPP jako szansa na duże zwiększenie przychodów

Postrzegamy kontrakty na budowę odcinków autostrad na zasadzie PPP jako dużą szansę na zwiększenie przychodów wybranych spółek budowlanych. Kontrakty takie, w zakresie prac budowlanych, realizują Skanska i Strabag, ze spółek giełdowych najprawdopodobniej przynajmniej jeden taki kontrakt zdobędzie Budimex.

### Produkcja budowlano - montażowa w segmencie drogowym, lata 2008 - 2013



Źródło: Program Budowy Dróg na lata 2008-2012, DI BRE Banku S.A.

#### Sytuacja w przypadku dróg lokalnych

Wyniki wielu spółek zajmujących się budową dróg lokalnych generalnie były lepsze niż wyniki dużych firm, ze względu na krótsze kontrakty, niższą konkurencję na rynkach lokalnych oraz niższy poziom kosztów stałych. W 2008 roku zauważalny był efekt rywalizacji dużych graczy o niewielkie kontrakty drogowe. Zjawisko to powinno zaniknąć, ze względu na oczekiwane pojawienie się dużej ilości kontraktów na budowę autostrad, dróg szybkiego ruchu oraz obwodnic.

### Budownictwo kolejowe

#### Wzrost wydatków na koleje i tramwaje

Nie wprowadzamy istotnych modyfikacji do naszej prognozy wydatków inwestycyjnych w zakresie budownictwa kolejowego. Nadal sądzimy, że wydatki PKP PLK będą wykazywały tendencję wzrostową, jednak ze względu na przewidywane opóźnienia wzrosty te będą niższe niż zakłada strategia rządowa. Wydatki w sektorze będą rozłożone w czasie. Równocześnie, spodziewamy się wzrostu nakładów na budownictwo tramwajowe w kolejnych latach, co związane jest z pojawieniem się środków unijnych oraz pogarszającymi się warunkami transportu drogowego w największych miastach Polski. Tak inwestycje kolejowe, jak i tramwajowe, są w zasadzie niezależne od kształtowania się koniunktury gospodarczej.

#### Prognoza nakładów inwestycyjnych PKP PLK w latach 2008-2017

	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Planowane wydatki	2979	3791	4680	6140	7585	8359	8736	8200	7700	7350	7400
Wykorzystanie	82,1%	78,0%	74,0%	66,0%	62,0%	64,0%	67,0%	75,0%	83,0%	89,0%	90,2%
Prognozowane wydatki	2447	2957	3463	4052	4703	5350	5853	6150	6391	6542	6675
Stopa wzrostu	77,8%	20,9%	17,1%	17,0%	16,0%	13,8%	9,4%	5,1%	3,9%	2,4%	2,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

#### Struktura konkurencyjna rynku

Sądzimy, że konkurencją na rynku budownictwa kolejowego nadal będzie ograniczona. Związane jest to z czynnikami takimi jak dostępność doświadczonej i posiadającej stosowne uprawnienia kadry (tak po stronie PKP PLK, jak i biur projektowych, a także wykonawców prac budowlanych) oraz przeregulowanie sektora. Z punktu widzenia polskich firm budowlanych, które chciałyby zaistnieć na rynku, barierą są wymagania techniczne (maszyny) i ludzkie. Z punktu widzenia firm zagranicznych, główną barierą jest brak doświadczonych i dysponujących odpowiednimi kwalifikacjami fachowców. Uważamy, że konkurencja na rynku budownictwa kolejowego pozostanie ograniczona, marże zaś będą rosły, o ile nie dojdzie do aktywnego wejścia zagranicznego wykonawcy kolejowego na rynek na bazie przejęcia polskiej firmy wykonawczej. Mogłoby to się dokonać na podstawie przejęcia na przykład PRK Kraków. Firma

zagraniczna byłaby w stanie połączyć przewagę wynikającą z posiadanego parku maszynowego z doświadczeniem polskich inżynierów i w ten sposób uzyskać przewagę kosztową. Polskie firmy działające w sektorze świadome są takiego ryzyka, mogą mu przeciwdziałać rezygnując ze współpracy z firmami zagranicznymi oraz samemu dokonując przejęcia podmiotów będących na sprzedaż.

## Segmenty działalności: budownictwo specjalistyczne

### Budownictwo petrochemiczne

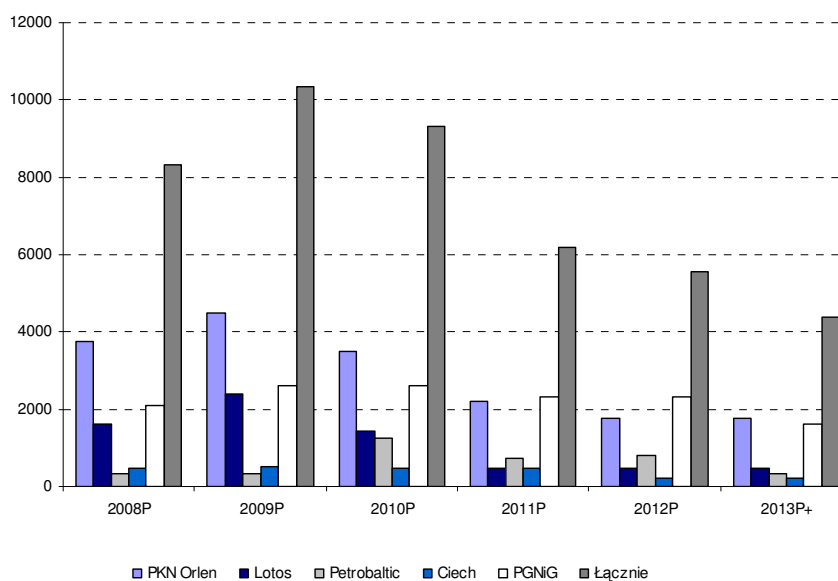
#### Oczekiwany szczyt wydatków inwestycyjnych w petrochemii

Szczyt wydatków inwestycyjnych polskich rafinerii przypada na rok 2009. W latach kolejnych wydatki będą wygaszane, ze względu na zakończenie realizacji wieloletnich planów inwestycyjnych. W 2009 roku wartość łącznych nakładów inwestycyjnych PKN Orlen i Lotos powinna wzrosnąć o 26,2%, w 2010 roku zaś spodziewamy się spadku o 15%, w 2011 roku zaś o 45%. Z uwagi na sytuację na rynkach finansowych nie można wykluczyć przesunięcia części nakładów inwestycyjnych w rafinerii w Możejkach na lata kolejne.

#### Szansa na reorientację w zakresie przemysłu i energetyki

Spodziewamy się, że część wykonawców specjalizujących się w pracach dla polskiej petrochemii z powodzeniem znajdzie zatrudnienie w budownictwie przemysłowym i energetycznym. Przykładowe prace możliwe do realizacji to na przykład montaż konstrukcji stalowych czy rurociągów. Pojawienie się nowych mocy wytwórczych może wpłynąć na wzrost konkurencji w zakresie budownictwa przemysłowego oraz energetycznego (przy czym nie dotyczy to bardziej skomplikowanych prac, na przykład montażu kotłów czy turbin).

#### Wydatki inwestycyjne polskich firm z branży chemicznej (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Budownictwo gazowe i pozostałe chemiczne

#### Dwie duże inwestycje, a następnie stabilizacja

PGNiG obecnie prowadzi dwie bardzo duże inwestycje (kopalnia LMG, magazyn gazu w Wierchowicach). Spodziewamy się, że poziom inwestycji spółki pozostanie w przyszłości stabilny, PBG zaś aby kontynuować wzrost przychodów w latach 2011-... będzie musiał sięgnąć po kontrakty od prywatnych firm rozpoczynających działalność na rynku gazu ziemnego albo po zlecenia eksportowe.

#### Inwestycje OLPP

OLPP planuje systematycznie zwiększać swoje pojemności magazynowe. Są plany budowy zbiorników o pojemności 244 tys. m<sup>3</sup> (koszt to około 150 mln PLN). W perspektywie 5 - 6 lat

OLPP planuje także budowę zbiorników w kawernach solnych, co kosztować może kilkaset mln PLN, przyszłość projektu jest jednak niepewna.

## Budownictwo energetyczne

### Budowa nowych bloków energetycznych

Przewidujemy, że budowa pierwszych nowych bloków najprawdopodobniej rozpocznie się w 2011 roku. Naszym zdaniem prace budowlane w 2011 roku mogą rozpocząć się w przypadku nowych bloków na warszawskich Siekierkach (Vattenfall, 460 MW), w Rybniku (EdF, 700-900 MW) oraz w Kozienicach (Enea, 1000 MW). Koszt budowy 1 MW to około 1,5 - 2 mln EUR. Nie można wykluczyć, że część tych inwestycji zostanie przesunięta na lata kolejne. Przewidujemy, że w latach 2012 - 2015 każdego roku będzie rozpoczynana budowa bloków energetycznych o mocy minimum 1000 MW. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko opóźnień realizacji planów inwestycyjnych, wynikające z długich procedur administracyjnych oraz niekorzystnej sytuacji na rynkach finansowych (konieczne będzie sfinansowanie znacznej części planowanych inwestycji kredytem).

### Kto może być wykonawcą nowych bloków energetycznych?

Tak Rafako, jak i Polimex Mostostal mają ambicję być generalnym wykonawcą nowych bloków energetycznych. Żadna z firm nie pełniła takiej roli w przeszłości. Ani Rafako, ani Polimex Mostostal nie są w stanie zapewnić realizacji wszystkich prac we własnym zakresie. Rafako z powodzeniem może dostarczyć kocioł, nie dysponuje jednak mocami wykonawczymi. Polimex Mostostal dysponuje mocami wykonawczymi, nie jest jednak w stanie wyprodukować dużych kotłów energetycznych. Żadna z firm nie jest w stanie wyprodukować turbin, turbiny dostarczają w Europie dwaj główni producenci (Alstom i Siemens). Trudno sobie wyobrazić konsorcjum wykonawcze bez udziału tych firm. Sądzymy, że budowę nowych bloków może zająć się tak Polimex Mostostal, jak i Rafako, przy udziale partnera zagranicznego. Mniejsze firmy, takie jak Remak, Energomontaż Północ, czy Energomontaż Południe, najprawdopodobniej będą pełniły zadania podwykonawcze. Inne firmy, specjalizujące się w budownictwie przemysłowym, czy montażu konstrukcji stalowych, prawdopodobnie też wezmą udział w pracach budowlanych na zasadzie podwykonawstwa. Nie można wykluczyć też modelu wykonawstwa zastosowanego w przypadku budowy Elektrowni Łagisza: brak generalnego wykonawcy, lecz podział inwestycji na kilka części i realizacja prac pod nadzorem pracowników inwestora.

### Dynamika inwestycji w segmencie

Przewidujemy, że dynamiki produkcji budowlano - montażowej w segmencie budownictwa energetycznego będą bardzo wysokie, co związane jest z dużą skalą planowanych inwestycji, a także niską bazą porównawczą. Przewidujemy, że wzrost wartości prac w segmencie będzie oscylował w granicach 5% w 2009 i 2010 roku, w 2011 roku zaś wyniesie 14%. W 2012 roku spodziewamy się wzrostu o 30%, dwucyfrowy wzrost prognozujemy też w trzech kolejnych latach. Jeśli chodzi o marże możliwe do zrealizowania w segmencie, to uzależniamy ich wysokość od rodzaju świadczonych usług. Uważamy, że najwyższe marże będą gwarantowały usługi specjalistyczne, takie jak produkcja kotła energetycznego, montaż kotła i montaż turbiny. Przeciwną dla sektora przemysłowego rentowność powinny zaś oferować prace pozostałe, takie jak na przykład montaż rurociągów czy konstrukcji stalowych.

## Specjalistyczne budownictwo ekologiczne

### Ryzyko wzrostu konkurencji

Sądzymy, że podobnie jak w segmencie publicznym, istnieje możliwość wzrostu konkurencji w segmencie ekologicznym. Sądzymy, że w dziedzinie budownictwa ekologicznego swą aktywność mogą zwiększyć głównie spółki zajmujące się budownictwem przemysłowym. Ryzyko to w największym stopniu dotyczy prostych prac i robót o stosunkowo niskiej wartości (poniżej 50 mln EUR). W efekcie, najprawdopodobniej największy wzrost konkurencji będzie miał miejsce w zakresie niewielkich kontraktów na budowę kanalizacji i jej elementów. Stosunkowo mniejszy, choć ciągle zauważalny powinien być wzrost konkurencji w przypadku kontraktów na budowę oczyszczalni ścieków, spalarni śmieci oraz kompleksowych systemów kanalizacyjnych. Duże i skomplikowane kontrakty nie wiążą się jedynie z ograniczeniami technicznymi, ale i finansowymi (dodatni przepływ finansowy pojawia się w przypadku takich kontraktów najczęściej dopiero w drugim roku realizacji prac).

### Usługi specjalistyczne: wzrost przy ograniczonej konkurencji

W budownictwie ekologicznym należy wyróżnić usługi proste (na przykład budowa kanalizacji) oraz specjalistyczne. Do tych ostatnich zaliczają się m.in. usługi bezwykopowej renowacji wodociągów, gazociągów i kanałów, świadczone m.in. przez firmy Infra i Wiertmar z Grupy

PBG. Konkurencja rynkowa w zakresie usług specjalistycznych jest ograniczona. Sądzymy, że specjalistyczne budownictwo ekologiczne w znacznie mniejszym stopniu narażone jest na ryzyko wzrostu konkurencji. Przewidujemy, że wzrosty przychodów w segmencie będą podobne do wzrostów w całym segmencie budownictwa ekologicznego.

### Szansa na kontrakty hydrotechniczne

W roku kolejnym możliwe jest ogłoszenie kilku przetargów hydrotechnicznych, m.in na budowę stopnia wodnego we Włocławku, zabezpieczenie przeciwpowodziowe Żuław i budowę zbiornika przeciwpowodziowego Racibórz. Konkurencja w zakresie takich obiektów również jest ograniczona, gdyż referencjami w zakresie takich prac może poszczycić się w zasadzie jedynie grupa kapitałowa PBG. Pomimo realnej szansy na udział innych podmiotów w przetargach, na zasadzie konsorcjum z podmiotem zagranicznym dysponującym stosownymi referencjami uważamy, że rentowność w zakresie budownictwa hydrotechnicznego również powinna być wysoka (10 - 15% brutto).

### Dynamika wartości produkcji w segmencie, 2008-2011

Nie zmieniamy naszej prognozy dotyczącej dynamiki wzrostu przychodów w segmencie. Sądzymy, że sektor budownictwa ekologicznego jest w umiarkowanym stopniu uniezależniony od wahań koniunktury. Ze względu na ryzyko wzrostu konkurencji sądzymy, że rentowność brutto nowych kontraktów w zakresie obiektów nieskomplikowanych może spaść w 2010 do 7%, rentowność obiektów specjalistycznych zaś pozostanie w miarę stabilna, z lekką tendencją spadkową (dojrzewanie rynku).

## Segmenty działalności: wybrane materiały budowlane

### Konstrukcje stalowe

#### Popyt na konstrukcje stalowe

Zgodnie z danymi opublikowanymi w Branżowym Informatorze Gospodarczym 2007, wydawanym przez Polską Izbę Konstrukcji Stalowych, średnio 20% konstrukcji stalowych wykorzystywanych jest w budownictwie infrastrukturalnym, 40% w budownictwie przemysłowym, 33% w budownictwie niemieszkaniowym, 4% zaś w budownictwie mieszkaniowym. Sądzymy, że spowolnienie gospodarek krajów rozwiniętych może wpłynąć na spadek wartości nowych inwestycji w sektorze budownictwa przemysłowego, mieszkaniowego i nie mieszkaniowego na świecie, a w efekcie na spadek popytu na konstrukcje stalowe. Efekt ten ma szansę być mniej widoczny w Polsce, ze względu na przewidywany wzrost popytu ze strony sektora infrastrukturalnego.

#### Historyczne ceny stali, CRUSPI Global Index, 1997-2008



Źródło: CRUSPI

#### Spadek cen stali przełoży się na spadek przychodów

Biorąc pod uwagę scenariusz spadku popytu na stal, prawdopodobne jest, że wartość indeksu cen stali CRUSPI Global Index spadnie do poziomu równego 150, co oznaczałoby spadek cen

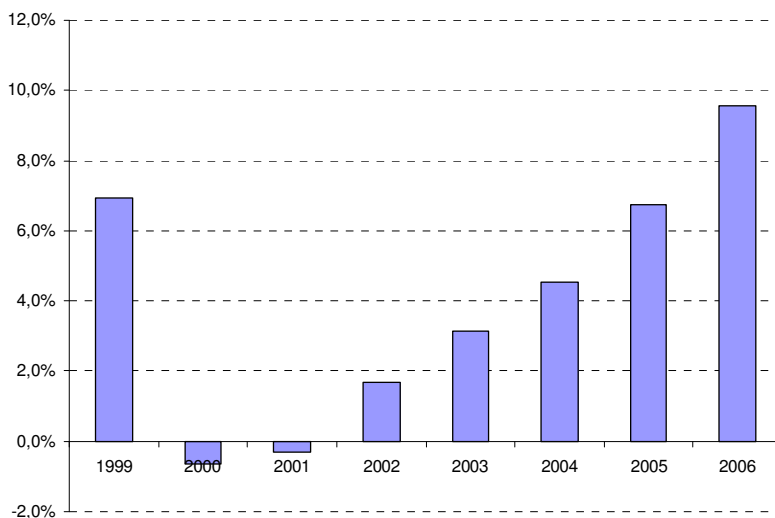


stali od poziomu z października 2008 o 37,6%. Udział kosztów stali w koszcie wytworzenia konstrukcji stalowych sięga 55%, w efekcie spadek kosztów stali może przełożyć się na redukcję przychodów o około 20%.

### Przewidywana sytuacja rynkowa

W latach 2000-2001 rentowność EBIT wybranych polskich producentów konstrukcji stalowych była nieznacznie niższa od zera. Równocześnie, miał miejsce spadek przychodów. Sądzymy, że w 2009 roku wartość produkcji konstrukcji stalowych może spaść o 21,1%, przy tym z tego około 20% będzie spowodowane przewidywaną obniżką cen stali (brak spadku po stronie popytu). W 2010 roku wartość produkcji konstrukcji stalowych spadnie naszym zdaniem o 5,4% (zakładamy stałe ceny stali w 2010 roku, efekt ma więc charakter czysto popytowy). Od 2011 roku spodziewamy się powrotu do tendencji wzrostowej. W zakresie prognozowanej rentowności, przewidujemy, że tak drastyczny spadek rentowności jak w latach 2000-2001 nie będzie już miał miejsca. Jest to związane z przewidywaną koniunkturą w budownictwie (wzrost wydatków w dziedzinie infrastruktury pomimo przewidywanego schłodzenia gospodarki). Przewidujemy, że marże brutto na sprzedaży spadną w 2009 roku do 12%, w 2010 roku zaś do 8%. Wzrost marż może naszym zdaniem nastąpić już w 2011 roku. Kontrakty w zakresie produkcji konstrukcji stalowych podpisywane są zazwyczaj z niewielkim wyprzedzeniem, ich realizacja zaś nie trwa krótko, w efekcie wpływ zmian koniunktury na wyniki pojawia się stosunkowo wcześniej.

### Marża EBIT polskich producentów konstrukcji stalowych i wyrobów pokrewnych, 1999 - 2006 (%)



Źródło: Monitor Polski B, na podstawie wyników spółek: Stalprodukt, Huta Pokój, Mostostal Kraków, Zeman HDF, PPH Transsystem, Mostostal Słupca, Greschbach-Zeman-Pokój, StalFa, Wytwórca Konstrukcji Stalowych Mostostal Chojnice, HMS, Mostostal Kielce, Stabar, Trasko-Stal, Zakład Konstrukcji Spawanych Ferrum

## Dzierżawa szalunków i rusztowań

### Wojna cenowa na rynku szalunków

Na początku 2008 roku rozpoczęła się wojna cenowa na rynku dzierżawy szalunków. Trend doprowadził do spadku średnich cen dzierżawy przynajmniej o kilkanaście procent. Powodem pogorszenia się sytuacji konkurencyjnej było pojawienie się na rynku nowych firm, oferujących proste szalunki, wykorzystywane w budownictwie mieszkaniowym, po bardzo korzystnych cenach. Równocześnie, prawdopodobny wzrost produkcji budowlano - montażowej w 2008 roku okazał się niższy niż prognozowane jeszcze na początku roku 30%. Doprowadziło to do tego, że dzierżawcy szalunków na rynku polskim poczynili nadmierne inwestycje i na rynku pojawił się nadmiar majątku dostępnego do wynajmu.

### Popyt na szalunki

Szalunki wykorzystywane są głównie w budownictwie kubaturowym. Są różne typy szalunków, bardziej i mniej skomplikowane. Spadek produkcji budowlano - montażowej w zakresie budownictwa mieszkaniowego może mieć wpływ na dalszy spadek cen dzierżawy mniej specjalistycznego sprzętu, jak i spadek jego wykorzystania (spadek popytu). Nie przewidujemy, aby podobny efekt mógł mieć miejsce w przypadku sprzętu specjalistycznego, wykorzystywanego m.in. w budownictwie drogowym (mosty, wiadukty, tunele). Spowodowane



jest to stosunkowo większą stabilnością popytu oraz ograniczoną konkurencją (specjalistycznym sprzętem i możliwością jego obsługi dysponuje w zasadzie jedynie Peri i Ulma). Wzrost wartości rozpoczynanych nowych inwestycji drogowych może mieć pozytywny wpływ na wyniki tych spółek.

#### **Przewidywana sytuacja rynkowa**

Przewidujemy, że w najbliższej przyszłości poprawa wyników wybranych dzierżawców szalunków (Ulma, Peri) możliwa będzie dzięki wzrostowi stopnia wykorzystania majątku. Nie przewidujemy wzrostu stawek dzierżawy szalunków w przeciągu najbliższego roku. Sądzymy, że stawki dzierżawy mogą spadać w zakresie mniej skomplikowanych szalunków, natomiast w przypadku bardziej skomplikowanego sprzętu najprawdopodobniej pozostaną stabilne. Szansy na wzrost cen dzierżawy dopatrujemy się w 2011 roku, wraz z poprawą koniunktury w budownictwie kubaturowym.

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu


**Sektor budownictwa**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>63,00 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>80,00 PLN</b>
Kapitalizacja	1,66 mld PLN
Free float	0,44 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,71 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

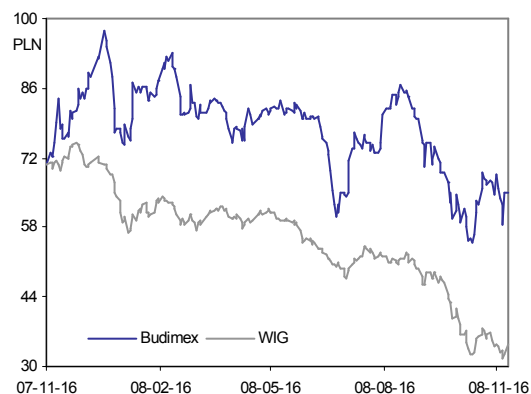
Ferrovial Agroman	59,06%
BZ WBK AIB Asset Management	14,23%
Pozostali	26,71%

**Strategia dotycząca sektora**

Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego w tym: drogowego, kolejowego i ochrony środowiska, a także budownictwa chemicznego (cykl inwestycyjny) oraz energetycznego (szansa na znaczny wzrost nakładów inwestycyjnych od 2011 r.). Neutralnie oceniamy perspektywy budownictwa komercyjnego, natomiast najwięcej ryzyko dostrzegamy w segmencie budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego, a także produkcji materiałów budowlanych.

**Profil spółki**

Budimex świadczy usługi budowlane, specjalizując się w budownictwie drogowym i kubaturowym (budynki mieszkalne, biurowe, usługowe, użyteczności publicznej). Jest generalnym wykonawcą dużych inwestycji infrastrukturalnych, użyteczności publicznej i innych. Aktywnie działa na rynku deweloperskim.

**Kurs akcji Budimexu na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Budimex

BDX.WA; BDX.PW

## Kupuj

(Niezmieniona)

## Dobre wyniki i atrakcyjne perspektywy

Wyniki Budimexu za Q3`08 są naszym zdaniem bardzo dobre. Sądzymy, że spółka w 2008 roku będzie w stanie osiągnąć prawie 100 mln PLN zysku netto. Dobre wyniki najprawdopodobniej będą generowane również w 2009 roku. Szacujemy, że z 3,79 mld PLN przychodów prognozowanych na rok 2009, nawet 80 - 85% jest pokryte do tej pory pozyskanym portfelem zamówień. Nasze obawy dotyczą wyników roku 2010, które będą opierały się na backlogu budowanym w słabym 2009 roku. Mimo niekorzystnych warunków makro, naszym zdaniem dzięki przewidywanej realizacji kontraktów PPP, w 2010 roku Budimex pokaże dodatnią dynamikę zysku. W nowym modelu wyceny uwzględniamy scenariusz spadku wartości produkcji budowlano - montażowej w segmencie budownictwa mieszkaniowego, przemysłowego i komercyjnego (od 2010 roku) i związanego z tym wzrostu konkurencji wśród generalnych wykonawców. Rekomendujemy kupno akcji Budimexu, wyznaczając cenę docelową na 80,0 PLN.

**Wyniki Q3`08**

Przychody Budimexu w Q3`08 wyniosły 964,9 mln PLN, czyli o około 8,6% więcej niż w roku ubiegłym i o 2% więcej niż konsensus rynkowy. Marża zysku operacyjnego ukształtowała się na poziomie 3,6%, w porównaniu do 3,5% w pierwszym półroczu i 1% w roku ubiegłym (konsensus prognoz: 3,4%). Zysk netto w Q3`08 wyniósł 27,2 mln PLN (marża: 2,8%), w porównaniu do 45,9 mln PLN w pierwszym półroczu (marża: 3,1%) oraz 1,4 mln PLN w roku ubiegłym (marża: 0,2%). Konsensus prognoz zakładał wygenerowanie 25,9 mln PLN zysku netto (marża: 2,8%).

**Atrakcyjne segmenty działalności**

W 2008 roku około 40% przychodów spółki generowanych jest z segmentów nie zagrożonych pogorszeniem koniunktury (budownictwo drogowe i ekologiczne). W 2010 roku, wraz z realizacją przynajmniej jednego kontraktu drogowego na zasadzie PPP, naszym zdaniem odsetek przychodów pochodzących z niekoniunkturalnych segmentów wzrośnie do 65%. Efekt ten powinien być bardziej widoczny w przypadku udziału poszczególnych segmentów w marży brutto generowanej przez Budimex. Prognozujemy, że udział segmentu drogowego i ekologicznego w marży brutto na sprzedaży wyniesie w 2009 roku 53,5%, w 2010 roku zaś aż 75,5%.

**Wpływ sytuacji na rynkach finansowych na budownictwo drogowe**

Sytuacja na rynkach finansowych ma dwuznaczne przełożenie na perspektywy spółki. Po pierwsze, może utrudnić finansowanie kontraktów PPP (finansowanie połowy wydatków zapowiedział już EBI). Po drugie, gorsza koniunktura gospodarcza wywiera pozytywny wpływ, w postaci spadku dynamiki wzrostu płac oraz korekty cen materiałów i usług podwykonawczych.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	3043,2	3075,9	3357,1	3834,9	4845,4
EBITDA	31,1	51,7	137,9	141,3	158,8
marża EBITDA	1,0%	1,7%	4,1%	3,7%	3,3%
EBIT	9,9	28,0	118,8	121,7	138,8
Zysk netto	3,9	15,1	99,2	109,8	129,2
P/E	411,0	106,2	16,1	14,6	12,3
P/CE	63,8	41,4	13,5	12,3	10,7
P/BV	3,1	3,0	2,6	2,4	2,2
EV/EBITDA	43,3	26,4	9,9	9,7	8,6
DYield	0,0%	0,0%	1,5%	3,4%	4,0%

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu


**Sektor budownictwa**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>160,00 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>225,90 PLN</b>
Kapitalizacja	0,76 mld PLN
Free float	0,32 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,67 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

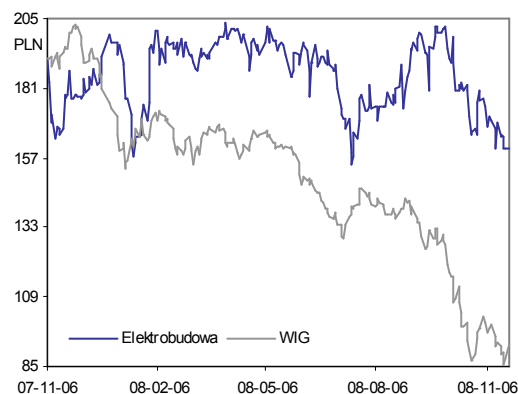
ING TFI	4.70%
ING OFE	15.92%
Commercial Union OFE BPH CU WBK	11.38%
AIG OFE	7.60%
OFE PZU Złota Jesień	7.47%
Legg Mason Zarządzanie Aktywami	3.90%
AXA OFE	6.49%
Pozostali	42.54%

**Strategia dotycząca sektora**

**Rekomendacja:** Zgodnie z oczekiwaniami DI BRE, sektor budownictwa energetycznego wejdzie w fazę boomu w latach 2011 - 2017. Bardzo dobre perspektywy widzimy też w sektorze infrastrukturalnym (drogi, kolej, ekologia). Z uwagi na nadchodzące spowolnienie gospodarcze, oczekujemy ujemnej dynamiki produkcji w zakresie budowy obiektów przemysłowych oraz mieszkaniowych w roku 2009 i 2010.

**Profil spółki**

Elektrobudowa SA działa w branży elektrycznej, specjalizuje się w produkcji i montażu urządzeń do rozdziału i przesyłu energii elektrycznej w elektrowniach, zakładach przemysłowych i obiektach infrastrukturalnych.

**Kurs akcji Elektrobudowy na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Elektrobudowa

## Kupuj

LBUD.WA; ELB.PW

(Podtrzymana)

## Dobre perspektywy niezagrożone

**Uważamy, że skala przewidzianych inwestycji w energetyce pozwoli spółce wygenerować dwucyfrowe stopy wzrostu przychodów w latach 2011 - 2015. Biorąc jednak pod uwagę perspektywę prawdopodobnej redukcji inwestycji w polskim przemyśle w dwóch kolejnych latach, dokonujemy redukcji przewidywanej dynamiki wzrostu przychodów oraz redukcji marż głównie w segmencie przemysłowym, w mniejszym zaś stopniu w segmencie dystrybucji energii. Mimo to sądzimy, że sytuacja spółki jest lepsza niż jej konkurencji, ze względu na znacznie większą skalę działalności oraz doświadczenie w realizacji skomplikowanych projektów inwestycyjnych. Pomimo pogorszenia koniunktury spodziewamy się, że wyniki w segmencie wytwarzania energii będą się poprawiać. Obniżamy cenę docelową akcji z 246,2 PLN do 225,9 PLN oraz rekomendujemy kupowanie walorów spółki.**

**Wyniki Q3'08**

Przychody Q3'08 wyniosły 208,2 mln PLN (+38,9% r/r), rentowność brutto na sprzedaży zaś 13,3% (Q2'08: 10,8%, Q3 2007: 10,6%). Marża EBIT ukształtowała się na poziomie 12,5%, w porównaniu do 8,3% w Q2'08, 7,5% w Q1'08 oraz 4,7% w Q4'07. Wysoki okazał się zysk podmiotów zależnych (1,5 mln PLN). Zysk netto wyniósł 22,0 mln PLN (marża: 10,4%), w porównaniu do 14,4 mln PLN (7,0%) w Q2'08. Znacznie wyższa niż w poprzednich kwartałach rentowność wynikała z korzystnych dla spółki zmian kursów walutowych (rozliczenie produkcji eksportowej) oraz ze spadku cen materiałów wykorzystywanych przez spółkę (głównie miedź).

**Dynamiczny wzrost przychodów w latach 2011 - 2015**

Spodziewamy się, że budowa pierwszych nowych bloków (Siekierki, Rybnik) rozpocznie się w 2011 roku. Przewidujemy, że w kolejnych latach będą rozpoczynane budowy bloków o mocy 1000 MW. Sądzimy, że każda budowa bloku o mocy 1000 MW pozwoli Elektrobudowie na wygenerowanie dodatkowych przychodów w wysokości 80 - 100 mln PLN. Przewidujemy, że budowa każdego bloku potrwa około 4 - 5 lat.

**Prognoza wyników w segmencie przemysłu**

Dla całego sektora budownictwa prognozujemy spadek produkcji budowlano - montażowej w zakresie obiektów przemysłowych o 16% w 2009 roku i o 20% w 2010 roku. Spodziewamy się, że wartość robót elektro - instalacyjnych, w których specjalizuje się Elektrobudowa, również spadnie, mimo to uważamy, że dynamika wykazywana przez spółkę będzie wyższa niż średnia rynkowa. Równocześnie, dostrzegamy ryzyko wzrostu konkurencji, na skutek spadku ilości zleceń w segmencie mieszkaniowym. Prognozujemy, że sytuacja w segmencie przemysłu poprawi się w 2011 roku.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	473,9	679,6	850,0	876,9	884,6
EBITDA	28,2	49,6	83,2	70,2	72,8
marża EBITDA	6,0%	7,3%	9,8%	8,0%	8,2%
EBIT	23,5	44,2	75,5	63,8	65,9
Zysk netto	15,4	34,7	64,8	57,9	63,0
P/E	43,8	19,5	11,7	13,1	12,1
P/CE	33,6	16,8	10,5	11,8	10,9
P/BV	7,7	6,0	3,1	2,7	2,3
EV/EBITDA	24,3	13,7	9,2	10,9	10,5
DYield	0,9%	1,2%	2,8%	2,5%	2,7%

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>20,16 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>31,90 PLN</b>
Kapitalizacja	0,27 mld PLN
Free float	0,04 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,94 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

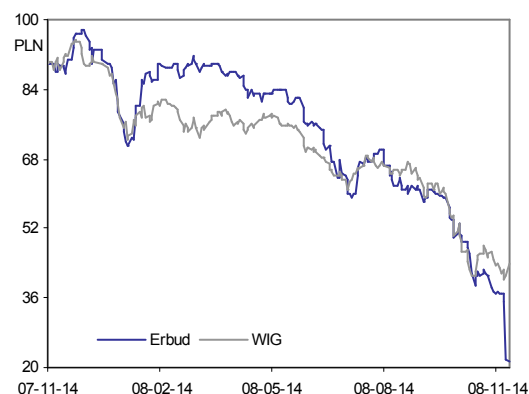
Wolff & Muller GmbH & Co. KG	34,24%
Juladal Investment Limited	26,37%
Commercial Union OFE BPH CU WBK	6,76%
ING OFE	6,26%
Dariusz Grzeszczak	5,97%
BPH TFI	4,29%
Pozostali	16,11%

**Strategia dotycząca sektora**

**Rekomendacja:** Najlepiej oceniamy perspektywę spółek z dużym udziałem przychodów z budownictwa infrastrukturalnego (drogi, ochrona środowiska), a także firm odpowiadających na zapotrzebowania sektora energetycznego (przewidywany boom w latach 2012-2017) oraz chemicznego (cykl inwestycyjny PKN, Lotosu, PGNiG). Ryzyko dostrzegamy w przypadku wykonawców obiektów mieszkaniowych.

**Profil spółki**

Erbud działa jako generalny wykonawca inwestycji z zakresu budownictwa kubaturowego (budownictwo mieszkaniowe, handlowe, biurowe oraz przemysłowe). Erbud nabył także dwie spółki realizujące inwestycje drogowe na skalę lokalną, dywersyfikując w ten sposób swą działalność o segmenty nie zależne od kształtowania się koniunktury gospodarczej.

**Kurs akcji Erbudu na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Erbud

ERB.WA; ERB.PW

## Kupuj

(Podtrzymana)

### Tak duża przecena nie znajduje uzasadnienia

Ze względu na zawarte transakcje na instrumentach pochodnych zawarte przez spółkę, spodziewamy się, że czwarty kwartał przyniesie zysk na działalności operacyjnej w wysokości około 13,2 mln PLN, koszty finansowe netto w wysokości 45,1 mln PLN, a w efekcie stratę netto w kwocie 27,2 mln PLN. Wynik netto za rok 2008 wyniesie około 9,1 mln PLN. Sądzymy, że skala przeceny nie uzasadnia ryzyka związanego z niefortunną transakcją zabezpieczającą oraz zagrożenia spowolnieniem w segmencie budownictwa kubaturowego. Sądzymy, że duże spadki w zakresie przychodów oraz marż w budownictwie kubaturowym zostaną w latach 2011-2013 skorygowane, spółka zaś znów wygeneruje ponadprzeciętne stopy wzrostu przychodów. Zwracamy uwagę na znaczną ilość środków pieniężnych, która naszym zdaniem znajdzie się w dyspozycji spółki w Q4'08 (prognozowana gotówka netto na koniec roku = 58,5 mln PLN). Uważamy, że długoterminowo cena akcji pozostaje atrakcyjna (tak dokonana na bazie modelu DCF, jak i porównawcza). Rekomendujemy kupno akcji Erbudu, obniżając cenę docelową z 80,2 do 31,9 PLN.

**Wyniki Q3'08**

Przychody spółki w Q3'08 wyniosły 284,2 mln PLN (+ 4% w stosunku do prognozy, +66% r/r). Wyższa niż zakładaliśmy okazała się rentowność brutto na sprzedaży (Q3'08: 10,8%, prognoza: 9,6%, Q1'08 -Q2'08: 8,3%). Marża EBIT wyniosła 9,2% (prognoza: 7,1%), marża zysku netto zaś 7,2% (prognoza: 5,9%). W efekcie zysk netto spółki za Q3'08 wyniósł 20,6 mln PLN, w porównaniu do prognozowanych 16,0 mln PLN i 6,3 mln PLN rok temu.

**Wstrzymanie realizacji dwóch projektów i korekta prognozy**

Ze względu na trudną sytuację rynkową deweloperów, dwa projekty o wartości łącznie 141,5 mln PLN zostały zawieszono na okres 6 miesięcy. Sądzymy, że koniunktura rynkowa nie poprawi się w tym terminie, w efekcie prace budowlane nie rozpoczną się w 2009 roku. Skutkiem wstrzymania prac jest redukcja portfela zamówień spółki na rok 2009 z 800 mln PLN do około 720 mln PLN. Zakładamy, że Erbud w zakresie budownictwa ogólnego w kraju będzie w stanie pozyskać nowe kontrakty o wartości przypadającej na rok 2009 w wysokości 130 mln PLN. W efekcie, spodziewamy się lekkiego spadku przychodów r/r. Przewidujemy też redukcję skali działalności deweloperskiej w latach 2009-2011. Sądzymy, że w zakresie budownictwa drogowego sytuacja się poprawi, co pozwoli na wygenerowanie w segmencie znacznie wyższych wyników niż w 2008 roku. Dobrych wyników oczekujemy też z działalności eksportowej.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	426,2	663,1	983,5	915,1	853,6
EBITDA	26,6	34,6	67,0	46,0	30,1
marża EBITDA	6,2%	5,2%	6,8%	5,0%	3,5%
EBIT	25,4	32,8	61,1	40,9	25,4
Zysk netto	20,2	31,8	9,1	35,1	24,4
P/E	10,1	8,0	27,9	7,2	10,4
P/CE	9,5	7,5	17,0	6,3	8,7
P/BV	4,9	1,3	1,3	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,6	7,0	3,6	5,3	8,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>49,34 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>68,90 PLN</b>
Kapitalizacja	0,95 mld PLN
Free float	0,27 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,95 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Acciona	50,09%
OFE PZU Złota Jesień	15,86%
AIG OFE	5,17%

Pozostali	28,88%
-----------	--------

**Strategia dotycząca sektora**

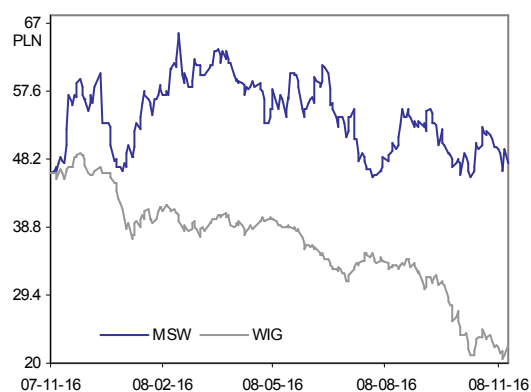
**Rekomendacja:** W sektorze budowlanym kierujemy się podejściem sektorowym. Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa chemicznego (cykl inwestycyjny) oraz energetycznego (perspektywa boomu w latach 2011-2017). Pozytywnie oceniamy perspektywy budownictwa komercyjnego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa mieszkaniowego.

**Profil spółki**

Grupa Kapitałowa Mostostal Warszawa jest jedną z największych polskich firm budowlanych. Spółka jest generalnym wykonawcą obiektów kubaturowych, przemysłowych oraz infrastrukturalnych. Zajmuje się także budownictwem chemicznym, energetycznym i ekologicznym.

**Ważne daty**

13.02 - publikacja raportu za 4Q

**Kurs akcji MSW na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

**Mostostal Warszawa Kupuj**

MOWA.WA; MSW.PW

(Podtrzymana)

**Bardzo dobre wyniki Q3`08**

**Mostostal Warszawa opublikował bardzo dobre wyniki za Q3`08. Istotna poprawa rentowności na realizowanych kontraktach budowlanych (efekt oszczędności kosztowych, nowego portfela zleceń oraz poprawy wyników Remaku) pozwoliła spółce na wygenerowanie rekordowych 30,4 mln PLN zysku netto. Ze względu na bardzo wysokie oszczędności kosztowe poczynione na bieżącym portfelu zleceń, podnieśliśmy prognozę rentowności na kolejne lata, przy nieznacznej redukcji prognozowanych przychodów. Pomimo oczekiwanego spowolnienia w dziedzinie budownictwa kubaturowego, naszym zdaniem wycena akcji spółki pozostaje bardzo atrakcyjna. Zgodnie z naszą prognozą, w 2009 roku 24,0% przychodów spółki zostanie wygenerowanych w segmencie budownictwa chemicznego, energetycznego i ekologicznego, 38,5% zaś w segmencie budownictwa inżynierskiego i drogowego. Jedynie 33,9% przychodów spółki osiągnie w segmencie budownictwa mieszkaniowego, przemysłowego i publicznego, w istotnym stopniu zagrożonego ryzykiem wzrostu konkurencji i spadku marż. W efekcie, około 2/3 przychodów spółki będzie pochodzić z segmentu drogowego oraz segmentów specjalistycznych. Ponadto, zwrócić należy uwagę na bardzo duży portfel zamówień Mostostalu, pokrywający aż 90% przychodów spółki na rok 2009. Wycena akcji Mostostalu Warszawa pozostaje atrakcyjna także z punktu widzenia wyceny porównawczej (28% dyskonta do spółek porównywalnych). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, nie zmieniając ceny docelowej.**

**Wyniki Q3`08**

Wyniki spółki okazały się lepsze nawet od naszej zaktualizowanej po wynikach jednostkowych prognozy. Przychody praktycznie nie wzrosły r/r, znacznie wyższa zaś okazała się rentowność. Marża brutto na sprzedaży osiągnęła rekordowy poziom 11,5% (Q2`08: 8,4%, Q3`07: 7,4%). Duży wzrost rentowności nie pociągnął za sobą wzrostu kosztów zarządu i sprzedaży. Marża zysku operacyjnego wyniosła 7,8%, marża zysku netto zaś 5,3%. Tak dobry wynik spowodowany był oszczędnościami poczynionymi na podpisanych kontraktach, w długim terminie zaś nie będzie występował.

**Perspektywy w obliczu spowolnienia w gospodarce**

Sądzymy, że wzrost produkcji budowlano - montażowej w najbliższych dwóch latach będzie tylko nieznacznie wyższy niż dynamika PKB, co spowodowane jest cykliczną naturą budownictwa kubaturowego. Spodziewamy się ujemnej dynamiki w zakresie budownictwa kubaturowego w latach 2009 i 2010 w wysokości odpowiednio -9,5% i -12,4%. Równocześnie, przewidujemy, że budownictwo pozostałe będzie rosnąć w tempie 16,9% w 2009 roku i 15,6% w 2010 roku. Udział sektora kubaturowego i pozostałego w przychodach Mostostalu sięga odpowiednio 33,9% i 62,5% w 2009 roku oraz 29,8% i 66,5% w 2010 roku.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	1188,1	1928,4	2155,8	2468,4	2633,4
EBITDA	40,6	78,5	142,8	153,0	145,8
marża EBITDA	3,4%	4,1%	6,6%	6,2%	5,5%
EBIT	21,2	58,9	120,0	129,3	121,8
Zysk netto	17,0	52,9	96,5	102,9	100,3
P/E	49,4	18,6	10,2	9,6	9,8
P/C E	23,0	13,6	8,3	7,8	7,9
P/BV	3,7	3,5	2,6	2,3	2,0
EV/EBITDA	18,8	10,3	5,6	5,3	5,5
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	4,9%	5,2%

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu


**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>197,6 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>219,4 PLN</b>
Kapitalizacja	2,7 mld PLN
Free float	1,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	10,99 mIn PLN

**Struktura akcjonariatu**

Jerzy Wiśniewski	33,47%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	6,80%
BZ WBK AIB TFI	6,70%

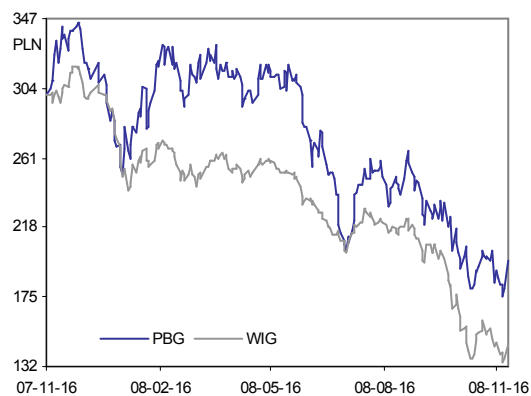
Pozostali 53,03%

**Strategia dotycząca sektora**

**Rekomendacja:** Najlepiej oceniamy perspektywę segmentu infrastrukturalnego w tym: drogowego, kolejowego i ochrony środowiska, a także budownictwa chemicznego (cykl inwestycyjny) oraz energetycznego (perspektywa boomu w latach 2011 - 2017). Pozytywnie oceniamy perspektywę budownictwa komercyjnego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa mieszkaniowego.

**Profil spółki**

PBG jest wysoce wyspecjalizowaną firmą budowlaną, realizującą obiekty ekologiczne, instalacje z segmentu gazu ziemnego i ropy naftowej, zbiorniki paliw, a także świadcząca usługi budownictwa ogólnego. Spółka produkuje także konstrukcje stalowe, a w przyszłości planuje zająć się działalnością deweloperską.

**Kurs akcji PBG na tle WIG**

**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# PBG

PBGG.WA; PBG.PW

## Akumuluj

(Podtrzymana)

### Atrakcyjna wycena akcji

Naszym zdaniem na tle konkurencyjnych spółek budowlanych wycena akcji PBG stała się atrakcyjna, wskutek podpisania zapowiadanych umów na budowę magazynu w Wierchowicach oraz kopalni LMG, a także ze względu na spadek dynamiki wzrostu kosztów, co może oznaczać szansę na dodatkowy wzrost rentowności spółki w 2009 roku. Obecnie PBG nie jest już notowane z premią do pozostałych dużych spółek budowlanych notowanych na GPW. Związane jest to z rewizją prognoz (podniesienie prognoz dla PBG w górę, rewizja prognoz dotyczących spółek zajmujących się budownictwem ogólnym w dół). Ponad 90% przychodów 2009 roku jest już pokrytych posiadaniem przez spółkę portfelem zamówień. Podkreślamy też fakt, iż już obecnie 81% przychodów spółki generowanych jest w segmentach nie zagrożonych bezpośrednio pogorszeniem koniunktury w budownictwie. Udział tych segmentów będzie nieznacznie rósł w kolejnych latach, do osiągnięcia około 86% udziału w przychodach 2010 roku. Z perspektywy generowanych marż brutto na sprzedaży, udział poszczególnych segmentów przedstawia się podobnie. Rekomendujemy akumulowanie akcji PBG, z ceną docelową 219,4 PLN.

**Wyniki Q3'08**

Przychody spółki wyniosły 543,2 PLN, w porównaniu do 350,7 mln PLN rok temu (+ 54,9%). Spółka zanotowała poprawę marży operacyjnej (w Q3'08 marża EBIT wyniosła 10,6%, w porównaniu do 6,8% w Q3'07 i 10,3% w pierwszym półroczu 2008). Zysk netto wzrósł w Q3'08 do 34,5 mln PLN, z 21,5 mln PLN w roku ubiegłym (wzrost marży netto z 6,1% do 6,4%). W pierwszym półroczu zysk netto wyniósł 50,0 mln PLN (marża netto w wysokości 6,0%).

**Wzrost konkurencji w zakresie obiektów ekologicznych**

Zakładamy, że wartość produkcji budowlano - montażowej w segmencie budownictwa ogólnego (kubaturowego) spadnie w 2009 roku o 9,5%, w 2010 roku zaś o 12,4%. Spowodowane to będzie dużym przewidywanym spadkiem produkcji budowlano - montażowej w segmencie przemysłowym i mieszkaniowym. Uważamy, że spółki zajmujące się budownictwem przemysłowym z powodzeniem mogą zwiększyć zaangażowanie w zakresie obiektów ekologicznych, takich jak: oczyszczalnie ścieków, spalarnie śmieci, czy kompleksowe systemy kanalizacji. Wpłyne to na zaostrzenie się konkurencji w segmencie oraz spadek marż możliwych do wygenerowania na nowych kontraktach. Na szczęście dla PBG, wzrost konkurencji najprawdopodobniej będzie największy w przypadku obiektów o niewielkim stopniu skomplikowania, ze względu na konieczne referencje oraz wymagania dotyczące finansowania prac ze środków własnych.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	674,3	1376,8	2077,9	2911,9	3475,2
EBITDA	88,5	138,2	259,9	378,9	376,1
marża EBITDA	13,1%	10,0%	12,5%	13,0%	10,8%
EBIT	72,0	109,4	225,8	344,6	341,8
Zysk netto	52,2	102,1	156,5	234,7	224,8
P/E	45,6	26,1	17,0	11,3	11,8
P/CE	34,6	20,3	14,0	9,9	10,3
P/BV	6,5	3,6	2,5	2,3	2,2
EV/EBITDA	30,8	21,8	12,2	8,3	8,4
DYield	0,0%	0,1%	0,0%	4,1%	6,2%

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>3,41 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>4,10 PLN</b>
Kapitalizacja	1,58 mld PLN
Free float	0,95 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	10,65 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

CU OFE BPH CU WBK	7,54%
ING OFE	8,70%
OFE PZU Złota Jesień	8,61%
Gloria S.a.r.l. (Luksemburg)	6,18%
Sices International B.V. Holandia	6,16%
Polimex-Development Sp. Z o.o.	2,83%
Pozostali	59,98%

**Strategia dotycząca sektora**

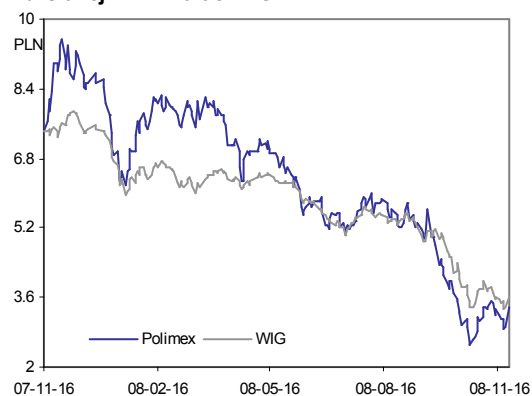
Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego w tym: drogowego, kolejowego i ochrony środowiska, a także budownictwa chemicznego (cykl inwestycyjny) oraz energetycznego (szansa na znaczny wzrost nakładów inwestycyjnych od 2011 r.). Neutralnie oceniamy perspektywy budownictwa komercyjnego, natomiast najwięcej ryzyko dostrzegamy w segmencie budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego, a także w zakresie produkcji materiałów budowlanych (w tym konstrukcji stalowych).

**Profil spółki**

Polimex produkuje m.in. ocynkowane wyroby ze stali, konstrukcje stalowe i kotły dla energetyki, świadczy usługi budownictwa m.in. w sektorze przemysłowym, chemicznym, energetycznym, drogowym i kolejowym, prowadzi również działalność deweloperską.

