

poniedziałek, 11 września 2017 | komentarz specjalny

Vistal – Wysokie odpisy w 1H'17

Pozycjonowanie: niedoważaj | cena bieżąca: 5,10 PLN

VTL PW; VTL.WA | Przemysł, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o dokonaniu szeregu odpisów kontraktów budowlanych realizowanych w latach 2015-2017 w segmentach Marine&Offshore, infrastruktury krajowej oraz budownictwa kubaturowego. W sumie wartość odpisów z tytułu przekroczenia założonego budżetu wyniesie 88,1 mln PLN, a dodatkowo wartość odpisu zwiększy rezerwę na należności przeterminowane w kwocie 3,4 mln PLN. Rezerwowane kontrakty dotyczą czterech umów w których Vistal był głównym realizującym oraz jednej gdzie spółka była podmiotem podwykonawczym (w realizacji z Budimex). Naszym zdaniem duże rewizje budżetów dotychczas realizowanych kontraktów budowlanych mogą utrudnić spółce pozyskiwanie finansowania pod przyszłe zamówienia, jako że dług netto na koniec 1Q'17 wzrósł do kwoty 315,9 mln PLN (8,8xEBITDA'12M). Obecnie Vistal (na koniec 1Q'17) posiada portfel zamówień na kwotę 476,2 mln PLN (drugi najwyższy poziom w historii). Spółka w ostatnim miesiącu poinformowała o rozpoczęciu prac nad zbyciem praw do Nabrzeża Węgierskiego w Gdyni, gdzie wykonywane były usługi z zakresu remontu jednostek pływających oraz Marine&Offshore. Naszym zdaniem wysokie zadłużenie oraz duża presja na wyniki finansowe (wzrost kosztów podwykonawstwa przy konieczności zatrudniania zewnętrznych firm oraz wzrost kosztów stali) mogą zmusić Grupę do większych dezinwestycji, w tym sprzedaży aktywów w Czarnej Białostockiej, Vistal Eco czy w skrajnym przypadku do pozbycia się najcenniejszych aktywów przy Nabrzeżu Indyjskim w Gdyni. Na koniec 1Q'17 kapitał obrotowy spółki po skorygowaniu o zawiązane odpisy wyniósł 160 mln PLN, co oznacza, że gdyby udało się uzyskać zapłatę za wszystkie realizowane obecnie kontrakty to spółka pozostałaby z zadłużeniem na kwotę około 155 mln PLN (poziom około 4x znormalizowana EBITDA za ostatnie 4 lata). Vistal przesunął publikację wyników za 1H'17 z 15 września na 29 września. Szacowaliśmy, że w 2Q'17 bez zawiązanych odpisów EBITDA spółki spadnie o 39% r/r do 8,6 mln PLN, a zysk netto o 63% r/r do 2,9 mln PLN. Oczekujemy negatywnej reakcji na przedstawione odpisy kontraktów budowlanych. Naszym zdaniem, rynek może z większą ostrożnością podchodzić do założeń realizowanych budżetów budowlanych, szczególnie że ograniczeniu uległ potencjał przychodowy spółki w przyszłości ze względu na duże zadłużenie i większe trudności w znajdowaniu finansowania obrotowego. Obniżamy nasze pozycjonowanie spółki z równoważ do niedoważaj.

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o dokonaniu przeglądu długoterminowych kontraktów budowlanych w zakresie szacowanych przychodów i kosztów. W wyniku tego przeglądu Zarząd Vistal podjął decyzję o dokonaniu aktualizacji budżetów tych kontraktów. Spółka szacuje, że w wyniku aktualizacji budżetów może dojść do obniżenia wyniku na realizowanych i zakończonych kontraktach budowlanych, co wpłynie negatywnie na skonsolidowany wynik finansowy brutto 1H'17 o kwotę około 88,1 mln PLN.

Na aktualizację wyceny kontraktów budowlanych miały wpływ następujące projekty:

- Kontrakt budowlany dla AIBEL AS z segmentu Marine&Offshore na kwotę 15 mln PLN za roboty dodatkowe do kontraktu na wykonanie elementów platformy wiertniczej (wcześniejszy kontrakt za 75,7 mln PLN). W związku z poniesieniem dodatkowych kosztów związanych z realizacją robót oraz brakiem zamówień w ramach zawartej umowy ramowej podjęto decyzję o zamknięciu i nie wycenianiu przedmiotowych kontraktów, co obniży skonsolidowany wynik finansowy brutto o kwotę około 29,9 mln PLN.
- Kontrakt budowlany na wykonanie i montaż dwóch dźwigów typu Grab Unloader o wadze 1300 ton każdy dla klienta zagranicznego na kwotę 50,9 mln PLN. Łączny wpływ aktualizacji budżetu kontraktu wyniesie około 16,6 mln PLN.
- Kontrakt budowlany na wykonanie stalowych kontenerów hotelowych dla klienta zagranicznego za 77,5 mln PLN. Ujemny wpływ na wynik skonsolidowany brutto to około 10 mln PLN.
- Kontrakt budowlany z Budimex na wykonanie ustroju nośnego w ramach budowy projektu drogowego S7 na odcinku Miłomłyn–Olsztynek za 71,6 mln PLN. W związku z nieprzewidzianymi kosztami wydłużenia czasu realizacji kontraktu na skutek zmian projektowych w dokumentacji wykonawczej oraz trudnych do przewidzenia warunków terenowych realizacji kontraktu strata w odniesieniu do poprzedniego budżetu wyniesie około 10,5 mln PLN.
- Kontrakt budowlany na realizację Obwodnicy Skawiny etap 2, którego Vistal był liderem konsorcjum (za 35,9 mln PLN brutto) łączne odchylenie od budżetu kontraktu wyniesie około 6,5 mln PLN.

Spółka poinformowała dodatkowo o utworzeniu odpisu aktualizującego należności przeterminowane w kwocie około 3,4 mln PLN.

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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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 od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcje: animatora emitenta, animatora rynku dla emitenta, sponsora emitenta.

mBank S.A. posiada pozycję długą netto przekraczającą próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta obliczanego zgodnie z rozporządzeniem 236/2012 i 918/2012.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 11 września 2017 o godzinie 08:37.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 11 września 2017 o godzinie 08:37.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Vistal Gdynia wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	zawieszona	trzymaj
data wydania	2017-09-11	2017-01-27	2017-01-27	2016-11-25
kurs z dnia rekomendacji	5,10	9,00	9,00	9,90
WIG w dniu rekomendacji	64 306,53	55 560,23	55 560,23	48 824,83

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl