

Opinia na temat oferty publicznej Spółki



- **O spółce, parametrach oferty oraz celach emisji**

Erbud to jedna z najdynamiczniej rozwijających się polskich grup budowlanych w Polsce. Działalność Spółki obejmuje kompleksowe przygotowanie i realizację obiektów budownictwa użyteczności publicznej (m.in. szpitale, baseny, szkoły), handlowych (centra handlowo-usługowe), mieszkaniowych (osiedla mieszkaniowe, budynki wielorodzinne), hotelowych, przemysłowych, hal (stalowych, żelbetowych i innych), modernizację i kompleksowe remonty istniejących obiektów oraz budownictwa infrastrukturalnego.

Strategia Spółki zakłada dywersyfikację ryzyka oraz wzrost realizowanych marż poprzez rozszerzenie działalności na projekty budownictwa drogowego, inżynieryjnego. Rozszerzenie działalności zgodnie z planem powinno nastąpić w wyniku akwizycji. Grupa planuje zakup jednego lub kilku podmiotów działających w branży budownictwa drogowego, inżynieryjnego. W celu dalszego rozwoju w segmencie budownictwa kubaturowego Grupa planuje przejęcia jednego lub kilku przedsiębiorstw działających w segmencie budownictwa ogólnego lub prowadzących działalność deweloperską. Działania takie pozwolą na zdywersyfikowanie ryzyka prowadzonej działalności przy jednoczesnym wzroście przychodów oraz maksymalizacji realizowanych marż. Należy podkreślić, że projekty w branży budownictwa drogowego, inżynieryjnego należą do najbardziej rentownych, co stanowi kluczową przesłankę decyzji o rozszerzeniu działalności Grupy na tę właśnie branżę.

W dodatku w związku z organizacją Euro 2012 szansa na dynamiczny rozwój tego segmentu budownictwa jest jeszcze większa.

Spółka planuje przeprowadzić akwizycje za środki pozyskane z emisji, a potencjalne transakcje powinny nastąpić do roku 2008. Na akwizycję Erbud chciałby przeznaczyć minimum 75 mln zł. Kapitał obrotowy ma być z kolei zasilony maksymalną kwotą rzędu 30 mln zł.

Oferta Publiczna Akcji Erbud składa się z 2,5 mln szt. walorów emitowanych oraz 0,9 mln akcji należących do dotychczasowych akcjonariuszy. Widelki ceny emisyjnej zostały ustalone w przedziale 45-50 zł. Zapisy w ramach transzy inwestorów indywidualnych na 0,7 mln akcji przyjmowane będą w okresie 25-27 kwietnia 2007 r. W tym samym okresie przyjmowane będą zapisy na 2,7 mln walorów oferowanych w ramach transzy inwestorów instytucjonalnych. Cena emisyjna zostanie ustalona 24 kwietnia. Zamknięcie subskrypcji nastąpi najpóźniej do 7 maja, a akcje zostaną przydzielone nie później niż w ciągu 5 dni roboczych od dnia zamknięcia subskrypcji. Zapisy przyjmowane będą w punktach obsługi klienta Domu Inwestycyjnego Bre Banku.

- **Finanse, parametry wskaźników rynkowych**

Erbud od kilku lat rozwija się w bardzo dynamicznym tempie. W okresie 2003-2006 można było zaobserwować bardzo wysoką dynamikę wzrostu Spółki, co było m.in. konsekwencją dynamicznego rozwoju, ale jednocześnie wciąż poprawiającej się koniunktury w budownictwie. W 2003 roku Erbud osiągnął zaledwie 78,9 mln zł przychodów, 0,16 mln zł zysku operacyjnego oraz 1,35 mln zł zysku netto. W 2005 roku przychody oscylowały już w pobliżu 223,9 mln zł, a zysk netto zamknął się kwotą 3,35 mln zł. Tymczasem w 2006 roku Spółka osiągnęła najwyższe w historii przychody (394,7 mln zł), rekordowy zysk operacyjny (27,2 mln zł) oraz najwyższy zysk netto (21,3 mln zł). Powyższe wyniki oznaczają, że w okresie 2003-2006 przychody wzrosły o ponad 400%, a zysk netto o ponad 1470%. Warto zaznaczyć, że przychody ze sprzedaży usług stanowiły w 2006 roku 99,9% wielkości przychodów ogółem, co oznacza, że Spółka jest typową firmą wykonawczą.

Bieżący rok zgodnie z prognozą powinien przynieść dalszą poprawę wyników finansowych. Przychody ze sprzedaży mają wzrosnąć w stosunku do roku 2006 aż o 67,4% do poziomu 660,7 mln zł. Zysk operacyjny wzrośnie o 18,4% do 32,2 mln zł, a zysk netto

będzie o 13,6% wyższy niż w 2006 roku i zamknie się kwotą 24,2 mln zł. Prognozę należy traktować, jako konserwatywną.

Choć pozytywne tendencje w bieżącym roku zostaną podtrzymane, to jednak trzeba zauważyć, że w 2007 roku wyraźnie obniży się rentowność netto Spółki. Spadnie ona do poziomu 3,7%, podczas gdy w 2006 roku sięgała niemal poziomu 5,4%. Różnica ta może wynikać m.in z faktu, że w ubiegłym roku spółka osiągnęła dodatkowe wpływy ze zdarzeń jednorazowych, które skutecznie podwyższyły wynik finansowy, a tym samym bazę porównawczą. W lekkim stopniu na spadek marży może wpływać również niedobór pracowników budowlanych, czy też wzrost kosztów usług budowlanych.

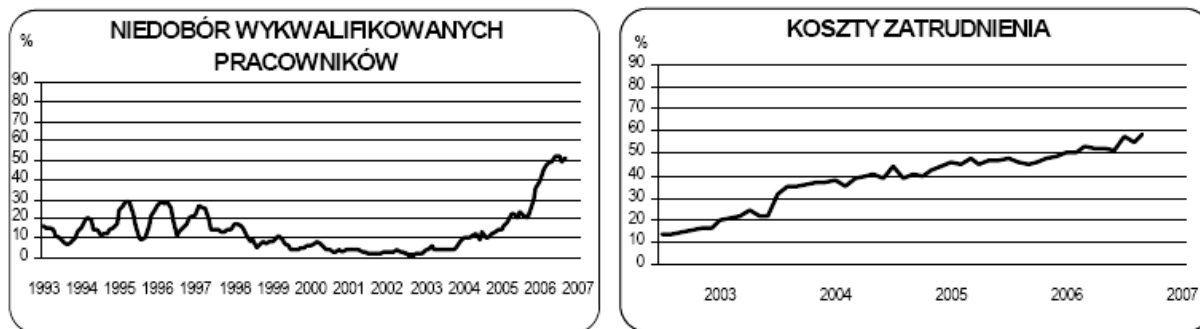
Obecnie średnia wskaźnika C/Z dla spółek z sektora budowlanego kształtuje się na poziomie 28,3, a średnia wskaźnika C/WK na poziomie 6,87. Są to wysokie parametry. Wynikają one m.in. z doskonałej koniunktury w branży oraz oczekiwań na dalszy dynamiczny rozwój sektora. W przypadku Erbudu przy cenie emisyjnej na poziomie 50 zł, wskaźnik C/Z ukształtuje się na poziomie 29,5, a wskaźnik C/WK na poziomie 4,06. Zrealizowanie prognozy na rok 2007 pozwoli na spadek parametru C/Z do poziomu 26, a C/WK do poziomu 3,54. Warto jednak zaznaczyć, że średni wskaźnik C/Z dla firm o zbliżonym profilu działalności (Polimex Mostostal oraz PBG) ma wartość 86. Średni wskaźnik C/WK dla tych spółek kształtuje się na poziomie 13,2. W porównaniu z najbliższymi konkurentami Erbud wypada więc bardzo korzystnie. To z kolei znacząco podnosi atrakcyjność inwestycyjną walorów Erbudu.