**Ważne daty**

13.02 - publikacja raportu za 4Q

**Kurs akcji PXM na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Polimex Mostostal Kupuj

MOSD.WA; PXM.PW

(Niezmieniona)

## Ograniczone zagrożenie rynkowe

Sądzymy, że wyniki spółki są w ograniczonym stopniu zagrożone pogorszeniem koniunktury gospodarczej. Wpływa na to korzystna struktura przychodów spółki: w 2008 roku aż 57,5% przychodów wygenerowane będzie w segmencie budownictwa chemicznego, energetycznego, drogowego i kolejowego, a także w zakresie produkcji kotłów energetycznych. W 2009 roku odsetek ten wzrośnie do 59,5%, w 2010 roku zaś do 63%. Z punktu widzenia generowanych marż, udział segmentów w ograniczonym stopniu zagrożonych sytuacją rynkową sięga w 2008 roku 51%, 62% w 2009 roku i 71% w 2010 roku. Na duży wzrost udziału segmentów „bezpiecznych” ma wpływ prognozowany wzrost rentowności w zakresie budownictwa drogowego, kolejowego i energetycznego, a także spadek rentowności w zakresie budownictwa ogólnego i konstrukcji stalowych. Uważamy, że na tle spółek porównywalnych wycena akcji Polimexu Mostostalu jest atrakcyjna. Rekomendujemy kupno walorów spółki, z ceną docelową 4,1 PLN.

**Omówienie wyników kwartalnych**

Przychody spółki wyniosły 1 086 mln PLN (+16,2% r/r). Spółka zanotowała poprawę marży operacyjnej oraz wzrost zysku netto (33,3 mln PLN w Q3'08, 21,6 mln PLN w Q3'07). Marża netto wzrosła z 2,3% w Q3'07 do 3,1% w Q3'08 (H1'08: 2,9%). Znacznie niższe od naszych oczekiwań przychody wygenerowała spółka w segmencie chemicznym (123,7 mln PLN). Nieznacznie niższe niż zakładaliśmy były też przychody w segmencie budownictwa (280,9 mln PLN) i produkcji (205,7 mln PLN), podczas gdy bardzo zbliżone do założeń w segmencie energetycznym (280,3 mln PLN) oraz dróg i kolei (176,6 mln PLN). Naszą uwagę zwraca także wzrost kosztów zarządu o 15% r/r. Pozostałe koszty finansowe o charakterze jednorazowym praktycznie kompensują się z pozostałymi przychodami operacyjnymi. Wynik za Q3'08 może być więc traktowany naszym zdaniem jako powtarzalny.

**Wpływ sytuacji na rynkach finansowych na działalność Polimexu**

Sytuacja na rynkach finansowych może mieć negatywny wpływ na pozycję Polimexu, ze względu na konieczność pozyskania/przedłużenia kredytów o łącznej wartości 300 mln PLN w 2009 roku i 82 mln PLN w 2010 roku. Uważamy, że związane z tym ryzyko jest ograniczone, ze względu na duży majątek będący w posiadaniu spółki (Hotel Warszawa, nieruchomości). Naszym zdaniem pewne zagrożenie może wystąpić także w 2010 roku w segmencie chemicznym (możliwość przesunięcia w czasie realizacji części prac inwestycyjnych w Mozejkach). Jednocześnie, sytuacja na rynkach finansowych nie ma większego wpływu na perspektywy segmentu energetycznego (ewentualnie niewielkie opóźnienia), drogowego, kolejowego, a także w zakresie produkcji kotłów energetycznych.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	2483,4	3720,5	4335,6	4866,2	4981,8
EBITDA	129,7	205,4	307,5	325,8	333,9
marża EBITDA	5,2%	5,5%	7,1%	6,7%	6,7%
EBIT	98,5	160,4	244,9	259,6	234,2
Zysk netto	62,6	100,1	133,3	156,0	163,9
P/E	25,7	16,2	12,2	10,4	9,9
P/CE	17,1	11,2	8,3	7,3	6,2
P/BV	4,5	1,7	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	13,8	10,3	6,9	6,5	6,3
DYield	0,4%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%





25 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>4,50 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>6,00 PLN</b>
Kapitalizacja	0,72 mld PLN
Free float	0,24 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,48 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

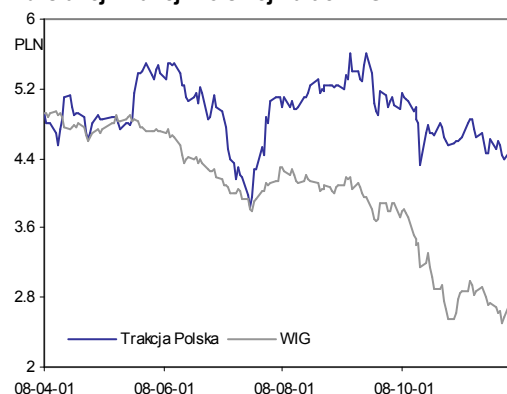
Comsa SA	50,63%
Maciej Radziwiłł	5,54%
ING OFE	5,46%
Ipopema 25 FIZ Aktywów Niepublicz.	5,00%
Pozostali	33,37%

**Strategia dotycząca sektora**

**Rekomendacja:** Najlepiej oceniamy perspektywę budownictwa drogowego, kolejowego, ochrony środowiska oraz chemicznego, a także w dłuższym terminie budownictwa energetycznego. W perspektywie najbliższego roku pozytywnie oceniamy perspektywę budownictwa komercyjnego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego.

**Profil spółki**

Trakcja Polska działa głównie w segmencie budownictwa kolejowego i tramwajowego: świadczy usługi z zakresu robót nawierzchniowych, trakcyjnych, energetycznych, inżynierskich, zajmuje się też instalacją automatyki kolejowej i sieci telekomunikacyjnych. Ponadto, spółka świadczy usługi z zakresu budownictwa drogowego i kubaturowego, prowadzi też działalność deweloperską. Trakcja Polska planuje w najbliższych latach zająć się budową elektrowni wiatrowych.

**Kurs akcji Trakcji Polskiej na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Trakcja Polska

**Kupuj**

TRKC.WA; TRK.PW

(Niezmieniona)

## Szansa na wyższy zysk w 2008 roku

**Wyniki Trakcji Polskiej za Q3'08 były bardzo dobre, co utwierdza nas w przekonaniu o wysokiej atrakcyjności segmentu budownictwa kolejowego. Sądymy, że ponadprzeciętna w branży budowlanej rentowność będzie generowana także w kolejnym kwartale. Z uwagi na wysokość specjalizację wymaganą podczas prowadzenia robót w segmencie budownictwa kolejowego oraz ograniczoną konkurencję, pozostajemy optymistami co do możliwej do pozyskania rentowności na bazie nowych kontraktów budowlanych. Istotnej kontraktacji spodziewamy się na przełomie roku 2008 i 2009. Nie zmieniamy istotnie naszych prognoz, podnosząc nieznacznie prognozowany zysk za rok 2008. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, nie zmieniając ceny docelowej w wysokości 6,0 PLN.**

**Wyniki Q3'08**

Wyniki Trakcji zgodnie z naszymi oczekiwaniami okazały się bardzo dobre. Przychody wyniosły 217,7 mln PLN (prognoza: 235,0 mln PLN, +2,9% r/r). Rekordowa w skali roku okazała się rentowność na sprzedaży brutto. W Q3'08 wyniosła ona 11,5%, w porównaniu do 10,5% w pierwszej połowie roku i 6,5% w Q3'07. Prognozowaliśmy, że marża brutto na sprzedaży ukształtuje się na poziomie 9,0%. Spółka była w stanie wygenerować oszczędności kosztowe w przypadku realizacji wybranych kontraktów, a także prac kubaturowych. O około 0,9 mln PLN wyższe niż prognozowaliśmy okazały się koszty zarządu, co związane jest z wzrostem wynagrodzeń w spółce. Rentowność na poziomie zysku operacyjnego wyniosła 8,8%, w porównaniu do 4,4% w roku ubiegłym. Pozostałe koszty i przychody okazały się zgodne z przewidywaniami. W efekcie, zysk netto spółki w Q3'08 wyniósł 17,5 mln PLN (marża: 8,0%), w porównaniu do 6,8 mln PLN w roku ubiegłym (marża: 6,8%).

**Stan portfela zamówień i plany pozyskania nowych kontraktów**

Na przełomie roku PKP PLK powinien ogłosić przetargi o łącznej wartości 1,5 - 2,5 mld PLN. Spodziewamy się, że pozwoli to Trakcji Polskiej na pozyskanie około 0,7 - 1 mld PLN nowych kontraktów, a w konsekwencji utrzymanie prognozowanego wzrostu przychodów. Obecnie portfel zamówień spółki na rok 2009 wynosi około 0,5 mld PLN.

**Ogłoszenie rokowań w sprawie prywatyzacji PRK Kraków**

Ministerstwo Skarbu Państwa ogłosiło zaproszenie do rokowań w sprawie prywatyzacji PRK Kraków. Potencjalnym czynnikiem ryzyka jest możliwość przejęcia spółki przez zagranicznego inwestora branżowego, który po połączeniu własnego parku maszynowego z doświadczoną kadrą PRK Kraków w sposób skuteczny mógłby konkurować na rynku budownictwa kolejowego. Krajowe spółki działające w segmencie są świadome takiego ryzyka i najprawdopodobniej do wejścia inwestora zagranicznego nie dopuszczają.

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	363,2	646,8	831,8	1007,8	1142,8
EBITDA	16,8	35,6	78,0	82,8	93,7
marża EBITDA	4,6%	5,5%	9,4%	8,2%	8,2%
EBIT	12,1	29,6	69,6	70,0	80,6
Zysk netto	11,5	29,6	61,1	67,2	79,5
P/E	49,9	19,3	11,5	10,5	8,9
P/CE	35,4	16,0	10,1	8,8	7,6
P/BV	4,8	3,9	2,2	1,8	1,5
EV/EBITDA	26,1	14,2	8,2	7,7	6,8
DYield	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%

25 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>65,4 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>76,3 PLN</b>
Kapitalizacja	0,34 mld PLN
Free float	0,09 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,05 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Ulma CyE S. Coop.	75,49%
Pozostali	24,51%

**Strategia dotycząca sektora**

**Rekomendacja:** W sektorze materiałów budowlanych dostrzegamy szanse, ale i ryzyka, które w ciągu najbliższych kwartałów mogą dwuznacznie wpływać na wyniki wybranych spółek z branży. Pomimo bardzo dobrej koniunktury w większości segmentów polskiego budownictwa, sytuacja w wielu krajach Europy jest znacząco gorsza. W połączeniu z drogą złotówką, skutkuje to coraz większą obecnością materiałów budowlanych pochodzących z importu na rynku Polskim. Efektem jest powstanie presji na spadek marż osiągniętych przez polskich producentów i dystrybutorów.

**Profil spółki**

Ulma Construccjo Polska jest drugim największym graczem na rynku systemów szalunków w Polsce. Oferta spółki obejmuje kompleksową usługę wynajmu deskowań wykorzystywanych w budownictwie monolitycznym, na którą składają się projektowanie, dzierżawa, obsługa logistyczna i inne.

# Ulma

BAUA.WA; ULM.PW

# Trzymaj

(Niezmieniona)

## Za wcześnie na wzrost kosztów dzierżawy

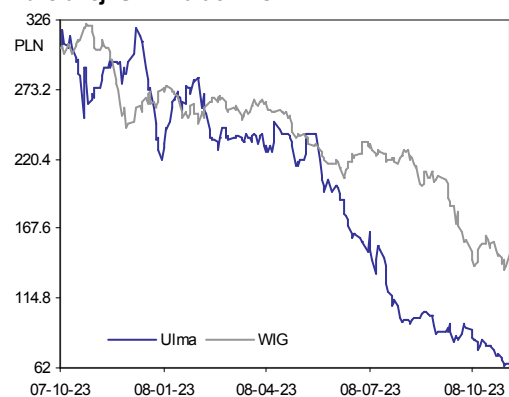
Sądzymy, że wyniki Ulmy w najbliższych 2 latach pozostaną stabilne. W zakresie dzierżawy prostych szalunków spodziewamy się, że spadek cen dzierżawy będzie kontynuowany (przewidywane kurczenie się rynku mieszkaniowego). W zakresie bardziej skomplikowanego sprzętu, naszym zdaniem taki efekt nie wystąpi. Spośród majątku Ulmy, około 30% to szalunki stosunkowo proste, stosowane głównie w budownictwie mieszkaniowym, 70% zaś to sprzęt specjalistyczny, wykorzystywany w obiektach specjalistycznych i infrastrukturalnych. Nie przewidujemy korekty cen dzierżawy w górę w 2009 i 2010 roku. Sądzymy, że może ona nastąpić dopiero w roku 2011, wraz z przewidywaną ogólną poprawą koniunktury gospodarczej w Polsce. Wcześniej poprawa może naszym zdaniem nastąpić na skutek wzrostu rotacji majątku trwałego spółki (otwarcie centrów logistycznych), co będzie naszym zdaniem kompensowało spadek wolumenu sprzedaży starych, zamortyzowanych szalunków. Nie spodziewamy się większej poprawy na rynkach eksportowych, z wyjątkiem rynku ukraińskiego (nowe umowy na dzierżawę specjalistycznego sprzętu). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj, z ceną docelową 76,3 PLN.

**Wyniki kwartalne Q3`08**

Przychody spółki wyniosły 62,0 PLN, w porównaniu do 56,3 mln PLN rok temu (+10,0%). Spółka zanotowała pogorszenie marży operacyjnej (w Q3`08 marża EBIT wyniosła 16,3%, w porównaniu do 33,3% w Q3`07 i 21,0% w pierwszym półroczu 2008). Zysk netto wyniósł w Q3`08 6,3 mln PLN, w porównaniu do 14,7 mln PLN w roku ubiegłym (spadek marży netto z 26,0% do 10,2%). W pierwszym półroczu zysk netto wyniósł 18,2 mln PLN (marża netto w wysokości 14,4%).

**Długoterminowy wpływ sytuacji rynkowej na wyniki spółki**

Naszym zdaniem, aby ponownie wzrosły koszty dzierżawy, na rynku musi znów zabraknąć sprzętu. Ze względu na bardzo wysokie prognozy dotyczące wzrostu polskiego rynku budowlanego w 2008 roku, wszyscy dzierżawcy poczynili w 2007 i 2008 roku duże inwestycje, co zaowocowało nadpodażą szalunków. Sądzymy, że sprzęt służący do budowy obiektów specjalistycznych może znaleźć zastosowanie w 2009 i 2010 roku, wraz z wzrostem segmentu budownictwa drogowego. W efekcie, można spodziewać się, że wykorzystanie sprzętu będzie rosło, w pewnym momencie zaś wystąpi deficyt majątku i wzrost cen dzierżawy. Pogorszenie się koniunktury gospodarczej na rynkach eksportowych powinno mieć pozytywny długoterminowy wpływ na rozwój Ulmy. Spodziewamy się, że w wyniku gorszej koniunktury na rynku ukraińskim, kazachskim, czy rosyjskim w perspektywie kilku lat również zacznie funkcjonować model dzierżawy szalunków, w miejscu wykorzystywania majątku będącego na stanie firm budowlanych.

**Kurs akcji ULM na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Przychody	154,3	222,6	250,0	261,4	267,7
EBITDA	75,0	108,4	96,9	104,9	110,8
marża EBITDA	48,6%	48,7%	38,7%	40,1%	41,4%
EBIT	45,9	66,6	47,2	49,8	51,4
Zysk netto	32,9	50,9	31,1	27,9	27,8
P/E	9,7	6,6	11,1	12,3	12,4
P/CE	5,1	3,6	4,2	4,1	4,0
P/BV	3,2	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,5	3,6	5,3	5,1	4,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

**Analitycy:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@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)  
Dystrybutorzy IT, Sektor IT, media

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

**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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitentów przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od Elektrobudowa, Erbud, Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal, za świadczone usługi.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta Erbud, Polimex Mostostal, Ulma.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek**
**Budimex**

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-07-11	2008-08-14	2008-10-31
kurs z dnia rekomendacji	61,10	75,00	63,50
WIG w dniu rekomendacji	39632,83	41049,76	28056,29

**Elektrobudowa**

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-07-11	2008-08-14	2008-09-05
kurs z dnia rekomendacji	173,40	175,00	194,00
WIG w dniu rekomendacji	39632,83	41049,76	41263,03

**Erbud**

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-07-07	2008-08-18
kurs z dnia rekomendacji	67,40	66,50
WIG w dniu rekomendacji	39584,02	40903,46

**Mostostal Warszawa**

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2008-08-22
kurs z dnia rekomendacji	49,27
WIG w dniu rekomendacji	39903,25

**PBG**

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-09-12	2008-11-05	2008-11-17
kurs z dnia rekomendacji	246,90	200,00	191,20
WIG w dniu rekomendacji	39572,33	29600,54	27110,59

**Polimex Mostostal**

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-08-04	2008-08-05	2008-10-24	2008-11-07
kurs z dnia rekomendacji	5,70	5,85	2,62	3,32
WIG w dniu rekomendacji	42017,93	41628,12	26273,30	27976,81

**Ulma**

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2008-08-04	2008-09-05	2008-11-13
kurs z dnia rekomendacji	150,90	100,00	76,00
WIG w dniu rekomendacji	42017,93	41263,03	27590,59

**Trakcja Polska**

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-10-17	2008-11-17
kurs z dnia rekomendacji	4,70	4,61
WIG w dniu rekomendacji	30047,39	27110,59