

11 kwietnia 2007

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Krzysztof Radojewski
(48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl

Erbud

Wejść do pierwszej dziesiątki

Erbud w ciągu trzech ostatnich lat wszedł do drugiej dziesiątki największych polskich spółek budowlanych. Wcześniej spółka zdobyła doświadczenie na trudnym rynku niemieckim, gdzie mimo dekonunktury corocznie osiągała zyski. Jest to zasługą doświadczonego i zmotywowanego zarządu. Kolejnym etapem rozwoju jest przejęcie spółek operujących w obszarze budownictwa drogowego, inżynieryjnego lub deweloperskiego i wejście do pierwszej dziesiątki największych polskich spółek budowlanych. Mają temu służyć pozyskane środki z emisji akcji.

Model działania

Erbud jest generalnym wykonawcą projektów z zakresu budownictwa kubaturowego na rynku polskim i na rynkach zagranicznych. Spółka wykonuje własnymi siłami stan surowy budynków, a pozostałe części projektów zleca podwykonawcom. Przewagą konkurencyjną Erbudu opiera się na utrzymywaniu niskiej bazy sprzętowej, tym samym ścisłej kontroli kosztów stałych, jak również na wykwalifikowanej i zmotywowanej kadrze oraz wysokiej jakości prowadzonych usług.

Sprzyjający rynek

Ekspansji Erbudu sprzyja bardzo dobra koniunktura na rynku budowlanym. Według GUS, wzrost produkcji budowlano-montażowej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób w 2006 roku wyniósł 17,5% r/r. W tym czasie Erbud powiększył przychody o ponad 80% r/r. Spółka jest obecna w segmencie budownictwa mieszkaniowego, komercyjnego, użyteczności publicznej oraz przemysłowego i korzysta na wzroście produkcji w tych obszarach rynku.

Dalszy rozwój

Środki z emisji posłużą do zwiększenia kapitału obrotowego (do 30 mln PLN) oraz do akwizycji w obszarze budownictwa drogowego, inżynieryjnego, deweloperskiego lub ogólnego (do 75 mln PLN). Erbud poprzez wejście na ten rynek chce zdywersyfikować działalność i zwiększyć potencjalną do uzyskania marżę. Z uwagi na brak szczegółów dotyczących potencjalnych celów do przejścia, nie uwzględniamy ich w naszych prognozach.

Wyniki finansowe

W ciągu ostatnich trzech lat, od momentu dokapitalizowania przez inwestora branżowego, Erbud pięciokrotnie zwiększył przychody i siedemnastokrotnie zysk netto. Z uwagi na wysoką bazę w latach 2007-2009 prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów na poziomie 27,6% oraz średnioroczny wzrost zysku netto (po skorygowaniu wyniku 2006 roku o zdarzenie jednorazowe) na poziomie 19,1%.

Oferta publiczna i struktura akcjonariatu

Oferta publiczna obejmuje 2,5 mln akcji nowej emisji serii D oraz nie więcej niż 900 tys. akcji istniejących serii B zbywanych przez dotychczasowych akcjonariuszy spółki. W transzy Inwestorów Indywidualnych spółka zaoferuje 700 tys. akcji serii D, natomiast transza Inwestorów Instytucjonalnych obejmować będzie odpowiednio 1,8 mln akcji serii D oraz do 900 tys. akcji sprzedawanych.

W drodze oferty publicznej spółka zamierza pozyskać ok. 105 mln PLN wpływów netto. Z pozyskanych środków zarząd zamierza przeznaczyć maksymalnie 30 mln PLN na zwiększenie kapitału obrotowego, co pozwoli spółce na zwiększenie skali prowadzonej działalności oraz minimum 75 mln PLN na przejścia innych podmiotów i ich wsparcie kapitałowe. Realizacja transakcji przejścia umożliwiłaby Erbudowi wejście w segment budownictwa drogowego, inżynieryjnego lub rozwinięcie istniejącego obszaru budownictwa ogólnego i deweloperskiego, co w przyszłości powinno pozwolić na zwiększenie zarówno wielkości realizowanych przychodów jak i zysków.

Model działania

Erbud jest generalnym wykonawcą inwestycji z zakresu szeroko pojętego budownictwa kubaturowego. Filozofia działania firmy opiera się na posiadaniu ograniczonego zasobu środków trwałych i bazy sprzętowej, generujących niskie koszty stałe oraz realizacji kontraktów generujących satysfakcjonującą stopę zwrotu o relatywnie krótkim czasie realizacji (12-14 miesięcy). Głównym aktywem spółki jest posiadany kapitał ludzki. W trudnych dla budownictwa latach Erbud traktował podwykonawców na zasadach partnerskich, stąd firma cieszy się dobrą renomą i nie ma problemów z pozyskiwaniem podwykonawców. Własnymi siłami Erbud wykonuje stan surowy obiektów budowlanych, które stanowią w przypadku bardziej skomplikowanych obiektów (np. multikina, centra handlowe) około 20% wartości inwestycji, a w przypadku mniej skomplikowanych obiektów nawet do 50% wartości inwestycji (np. hale przemysłowe). W przypadku budownictwa mieszkaniowego wielkość ta kształtuje się na poziomie około 30%.

Pozostałe etapy inwestycji są zlecane podwykonawcom. Wymienione cechy Erbudu sprawiają, że spółka potrafi doskonale dostosować się do obecnej koniunktury rynkowej i szybciej skorzystać na boomie budowlanym oraz prędzej zareagować na oznaki dekonunktury od firm o wysokich kosztach stałych. Mimo niskiej bazy aktywów, spółka korzysta z efektu dźwigni operacyjnej z uwagi na realizację kontraktów w charakterze generalnego wykonawcy. W gruncie rzeczy potencjał generowania

przychodów przez spółkę jest ograniczony, głównie zdolnością uzyskiwania gwarancji dobrego wykonania, czyli potencjałem kapitałowym.