• **Podsumowanie**

Spółka jest stabilnym Podmiotem, który nie powinien narzekać na brak zleceń przynajmniej w perspektywie kilku najbliższych lat. To z kolei powinno zapewnić ciągłość rozwoju Erbudu. Sektor budowlany, a szczególnie firmy świadczące usługi budowlane mogą napotykać się jednak w najbliższych latach na bariery związane z niedoborem, a jednocześnie z wciąż postępującym odpływem wykwalifikowanych pracowników, czy też szybko rosnącymi cenami usług oferowanych przez podwykonawców. Rosnące koszty usług, to przede wszystkim efekt bardzo szybko wzrastających płac pracowników budowlanych. Uwagę należy zwrócić również na czynnik zagrożenia związany z konkurencją. Mianowicie na wyniki osiągnięte przez Grupę może mieć wpływ obniżanie cen oferowanych usług przez firmy konkurencyjne. Firmy, konkurując pomiędzy sobą lub ratując się przed upadłością, ryzykują i oferują ceny kontraktowe na poziomie poniżej kosztów własnych, z zamiarem

późniejszej korekty zawartych umów. Obecnie w Polsce działają niemal wszystkie znaczące europejskie firmy budowlane, co wpływa na zaostrzenie konkurencji.

Wyżej wymienione czynniki ryzyka poparte są przez dane GUS. Niedobór wykwalifikowanych pracowników i rosnące koszty zatrudnienia, to wg przedsiębiorców budowlanych kluczowe bariery w dalszym dynamicznym rozwoju branży.



Sporym potencjalnym zagrożeniem dla akcjonariuszy spółek budowlanych może być w przyszłości także ryzyko wynikające z bardzo wysokich wycen większości firm z sektora. Wyceny te w wielu przypadkach uwzględniają przynajmniej 2-3 lata doskonałej koniunktury w branży.

Erbud sprzedaje się po cenie, która nie odbiega znacząco od średniej wyceny sektora. Niemniej warto zwrócić uwagę, że poszczególne spółki, które świadczą usługi dla budownictwa wyceniane są zdecydowanie wyżej niż Erbud. To z kolei może dawać potencjał do wzrostu akcji przyszłego debiutanta. Średni wskaźnik C/Z dla firm o zbliżonym profilu działalności (Polimex Mostostal oraz PBG) ma obecnie wartość 86. Średni wskaźnik C/WK dla tych spółek kształtuje się na poziomie 13,2. Tymczasem w przypadku Erbudu przy cenie emisyjnej na poziomie 50 zł, wskaźnik C/Z ukształtuje się na poziomie 29,5, a wskaźnik C/WK na poziomie 4,06. Zrealizowanie prognozy na rok 2007 pozwoli na spadek parametru C/Z do poziomu 26, a C/WK do poziomu 3,54.

Powyższe wskaźniki oraz strategia rozwoju Spółki nakierowana na akwizycje spółek funkcjonujących w segmencie deweloperskim, czy też budownictwa drogowego może stanowić dodatkową pokusę inwestycyjną. Spółka nie podpisała jeszcze żadnych umów akwizycyjnych, a rozmowy w tej kwestii wciąż są prowadzone. Należy podkreślić, że istnieje w tym przypadku ryzyko, że rozmowy w sprawie przejęć zakończą się fiaskiem. Jeśli oczekiwane akwizycje powiodą się, to pojawi się szansa na przekroczenie prognoz, szczególnie, że tegoroczne założenia budżetowe należy traktować, jako konserwatywne. Ofercie nie powinny zaszkodzić doniesienia prasowe o fakturach nieuregulowanych przez

Erbud na kwotę niecałych 500 tyś. zł. Wszystko wskazuje na to, że roszczenia ze strony TUP są bezpodstawne.

