

**Budownictwo**

Polska

Budimex

BDX PW; BMEX.WA

Akumuluj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Upadłość PNI nie rodzi gotówkowych konsekwencji

Obecna cena: 50,85 PLN, Cena docelowa: 65,1 PLN

W miesiąc po ogłoszeniu odpisów wartości PNI w kwocie 182,3 mln PLN, zarząd PNI złożył wniosek o upadłość układową. Decyzja ta związana jest bezpośrednio z odmową Budimexu dalszego dokapitalizowania spółki. Budimex od czasu przejścia firmy za 225 mln PLN zdążył już przekazać PNI dodatkowe 100,2 mln PLN w formie: a) podwyższenia kapitału (63 mln PLN), zaliczek na zapasy (30,7 mln PLN), należności handlowych (6,4 mln PLN). Ogłoszenie upadłości przez PNI oznacza konieczność dokonania przez Budimex odpisów w kwocie 45 mln PLN na poziomie skonsolidowanym (pozostała po odpisie wartość udziałów) i 145,2 mln PLN na poziomie jednostkowym (wartość udziałów + wartość dokapitalizowania w kwocie 100,2 mln PLN). Radzimy skoncentrować się na gotówkowym wymiarze zdarzenia. W scenariuszu bazowym, który był przyjmowany przez nas przed ogłoszeniem wniosku o upadłość, PNI miało zrealizować ponad 100 mln PLN gotówkowej straty na kontraktach, którą miało obsłużyć m.in. dokapitalizowanie uzyskane od Budimexu. Strata ta była już objęta rezerwami. Obecnie okazuje się, że możliwa strata jest większa i sięga 150-300 mln PLN. Budimex tak dużych strat nie pokryje. 100,2 mln PLN dokapitalizowania pozostaje kosztem utopionym - nic tutaj się nie zmienia. To, co Budimex traci, to perspektywy dodatnich wyników PNI w latach 2014+. Nie jest to strata pełna, gdyż Budimex może po prostu przejąć ludzi od PNI. Warto zwrócić uwagę, że Budimex ma szansę na odzyskanie części zaangażowanej w PNI gotówki (225 mln PLN cena zakupu + 100,2 mln PLN dokapitalizowania). Po pierwsze, nawet w likwidacji kwota 100,2 mln PLN może wejść do masy upadłościowej, w ramach artykułu 128 prawa upadłościowego. Chodzi o nieważność czynności odpłatnych przeprowadzonych ze spółką - matką, w ciągu 6 miesięcy przed dniem złożenia wniosku o upadłość; lustrzane odbicie casusa Rafako - Energomontaż Południe - PBG. Po drugie, w momencie zakupu PNI, PKP zadeklarował na piśmie Budimexowi, że kontrakty spółki są rentowne. Tymczasem straty na kontraktach mogą przekroczyć 150 mln PLN. Rodzi to szansę na pozytywne rozstrzygnięcie w sądzie i odszkodowanie, trudno nam na razie wypowiedzieć się jednak o mocy prawnej dokumentu. Podsumowując, najważniejsze jest to, że upadłość PNI nie powoduje negatywnych konsekwencji gotówkowych dla Budimexu. Podstawą do obniżenia wyceny DCF mogłaby być tylko rewizja długoterminowych prognoz zysków z segmentu kolejnictwa (lata 2013+). Wyniki Budimexu w 2012 roku popsują odpisy na PNI, są to jednak typowe zdarzenia jednorazowe. Negatywną wiadomość o odpisach na PNI traktowalibyśmy jako okazję do kupna. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Duży problem dla Grupy PKP; ryzyka dla Trakcji Tiltiry

W scenariuszu likwidacji PNI, odpowiedzialność za kontrakty realizowane wspólnie z partnerami przejmą konsorcjanci. W przypadku 5 dużych kontraktów, które potencjalnie mogą wygenerować duże straty, są to m.in. PKP Energetyka, PPMT, Trakcja Tiltira i jej spółka zależna PRKił. W praktyce oznacza to, że jeśli PNI wypowie kontrakty, to za ich realizację i 'skonsumowanie' straty będzie odpowiedzialne samo PKP. Sądźmy, że daje to duże szanse na wypracowanie kompromisu. Widzimy zagrożenia dla Trakcji - przejmowanie większego udziału w potencjalnie nierentownych kontraktach.

Potencjalnie nierentowne duże kontrakty PNI

Data podpisania	Linia	Tytuł	mln PLN	Konsorcjant
2011-05-31	E/CE 65	Modernizacja linii, obszar LCS Malbork	868,9	Trakcja Polska, PKP Energetyka, ...
2011-05-25	E59	Modernizacja odcinka Wrocław - granica woj. dolnośląskiego	657,3	PKP Energetyka, PRKił, ...
2010-12-21	E30	Modernizacja linii, odcinek Krzeszowice - Kraków Główny Towarowy	295,6	PKP Energetyka, PPMT
2010-10-21	E30	Modernizacja linii na odcinku Bochnia - Białdolino	410,4	PKP Energetyka, PPMT
2010-05-27	1	Modernizacja linii, odcinek Warszawa Zachodnia - Skierniewice	870,0	PKP Energetyka, PPMT

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Scenariusz likwidacji: jak wygląda bilans PNI, potencjalna masa upadłościowa

Na koniec 2011 roku PNI miało 112,1 mln PLN aktywów trwałych. Są to nieruchomości i maszyny kolejowe. W momencie przejścia Budimex deklarował, że ich wartość rynkowa jest zbliżona do księgowej, można jednak zakładać, że w likwidacji utrata wartości sięgnęłaby 30%. Obecnie PNI nie ma kredytów, ma jednak zobowiązania przeterminowane. Sądźmy, że firma może mieć obecnie, w szczycie sezonu budowlanego, około 80 mln PLN zaangażowanego w realizację kontraktu (rozliczenia międzyokresowe) i bardzo niewielką gotówkę na rachunkach. Można ostrożnie założyć, że utrata kapitału obrotowego netto sięgnie 50% (40 mln PLN odzyskane z 80 mln PLN). Łącznie mamy więc masę upadłościową w kwocie około 120 mln PLN. Pomniejszamy ją z uwagi na możliwe straty z tytułu kosztów stałych i koszty sądowe i otrzymujemy 100 mln PLN.

Scenariusz likwidacji: ile gotówki da się odzyskać?

Jeśli PNI zdecyduje się wypowiedzieć nierentowne umowy, spółka może być obciążona roszczeniami uregulowania gwarancji kontraktowych - bardzo ostrożnie można zakładać kwotę około 100 mln PLN. Zobowiązania handlowe zostały już ujęte w kwocie netto w masie upadłościowej. Spółka nie ma kredytów. Firma może mieć około 40 mln PLN rezerw (2010: 37,8 mln PLN) - zakładamy, że całość należy zrealizować (założenie ostrożnościowe). Wreszcie, w oparciu o artykuł 128 prawa upadłościowego, firma ma 37,2-100,2 mln PLN do zwrotu Budimexowi. Mamy wątpliwość, czy zgodnie z prawem nakłady na dokapitalizowanie spółki zależnej kwalifikują się do zwrotu. W wariantie ostrożnym (37,2 mln PLN do zwrotu) odzyskane może być 56% wierzytelności, czyli 21 mln PLN. W wariantie optymistycznym (100,2 mln PLN do zwrotu), odzyskane może być 41,7% wierzytelności, czyli 41,7 mln PLN.

Wariant układu: możliwość redukcji przyszłych gotówkowych strat

W wariantcie układu należy rozpatrywać wypowiedzenie najbardziej nierentownych umów. Wówczas PNI będzie obciążone roszczeniem uregulowania gwarancji kontraktowych. Mowa o kwocie kilkudziesięciu mln PLN. Z punktu widzenia układu, ewentualny haircut dokapitalizowania PNI nie ma żadnego znaczenia (to co Budimex straci, PNI zyska). Ostatecznie, układ: a) będzie skutkował koniecznością gotówkowego pokrycia gwarancji, ale zmniejszy potencjalne przyszłe gotówkowe straty na kontraktach. Per saldo efekt powinien być pozytywny.

Wariant porozumienia z PKP: możliwość redukcji przyszłych gotówkowych strat

Jest jeszcze opcja porozumienia z PKP, polegająca na rozwiązaniu za zgodą stron nierentownych kontraktów. Wariant taki oznacza dużą redukcję możliwych przyszłych gotówkowych strat. Wariant jest lepszy od układu, gdyż nie generuje konieczności pokrycia gotówką gwarancji kontraktowych oraz pozwala w największym stopniu utrzymać potencjał spółki.

Podsumowanie: wariant bazowy, likwidacja, układ, porozumienie

	Wpływ gotówkowy	Wpływ na przyszłe wyniki
Scenariusz bazowy (przed upadłością PNI)	Ponad 100 mln PLN gotówkowych strat pokryte dokapitalizowaniem Budimexu (koszty utopione)	PNI działa nadal i od 2014 roku generuje zyski.
Likwidacja PNI	Z "utopionych" 100 mln PLN, Budimex odzyskuje w ostrożnym scenariuszu 21 mln PLN	Konieczność istotnej rewizji w dół prognoz; segment kolei w mniejszej skali będzie funkcjonować w Budimexie, niższe zyski
Układ w PNI	Budimex jest w stanie uniknąć dużej części przyszłych gotówkowych strat, musi jednak uregulować gwarancje bankowe. Per saldo efekt jest pozytywny i lepszy, niż w scenariuszu likwidacji.	Redukcja skali działalności PNI, niższe zyski 2013+, częściowe odwrócenie odpisów na PNI (przez kapitały)
Porozumienie z PKP	Budimex jest w stanie uniknąć dużej części przyszłych gotówkowych strat, mowa o kwocie 50-100 mln PLN. Efekt jest lepszy, niż w układzie.	Dalsza działalność PNI, odwrócenie odpisów na kontrakty w PNI (przez kapitały)

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Konsekwencje polityczne i konsekwencje dla sektora

Sprawa upadłości PNI może znaleźć oddźwięk polityczny. Zarząd PKP deklarował na piśmie, że kontrakty PNI są rentowne. Możliwe, że sprawa będzie miała pozytywny wpływ na możliwą zmianę prawa zamówień publicznych oraz praktykę rozliczania roszczeń budowlanych spółek. Z drugiej strony, upadłość PNI w naturalny sposób zaostrzy politykę udzielania gwarancji kontraktowych, szczególnie dla dużych kontraktów infrastrukturalnych. Możliwy jest scenariusz, w którym spółkom zadłużonym i nie posiadającym zabezpieczeń instytucje bankowe uniemożliwią pozyskiwanie dużych, ryzykownych kontraktów. Dotknąć to może m.in. Polimexu, czy Trakcji. Przykładowo, upadłość PNI zmniejsza szansę Polimexu na pozyskanie gwarancji dobrego wykonania dużych kontraktów oczekujących na podpisanie (Kozienice, Rail Baltica). Spółki o silnych bilansach i zabezpieczeniach oraz posiadające inwestora branżowego, będą miały lepsze perspektywy wzrostu (spadek konkurencji).

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media, Telekomunikacja

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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 księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

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

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.