Pozycja rynkowa Erbudu

Obecnie Erbud znajduje się w drugiej dziesiątce polskich spółek budowlanych pod względem przychodów. Biorąc pod uwagę fakt, iż spółka powstała od zera szesnaście lat temu, wynik ten można uznać za imponujący. Największy podpisany przez Erbud kontrakt został zdobyty w 2006 roku i miał wartość 152,1 mln PLN (budowa centrum handlowego w Poznaniu). Potwierdza to zdolność spółki do konkurowania z największymi graczami rynkowymi. Celem strategicznym Erbudu jest wejście w perspektywie dwóch lat do pierwszej dziesiątki największych spółek budowlanych. Posłużyć temu mają również środki z emisji akcji.

Przewaga konkurencyjna Erbudu

Do konkurencji Erbudu zaliczyć można największe spółki budowlane obecne na rynku polskim, a wśród nich Budimex Dromex, Skanska, Warbud, Hochtief i inne. Sukces Erbudu wynika z kilku podstawowych czynników, które stanowią o przewadze konkurencyjnej spółki i pozwalają na dalszą poprawę pozycji rynkowej. Wśród tych elementów wyodrębniliśmy kilka kluczowych:

- wysoka jakość usług potwierdzona zarówno zagranicznymi, jak i polskimi referencjami i kilkunastoletnim doświadczeniem,
- spłaszczona i efektywna struktura organizacyjna, mająca na celu maksymalizację wyniku ekonomicznego,
- niskie koszty stałe i ich skuteczna kontrola,
- wykwalifikowana i doświadczona kadra, która ma możliwość pracy zarówno w Polsce, jak i za granicą, co zmniejsza ryzyko odpływu pracowników za granicę, kluczowi pracownicy otrzymali akcje spółki w ramach programu motywacyjnego,
- relatywnie krótki czas realizacji kontraktów (12-14 miesięcy), co zmniejsza ryzyko niekorzystnych zmian rynkowych i pozwala elastycznie reagować na zmieniające się warunki otoczenia.

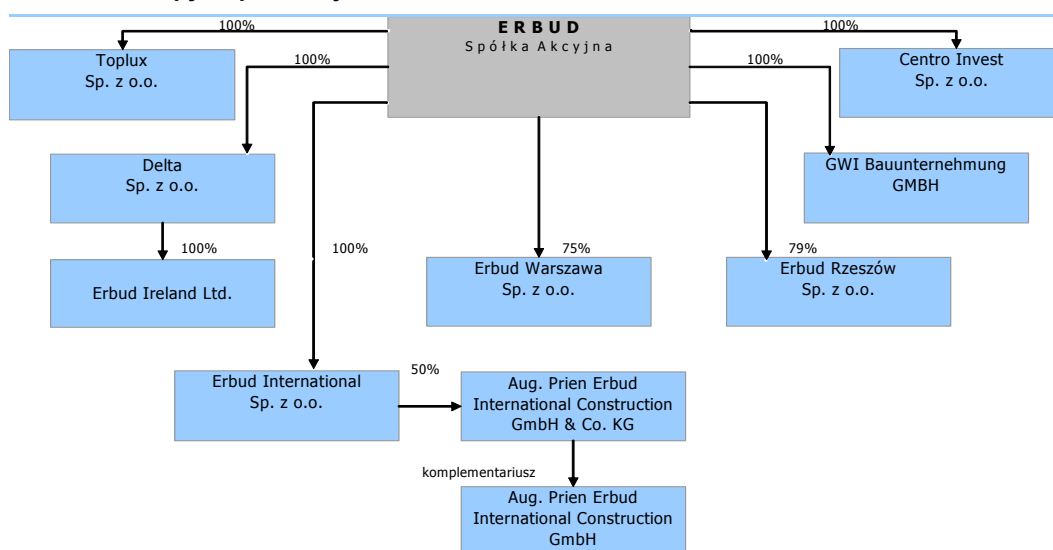
Struktura Grupy Kapitałowej Erbud

Erbud S.A. sprawuje bezpośrednią kontrolę nad siedmioma spółkami zależnymi, jednak konsolidacją pełną, z uwagi na istotność objęte są jedynie trzy z nich: Toplux sp. z o.o., Erbud International sp. z o.o. oraz GWI Bauunternehmung GmbH. We wszystkich tych spółkach Erbud posiada 100% udziałów i głosów. Toplux zajmował się produkcją i naprawą statków oraz produkcją budowlaną i produkcją świetlików dachowych, jednak działalność spółki jest wygaszana – działalność montażowa jest przeniesiona do Erbudu, produkcja pasm oświetleniowych do Erbudu Warszawa. Erbud International prowadzi szeroko pojęty eksport usług budowlanych, a GWI Bauunternehmung świadczy usługi wykonawstwa robót budowlanych w Niemczech i krajach Benelux. Poniżej przedstawiamy pełną strukturę Grupy Kapitałowej Erbud.

Inwestor branżowy

Inwestorem branżowym Erbudu jest niemiecka Grupa Wolff & Muller z siedzibą w Sztutgarcie. Przedsiębiorstwo prowadzi działalność w obszarach budownictwa, surowców oraz usług około budowlanych. Grupa Wolff & Muller prowadzi działalność głównie na terytorium Niemiec, gdzie posiada zakłady w 27 lokalizacjach. Grupa generuje obroty ok. 800 mln EUR, a zatrudnia ok. 3000 pracowników, prowadząc działalność na terenie Niemiec, Europy Wschodniej (Polska, Czechy, Słowacja, Węgry Rumunia, Chorwacja oraz Słowenia) oraz na rynku austriackim. Grupa Wolff & Muller posiada kompetencje m.in. w obszarze budownictwa inżynierskiego i drogowego.

Struktura Grupy Kapitałowej Erbud



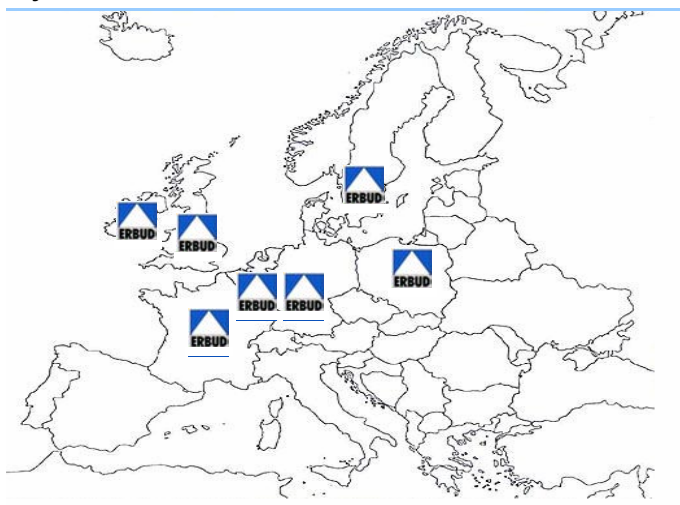
Źródło: Erbud

Główne obszary działania i zasięg terytorialny

Erbud działa jako generalny wykonawca na rynku budownictwa kubaturowego – mieszkaniowego (w latach 2005-2006 stanowiły one średnio 38% przychodów), użyteczności publicznej (szkoły, szpitale, hale widowiskowe, baseny, terminale lotniskowe,

dworce kolejowe, tunele kolejowe i drogowe) oraz obiektów przemysłowych (magazyny, centra dystrybucyjne) i komercyjnych (centra handlowe, multikina). W Polsce Erbud realizuje głównie projekty w ramach generalnego wykonawstwa, natomiast za granicą występuje jako podwykonawca (projekty GW stanowią 20% kontraktów zagranicznych). Z rynków zagranicznych, spółka jest najbardziej aktywna w Niemczech, Irlandii i Szwecji. Jest również obecna we Francji, Belgii oraz Anglii.

Rynki działania Erbudu



Źródło: Erbud

Strategia rozwoju

Celem spółki jest wzrost wartości przede wszystkim poprzez realizację projektów o wysokim poziomie rentowności. Dalszy rozwój grupy ma zapewnić dywersyfikacja i rozszerzenie profilu działalności o budownictwo drogowe i inżynieryjne. Rozważane jest również poszerzenie aktywności w obszarze budownictwa ogólnego lub deweloperskiego. W tym celu spółka planuje zakup jednego lub kilku podmiotów działających w branży budownictwa drogowego, inżynieryjnego, deweloperskiego lub ogólnego. Dywersyfikacja działalności ma zostać osiągnięta również poprzez zwiększanie aktywności na rynkach zagranicznych. W tym celu spółka zwiększyła w 2006 roku zagraniczne zatrudnienie o 160 osób.

Selekcja kontraktów jest oparta głównie na kryterium rentowności. W latach 2005/2006 około 38% stanowiły kontrakty mieszkaniowe z uwagi na boom rynkowy i możliwość uzyskania dobrych marży. Spółka jest również aktywna w innych obszarach rynku, a tym samym broni się przed pogorszeniem koniunktury w wybranym segmencie rynku.

Ważnym elementem w strategii rozwoju jest akwizycja spółki działającej w segmencie budownictwa drogowego. Z uwagi na oczekiwania znacznej poprawy w segmencie budownictwa drogowego, ceny spółek budowlanych gwałtownie wzrosły. Erbud nie ma jednak zamiaru przejmować spółki za każdą cenę.

Kolejnym elementem strategii spółki jest zwiększanie aktywności na rynkach zagranicznych. W początkowym okresie swojej działalności Erbud działał głównie na tych rynkach – obecnie skupia się na rynku polskim. Przychody ze sprzedaży zagranicznej w latach 2003-2005 wynosiły 35-55 mln PLN. W wyniku zwiększenia zatrudnienia sprzedaż w 2006 roku wyniosła prawie 100 mln PLN, a w 2007 roku może to być już około 140-150 mln PLN. Na rynkach zagranicznych 20% sprzedaży stanowią przychody z generalnego wykonawstwa i wielkość ta może ulec zwiększeniu.

Cele emisji

Ustalonymi przez spółkę celami emisji są:

1. Zwiększenie kapitału obrotowego – maksimum 30 mln PLN,
2. Przejęcia innych podmiotów i ich wsparcie kapitałowe – minimum 75 mln PLN.

Podniesienie kapitału obrotowego ma na celu umożliwienie grupie zwiększenia skali prowadzonej działalności, w tym realizację większych projektów w związku ze wzrostem możliwości przedstawienia niezbędnych zabezpieczeń (gwarancje dobrego wykonania kontraktu, gwarancje naprawy wad i usterek). Zwiększenie kapitału powinno również wpłynąć na uzyskanie wyższych marż dzięki uzyskanym rabatami w zamian za przyspieszone płatności, a także poprzez zagwarantowanie stałości cen w konsekwencji przedpłat.

Środki pozyskane na przejęcia innych podmiotów i ich wsparcie kapitałowe Erbud zamierza wykorzystywać w 2007 i 2008 roku. Celami akwizycyjnymi są podmioty działające w branży budownictwa drogowego, inżynieryjnego, deweloperskiego lub ogólnego. Akwizycja pozwoli spółce na rozszerzenie skali i dywersyfikację zakresu prowadzonej działalności, co w kontekście oczekiwanego wieloletniego boomu na rynku budownictwa drogowego i inżynieryjnego, wspartego przez środki unijne, wydaje się racjonalnym posunięciem. Spółka dokonała selekcji potencjalnych celów inwestycyjnych i z wybranymi z nich rozpoczęła rozmowy. Finansowanie akwizycji może być wsparte długiem. Erbud nie ma zamiaru przejmować wspomnianych spółek za wszelką cenę. Dlatego w przypadku niepowodzenia akwizycji, spółka zakłada możliwość wykorzystania środków z emisji na utworzenie nowych oddziałów spółki i zasilenie ich w kapitał obrotowy.

Zatrudnienie

Łączne zatrudnienie w Erbudzie na koniec stycznia 2007 roku wynosiło 728 osób (601 pracowników fizycznych), a w całej grupie kapitałowej 1279 osób (1069 pracowników fizycznych). Łączne zatrudnienie w grupie kapitałowej wzrosło od końca 2005 roku do końca stycznia 2007 roku o ponad 600 osób.

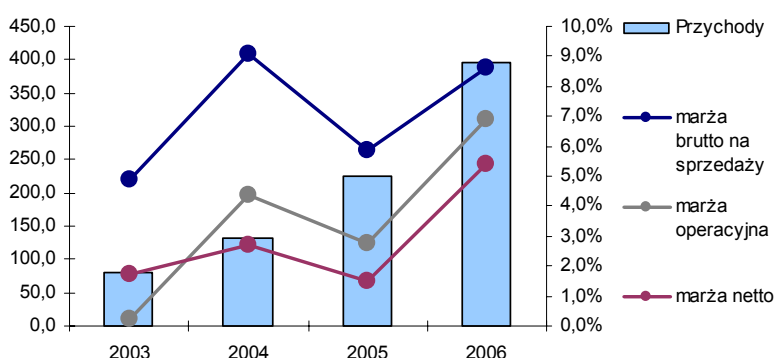
Stosowana rachunkowość

Erbud rozlicza przychody z projektów jako kontrakty długoterminowe. Innymi słowy, do momentu końcowego rozliczenia kontraktu, wykonane prace są księgowane metodą stopnia zaawansowania lub metodą zerową (gdy nie można oszacować stopnia zaawansowania) przy założeniu minimalnej marży. Z uwagi na stosowaną rachunkowość i przesunięcie rozliczenia końcowego kontraktów w kolejnych kwartałach, realizowana marża może się wahać w poszczególnych kwartałach i latach.

Wyniki i prognozy finansowe

Od 2003 roku Erbud ponad czterokrotnie zwiększył przychody i dziewięciokrotnie zysk netto. Głównymi czynnikami, które na to wpłynęły, było dokapitalizowanie przez inwestora branżowego, poprawa koniunktury budowlanej na polskim rynku oraz poprawa sytuacji generalnych wykonawców m.in. poprzez zmniejszenie wymogów dotyczących gwarancji. Wzrost przychodów szedł w parze z poprawiającą się rentownością operacyjną z uwagi na efekt dźwigni operacyjnej. Mimo wzrostu kosztów ogólnego zarządu, ich procentowy udział w sprzedaży spadł z 2,6% w 2003 roku do 1,7% w 2006 roku. W wynikach historycznych jest też widoczny efekt zmiany w 2005 roku sposobu rozliczania kontraktów budowlanych według międzynarodowych standardów rachunkowości, co wpłynęło na zmniejszenie rentowności prowadzonej działalności w wyniku przesunięcia uznania części zysków z kontraktów budowlanych.

Przychody i marże Erbudu w latach 2003-2006



Źródło: Erbud

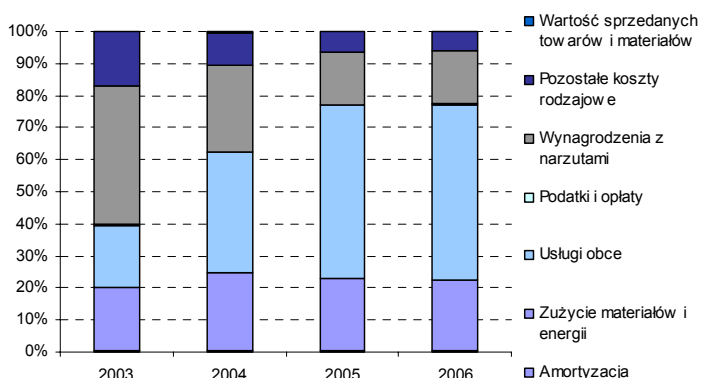
Struktura przychodów

Spółka nie publikuje danych dotyczących rozbicia przychodów na poszczególne segmenty rynku budowlanego. Spółka podała jedynie informację, że przychody z budownictwa mieszkaniowego w latach 2005/2006 stanowiły około 38% wszystkich przychodów. Dobór kontraktów następuje głównie na podstawie kryterium rentowności. Z uwagi na obecny boom w segmencie mieszkaniowym, możliwe do uzyskania marże są wysokie, dlatego spółka przyjmuje do realizacji kontrakty od deweloperów.

Koszty rodzajowe

Zwiększenie udziału generalnego wykonawstwa po dokapitalizowaniu przez inwestora zagranicznego jest widoczne w zmieniającej się strukturze kosztów rodzajowych. W ciągu ostatnich trzech lat znacząco wzrósł udział kosztów podwykonawstwa (usługi obce) w całości kosztów rodzajowych – z 19% w 2003 roku do 55% w 2006 roku. W tym samym czasie relatywnie zmniejszył się udział wynagrodzeń z narzutami w całości kosztów – z 43% w 2003 roku do 17% w 2006 roku. Zużycie materiałów i energii utrzymywało się w całym okresie na stabilnym poziomie 20-24%. Amortyzacja z uwagi na małą bazę sprzętową stanowiła w całym okresie koszt marginalny. Udział pozostałych kosztów rodzajowych spadł z 17% w 2003 roku do 6% w 2006 roku. Poniżej przedstawiamy zestawienie kosztów rodzajowych w ujęciu procentowym. Z uwagi na osiągnięcie stabilizacji na poziomie struktury kosztów w ostatnich dwóch latach, co sugeruje zbliżanie się do docelowego modelu działalności, zakładamy utrzymanie się proporcji kosztów na porównywalnym poziomie w kolejnych latach.