Spodziewać się można, że zapisy na akcje zakończą się bardzo wysoką redukcją, która przekroczy w transzy indywidualnej poziom 95%. Debiut oraz pierwsze dni notowań powinny być dla przyszłych akcjonariuszy bardzo udane.

- **Ocena**

Siła czynnika negatywnego										Siła czynnika pozytywnego																						
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	Kryteria										1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
										Czynniki ryzyka																						
										Akcjonariat po emisji																						
										Fundamenty																						
										Atrakcyjność ceny Emisyjnej ***																						
										Perspektywy dalszego rozwoju																						
										Szansa wzrostu ceny na debiucie >10%*																						
										Pozycja rynkowa																						
										Podsumowanie																						

*** przy cenie emisyjnej 50 zł za akcję oraz po uwzględnieniu prognozy finansowej na rok 2007



- siła czynnika negatywnego



- siła czynnika pozytywnego

Powyższa tabela przedstawia subiektywną i usystematyzowaną w formie tabeli ocenę spółki Erbud

Wyjaśnienie do Oceny (tabeli):

CZYNNIK	WYJAŚNIENIE
Czynniki ryzyka	Ocena podsumowująca ogół istniejących czynników ryzyka dla przyszłych akcjonariuszy spółki. Im wyższy poziom koloru zielonego tym niższe ryzyko. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym wyższe ryzyko.
Akcjonariat po emisji	Ocena akcjonariatu spółki po emisji, w tym także pod kątem blokady akcji „lock-up”, a także pod kątem dominującego udziału jednego podmiotu, bądź podmiotów działających w porozumieniu. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepsza struktura akcjonariatu. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorsza struktura akcjonariatu.
Fundamenty	Ocena długoterminowej stabilności finansowej spółki (podstawą oceny jest siła fundamentalna po uzyskaniu środków z emisji, drugim kryterium są przyszłe wyniki). Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty.
Atrakcyjność ceny emisyjnej	Ocena atrakcyjności oferty cenowej akcji oszacowana na podstawie ogólnej metody porównawczej z sektorem i spółkami i zbliżonym profilu działalności. Im wyższy poziom koloru zielonego tym porównanie wypada korzystniej dla analizowanej firmy. Z kolei coraz wyższy poziom koloru czerwonego świadczy o malejącej atrakcyjności w stosunku do sektora na GPW.
Perspektywy dalszego rozwoju	Ocena planów inwestycyjnych, sytuacji w branży i związanych z tym szans na dalszy rozwój. Im wyższy poziom koloru zielonego tym wyższe perspektywy rozwoju. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym mniejsze perspektywy dalszego rozwoju.
Szansa wzrostu na debiucie >10%	Ocena prawdopodobieństwa wzrostu kursu na debiucie o więcej niż 10% (ocena subiektywna). Im wyższy poziom koloru zielonego tym większa szansa na taki zysk. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym szansa takiego zysku mniejsza.
Pozycja rynkowa	Ocena obecnej pozycji rynkowej spółki, uwzględniająca zagrożenie ze strony konkurentów
Podsumowanie	Ocena podsumowująca wszystkie powyższe czynniki, ze szczególnym uwzględnieniem stabilności fundamentalnej ocenianej firmy oraz jej perspektyw rozwoju i szans zarobku na debiucie. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej można ocenić całościowo spółkę. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej wypada całościowa ocena spółki.

Niniejszej opinii jest Piotr Cieślak – analityk SII. Autor nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem, ani innymi podmiotami oferującymi lub pośredniczącymi w emisji. Opracowanie zostało sporządzone s. 6 z 6 na zlecenie: Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych 22wielnia 2007 r., a opublikowany przez SII w dniu 24 kwietnia 2007 r..

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi "rekomendacji" w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.

Jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o ofercie publicznej akcji Erbud jest opublikowany Prospekt Emisyjny akcji Erbud dostępny między innymi w formie elektronicznej na stronie internetowej Spółki: www.erbud.pl