Koszty Erbudu w ujęciu rodzajowym w latach 2003-2006



Źródło: Erbud

Wyniki za 2006 rok

Wyniki Erbudu za 2006 rok wykazują znaczną poprawę w stosunku do roku poprzedniego. Erbud zrealizował w 2006 roku skonsolidowane przychody na poziomie 394,7 mln PLN, co oznacza imponujący wzrost 76,3% r/r. Marża brutto na sprzedaży wzrosła z 5,9% do 8,6%, należy jednak pamiętać, że w 2005 roku Erbud zaczął rozliczać realizowane prace budowlane jako kontrakty długoterminowe, co przełożyło się na przesunięcie realizacji części zysków na 2006 rok. Istotny wpływ na wynik finansowy w 2006 roku miało również rozwiązanie rezerw na naprawy gwarancyjne w wysokości 4 mln PLN (w poprzednich latach kształtowały się na poziomie 0,6-0,8 mln PLN). Po wyłączeniu tego jednorazowego czynnika, zysk operacyjny spada do 23,2 mln PLN. W kolejnych latach oczekujemy ustabilizowania się marży na poziomie niższym od tej zrealizowanej w 2006 roku. W celu ukazania powtarzalnego obrazu sytuacji finansowej w spółce i wykluczenia ewentualnego wpływu zmian księgowych (rozliczania kontraktów budowlanych) obliczyliśmy średnią rentowność osiągniętą przez Erbud w latach 2005-2006. Rentowność operacyjna w ciągu tych dwóch lat wyniosła 5,4%, a po wyłączeniu jednorazowego rozwiązania rezerw na naprawy gwarancyjne (3 mln PLN), spada do 4,9%. Na poziomie zysku netto średnia rentowność wyniosła w tym okresie 4%, a po wyłączeniu transakcji jednorazowej 3,6%.

Wyniki Erbudu za IV kwartał 2006 roku

(mln PLN)	IVQ2006	IVQ2005	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	84,0	54,0	55,6%	394,7	223,9	76,3%
zysk brutto na sprzedaży	12,7	6,1	107,2%	33,9	13,1	158,3%
marża	15,1%	11,3%	-	8,6%	5,9%	-
EBITDA	12,9	2,4	446,0%	28,2	7,1	295,9%
marża	15,3%	4,4%	-	7,2%	3,2%	-
EBIT	12,7	2,2	487,4%	27,2	6,2	340,1%
zysk brutto	9,5	2,0	383,2%	26,2	4,6	471,3%
zysk netto	7,1	0,8	813,3%	21,3	3,3	536,3%

Źródło: Erbud

Portfel kontraktów

Erbud prowadzi projekty o relatywnie krótkim czasie realizacji. W 2006 roku spółka w ramach całej grupy kapitałowej podpisała łącznie 45 kontraktów, z czego 18 stanowią projekty krajowe. Łączna wartość podpisanych kontraktów wynosi około 630 mln PLN. Ich realizacja będzie przebiegała głównie w 2007 roku. Największe kontrakty krajowe dotyczą obszarów budownictwa komercyjnego, mieszkaniowego, centrów dystrybucyjnych, obiektów użyteczności publicznej i innych. Wśród największych kontraktów zagranicznych są projekty mieszkaniowe, inżynieryjne i przemysłowe (m.in. terminal portowy LNG w Anglii, elektrownia we Francji). W wyborze kontraktów spółka kieruje się głównie kryterium najwyższej rentowności.

Prognoza zarządu

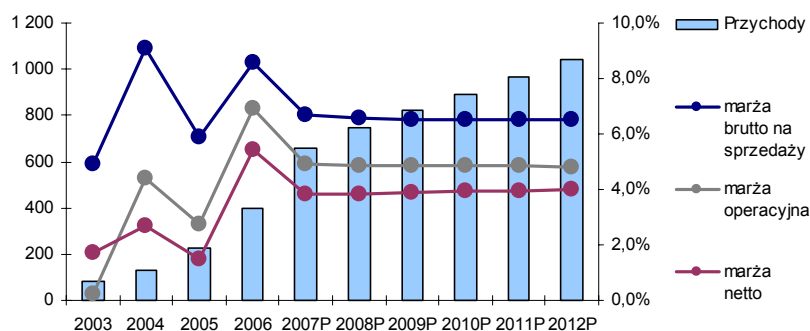
Oficjalna prognoza zarządu zakłada wypracowanie w 2007 roku sprzedaży na poziomie 660,7 mln PLN, zysku operacyjnego na poziomie 32,2 mln PLN i zysku netto na poziomie 24,2 mln PLN. Portfel kontraktów do daty sporządzenia prospektu stanowił 85% prognozowanej sprzedaży na cały 2007 rok. Prognoza została sporządzona przy założeniu braku przejęć innych spółek.

Potencjał poprawy wyników i założenia do prognoz

W naszej opinii, która jest zbieżna z opinią zarządu, marża netto na poziomie 3-3,5% jest w spółce powtarzalna i realna do osiągnięcia. Potencjał do jej poprawy jest możliwy przy założeniu przejęcia innych podmiotów działających w obszarze budownictwa drogowego, inżynieryjnego lub deweloperskiego, których działalność charakteryzuje się wyższymi marżami. W chwili obecnej nie posiadamy szczegółowych informacji na temat potencjalnych celów do przejęcia przez Erbud, wobec czego nie uwzględniamy żadnych akwizycji w naszych prognozach.

W naszych prognozach jesteśmy ostrożni. Zakładamy utrzymanie w kolejnych latach marży na poziomie zbliżonym do średniego poziomu z lat 2005-2006. Z uwagi na fakt, że Erbud szybciej niż inni generalni wykonawcy skorzystał na poprawie koniunktury w budownictwie, baza na kolejne lata w Erbudzie jest wyższa niż w innych spółkach budowlanych, stąd dynamika poprawy wyników finansowych w kolejnych latach może się wydawać niższa niż w innych spółkach budowlanych. Nie należy jednak zapominać, że w ciągu ostatnich trzech lat, od momentu dokapitalizowania przez inwestora branżowego, Erbud pięciokrotnie zwiększył przychody i siedemnastokrotnie zysk netto. Implikuje to średnią stopę wzrostu CAGR 2004-2006 odpowiednio na poziomie 71% i 151%. W latach 2007-2009 prognozujemy średnią stopę wzrostu przychodów na poziomie 27,6% oraz średni wzrost zysku netto w tym okresie po wyłączeniu transakcji jednorazowej w 2006 roku na poziomie 19,1%. W naszych prognozach nie uwzględniamy potencjalnych korzyści związanych z możliwością uzyskania dodatkowych upustów od dostawców w związku ze zwiększeniem możliwości wcześniejszych płatności i efektów przejęć podmiotów działających w branży budownictwa drogowego i/lub inżynieryjnego.

Przychody i marże Erbudu w latach 2003-2012

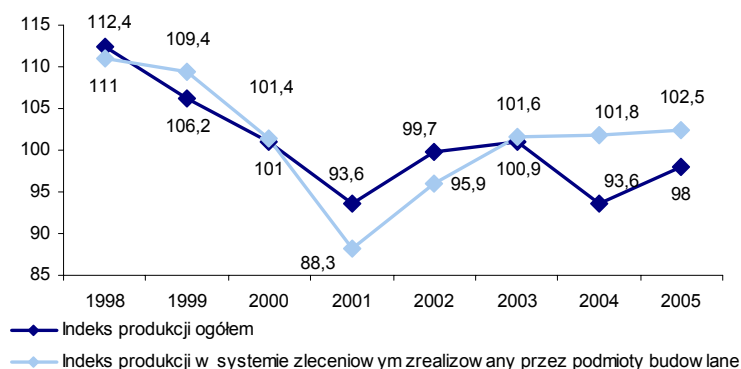


Źródło: Erbud, P- prognozy DI BRE

Rynek budowlany w Polsce

Rok 2006 utrwalił poprawę koniunktury na rynku budowlanym, która nastąpiła w 2005 roku. Według danych GUS, produkcja budowlano-montażowa zrealizowana na terenie kraju przez przedsiębiorstwa budowlane o liczbie pracujących powyżej 9 osób (w cenach stałych) była w grudniu 2006 roku wyższa o 17,9% niż przed rokiem, a po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym, ukształtowała się na poziomie wyższym o 26,0% niż w grudniu 2005 roku. Poziom produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej przez wspomnianą grupę przedsiębiorstw w całym 2006 roku był o 17,5% wyższy niż w 2005 roku. Przyczyn tego stanu rzeczy można upatrywać w kilku podstawowych czynnikach – utrzymującym się wzroście gospodarczym w Polsce, boomerze w budownictwie mieszkaniowym, niskiej bazie z lat ubiegłych (silna dekoniunktura w latach 2000-2004) oraz stymulacji inwestycji przez fundusze unijne. Z uwagi na dekoniunkturę rynkową w latach 2000-2004, wiele podmiotów wypadło z rynku, co przemawia na korzyść podmiotów, które przetrwały trudne czasy. Obecnie rynek cierpi na brak podaży mocy wykonawczych, co w perspektywie kilku kwartałów przemawiać będzie na korzyść wykonawców. Erbud jest przykładem spółki budowlanej, która przetrwała trudne czasy w budownictwie poprzez działalność na rynkach zagranicznych, utrzymywanie relatywnie małej bazy sprzętowej oraz koncentrację wyłącznie na marżowych projektach. Boom inwestycyjny z kolei ze zdwojoną siłą przełożył się na poprawę wyników w spółce. W ciągu ostatnich trzech lat, od momentu dokapitalizowania przez inwestora branżowego, Erbud pięciokrotnie zwiększył przychody i siedemnastokrotnie zysk netto. Implikuje to średnią stopę wzrostu CAGR 2004-2006 odpowiednio na poziomie 71% i 151%.

Indeks produkcji budowlano-montażowej ogółem w Polsce (w cenach stałych)



Źródło: GUS

Barьеры działalności

Według badań koniunktury przeprowadzonych przez GUS, w lutym 2007 roku jako barierę w dalszej poprawie koniunktury w budownictwie podaje się konkurencję ze strony innych firm (53% przedsiębiorstw w lutym i styczniu 2007 w porównaniu do 63% w lutym 2006 roku). Warto jednak zauważyć, że znaczenie tego czynnika jako bariery działalności z miesiąca na miesiąc maleje. Jako jedną z największych barier przedsiębiorcy wymieniają rosnące koszty zatrudnienia (55% badanych przedsiębiorstw w lutym wobec 46% w lutym 2006 roku). Coraz większego znaczenia nabiera bariera w postaci niedoboru wykwalifikowanych pracowników (wzrost z 22% przed rokiem do 50% w lutym 2007). Przedsiębiorcy bardzo optymistycznie oceniają koniunkturę na rynku i bariera związana z niedostatecznym popytem zmalała do 22% z ponad 30% przed rokiem.

Wynagrodzenia

Według badań koniunktury GUS, w lutym 2007 roku na niedobór wykwalifikowanych pracowników wśród barier rozwoju wskazywało 50% pracodawców w budownictwie (wobec 22% w lutym 2006 roku). Ożywienie na rynku budowlanym zwiększa popyt na wykwalifikowanych budowlańców. Coraz trudniej jest ich pozyskać na rynku, wobec czego nieuchronny wydaje się wzrost płac w budownictwie w celu zahamowania odpływu pracowników za granicę i skłonienia osób, które już wyjechały do powrotu. Według GUS, średnie wynagrodzenia w 2006 roku w budownictwie wzrosły o 9,9% w stosunku do 2005 roku. W tym samym okresie przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 4,9%. W naszym odczuciu, z uwagi na wzrost popytu

na prace budowlane, wyższe koszty wynagrodzeń będą mogły być przeniesione docelowo na odbiorcę finalnego. Jako jeden ze sposobów poprawy dostępu do wykwalifikowanej kadry podaje się otwarcie granic na pracowników ze wschodu i Chin. Jednym ze sposobów na zatrzymanie odpływu krajowych pracowników będzie wzrost płac. Mogą to być wzrosty rzędu kilkunastu procent w ciągu roku. Chęć zatrzymania pracowników lub zatrudnienia nowych z uwagi na zwiększające się portfele zamówień, może również przełożyć się na wzrost innych pozapłacowych elementów wynagrodzenia, co dodatkowo wpłynie na wzrost obciążeń pracodawców.

Materialy

W ostatnich miesiącach gwałtownie wzrosły ceny usług materiałów i usług budowlanych – cementu, kruszywa, styropianu, podwykonawców. Według oficjalnych danych GUS, wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej w grudniu 2006 roku wzrósł o 4,3% w stosunku do analogicznego miesiąca 2005 roku. Jednak rzeczywisty wzrost cen wybranych materiałów może być kilkukrotnie wyższy. Z kolei, wzrost cen w okresie styczeń-listopad wyniósł 2,8% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Widoczny wzrost cen zauważalny jest począwszy od września 2006 roku, co potwierdza tezę o przesunięciu przewagi negocjacyjnej w kierunku wykonawców.

Rynek budowlany w Europie

Sytuacja na europejskim rynku budowlanym podlega wahaniom cyklicznym. Po dobrych dla budownictwa latach 1993-1995 na europejskim rynku budowlanym, lata 1996 i 1997 przyniosły spadek. Kolejne trzy lata przyniosły ponowne ożywienie, a w latach 2001-2005 dynamika wzrostu ponownie zmalała. Całościowy obraz sytuacji ratowały takie kraje jak Hiszpania, Irlandia, Wielka Brytania i Włochy, które w ostatnich dziesięciu latach odnotowywały systematyczny wzrost. Relatywnie słabo na tle pozostałych państw wypadły Niemcy, gdzie w ostatnich dziesięciu latach produkcja budowlana spadała średnio 4,3% rocznie. W ostatnich kwartałach widoczne jest ponowne ożywienie, zwłaszcza w krajach nowo przyjętych do Wspólnoty Europejskiej.

Realna dynamika produkcji budowlanej w ujęciu rocznym

Kraj	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006P
Belgia	5,6%	0,2%	5,8%	3,4%	1,1%	-5,4%	-3,4%	3,8%	5,5%	4,2%
Niemcy	-1,5%	-0,9%	1,5%	-2,4%	-4,6%	-5,8%	-1,6%	-2,3%	-4,5%	-1,0%
Irlandia	b.d.	b.d.	12,1%	6,0%	3,4%	2,5%	3,6%	5,2%	5,6%	4,5%
Francja	-1,0%	0,6%	5,7%	7,0%	1,8%	-0,5%	0,0%	3,7%	3,1%	3,1%
Szwecja	-7,8%	1,8%	0,0%	4,1%	6,1%	3,3%	-4,0%	4,5%	8,0%	4,2%
Wielka Brytania	3,0%	1,6%	1,5%	1,5%	2,5%	4,2%	5,0%	2,9%	-0,9%	1,8%
UE*	0,5%	1,4%	3,3%	2,9%	1,0%	0,1%	1,0%	1,7%	0,8%	1,9%

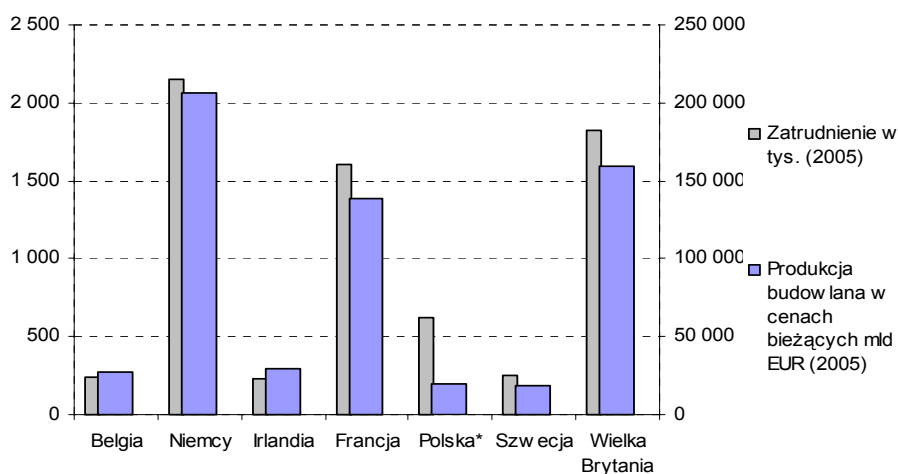
Źródło: European Construction Industry Federation, *bez GR, L, M, PL, SLO, LT, LV, EE, CY

Według Eurostatu, produkcja budowlana w 25 krajach UE w II i III kwartale 2006 roku wzrosła w ujęciu rocznym odpowiednio o 3,4% i 4,5%. Poprawa występuje w większości krajów starej i nowej Unii, ze zdecydowanie wyższą dynamiką w drugiej grupie.

Wielkość rynków poszczególnych krajów

Udział sprzedaży eksportowej w całości przychodów Erbudu stanowił w 2006 roku około 25% całości przychodów. Większość z przychodów pochodziła z rynku niemieckiego. Poniżej przedstawiamy wielkość i zatrudnienie na rynkach budowlanych stanowiących główne obszary aktywności Erbudu.

Produkcja budowlana i zatrudnienie w budownictwie w wybranych krajach UE



Źródło: European Construction Industry Federation, *szacunki DI BRE na podstawie danych GUS

Rachunek wyników

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	223,9	394,7	660,0	745,6	820,8	891,2
<i>zmiana</i>	69,6%	76,3%	67,2%	13,0%	10,1%	8,6%
Koszt własny sprzedaży	210,8	360,8	615,8	696,5	767,2	833,1
Zysk brutto na sprzedaży	13,1	33,9	44,2	49,2	53,6	58,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,9%	8,6%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%
Koszty sprzedaży	-0,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Koszty ogólnego zarządu	-5,9	-8,6	-9,9	-10,4	-10,7	-11,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,0	3,0	-1,0	-1,5	-1,9	-2,2
EBIT	6,2	27,2	32,3	36,2	40,0	43,2
<i>zmiana</i>	6,8%	340,1%	18,5%	12,2%	10,4%	8,0%
<i>marża EBIT</i>	2,8%	6,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%
Wynik na działalności finansowej	-1,6	-1,0	0,5	0,7	1,1	1,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	4,6	26,2	32,8	36,9	41,1	44,8
Podatek dochodowy	1,2	3,6	6,2	7,0	7,8	8,5
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Zysk netto	3,4	21,3	25,2	28,6	32,0	35,0
<i>zmiana</i>	-5,4%	536,9%	18,3%	13,3%	11,8%	9,4%
<i>marża</i>	1,5%	5,4%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
Amortyzacja	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5
EBITDA	7,1	28,2	33,4	37,4	41,4	44,7
<i>zmiana</i>	11,4%	295,9%	18,4%	12,0%	10,5%	8,1%
<i>marża EBITDA</i>	3,2%	7,2%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	10,1	12,6	12,6	12,6	12,6
EPS	0,3	2,1	2,0	2,3	2,5	2,8
CEPS	0,4	2,2	2,1	2,4	2,7	2,9
ROAE	18,0%	70,8%	24,0%	15,5%	14,9%	14,1%
ROAA	4,4%	15,0%	9,5%	8,0%	7,9%	7,7%

Bilans

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	91,1	193,4	336,0	382,3	429,8	479,2
Majątek trwały	8,3	13,5	13,4	13,7	14,3	14,8
WNIIP	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rzeczowe aktywa trwałe	2,2	4,7	4,6	4,8	5,5	6,0
Inwestycje długoterminowe	5,1	3,2	1,7	1,8	1,8	1,8
Pozostałe	1,0	5,3	6,9	6,8	6,8	6,8
Majątek obrotowy	82,8	179,9	322,7	368,7	415,5	464,4
Zapasy	3,0	41,8	37,1	42,0	46,2	50,2
Należności	56,1	91,6	123,0	138,9	152,9	166,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20,4	29,8	146,0	171,1	199,7	231,5
Inne	2,4	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3
(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	91,1	193,4	336,0	382,3	429,8	479,2
Kapitał własny	20,3	39,9	170,1	198,7	230,7	265,6
Ujemna wartość firmy jedn. podporządk.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania długoterminowe	2,6	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Pożyczki i kredyty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	2,6	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Zobowiązania krótkoterminowe	67,9	146,6	158,9	176,6	192,1	206,6
Pożyczki i kredyty	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania wobec dostawców	52,2	122,6	135,0	152,6	168,1	182,6
Kontrakty budowlane	5,3	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
Rezerwy i inne	8,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Dług	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Dług netto	-18,4	-28,4	-144,5	-169,7	-198,2	-230,0
(Dług netto / Kapitał własny)	-90,4%	-71,1%	-84,9%	-85,4%	-85,9%	-86,6%
(Dług netto / EBITDA)	-2,6	-1,0	-4,3	-4,5	-4,8	-5,1
BVPS	2,0	4,0	13,5	15,8	18,3	21,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	-1,3	16,3	12,1	26,7	30,6	33,8
Zysk netto	3,4	21,3	25,2	28,6	32,0	35,0
Amortyzacja	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5
Kapitał obrotowy	-7,5	-4,9	-14,3	-3,1	-2,8	-2,6
Pozostałe	1,9	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-1,6	-2,1	-1,0	-1,5	-2,0	-2,0
CAPEX	-1,6	-2,1	-1,0	-1,5	-2,0	-2,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-0,9	-4,7	105,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	105,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,5	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-3,7	9,4	116,1	25,2	28,6	31,8
Środki pieniężne na koniec okresu	20,4	29,8	146,0	171,1	199,7	231,5
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF			12,0	25,9	29,0	31,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,7%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42
andrzej.lis@dibre.com.pl
IT

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Handel, surowce, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
jacek.borawski@dibre.com.pl
Analiza techniczna

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
joanna.niedziela@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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.

Do opracowania wybrano istotne informacje z całej historii spółek będącej przedmiotem tego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz emitenta i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Niniejsze opracowanie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu.

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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 opracowania 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.