16 listopada 2009

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo

Polska

Ulma

BAUA.WA; ULM.PW

Redukuj

(Niezmieniona)

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

Q3 2009: słabsze wyniki, światełko w tunelu?

Obecna cena 68,85 PLN, Cena docelowa 58,8 PLN

Wyniki Q3 2009 są gorsze od naszych oczekiwań. O około 8% niższe niż oczekiwaliśmy okazały się przychody i to było głównym źródłem słabszych rezultatów. Ulma jest spółką o bardzo dużej dźwigni operacyjnej, koszty własne sprzedaży zgodnie z naszymi szacunkami są w 95% stałe i niezależne od wielkości sprzedaży. Uważamy, że słabsze przychody mogą być spowodowane opóźnieniami w rozpoczęciu wybranych kontraktów. Podtrzymujemy jednocześnie opinię, że Q3 2009 to prawdopodobnie ostatni kwartał, w którym Ulma wygenerowała stratę. Zwracamy uwagę, że wynik Q3 2009 obciążyła amortyzacja w wysokości 16,8 mln PLN. Dodatni cash flow operacyjny wyniósł 32,5 mln PLN, ujemny cash flow inwestycyjny zaś 41,4 mln PLN. 41,4 mln PLN to wydatki na uzupełnianie oferty szalunków, budowę centrum logistycznego. W 3 kwartałach wydatki inwestycyjne wyniosły 80,8 mln PLN, z czego 51,2 mln PLN to zakupy szalunków od spółek powiązanych (w tym spółki - matki). W tym samym czasie amortyzacja wyniosła 49,8 mln PLN. Bardzo wysoka amortyzacja powoduje, że wskaźnik EV/EBIDTA dla Ulmy jest bardzo niski, zwracamy jednak uwagę, że to wrażenie może być mylące (spółka dzierżawi majątek, który się psuje i niszczy, trzeba go systematycznie uzupełniać).

W komentarzu do sprawozdania finansowego, zarząd przyznaje, że spółka zdobyła nowe zlecenia infrastrukturalne. Uważamy, że segment infrastrukturalny jest tym, który może wpłynąć na poprawę wyników finansowych spółki. Zgodnie z komentarzem, z ofert złożonych na kwotę 230 mln PLN rozstrzygnięto już ponad połowę, z czego „znakomita część" na korzyść Ulmy. Zgodnie z naszymi szacunkami, wartość pozyskanych zleceń na rok 2010 z segmentu może wynieść około 57 mln PLN (230 mln PLN * 55% * 45%). 57 mln PLN to dużo, bo 29% prognozowanych w 2010 roku przychodów. Uważamy, że pozyskanie tak dużej liczby kontraktów może wpłynąć na złagodzenie przez Ulmę polityki cenowej. Szacujemy, że gros szalunków infrastrukturalnych będzie w ten sposób wykorzystanych (stanowią one około 1/3 oferty spółki). Nie wykluczamy, że Ulma będzie nabywać nowy sprzęt. W najbliższej rekomendacji odniesiemy się do szans i ryzyk w segmentach działalności. Przypominamy jednocześnie, że pozostała część działalności Ulmy to szalunki wykorzystywane w budownictwie kubaturowym, a tu konkurencja jest duża. Podtrzymujemy opinię o poprawie wyników od Q4 2009 i w 2010 roku, a także na temat jedynie ograniczonej skali poprawy w 2010 roku (w budownictwie kubaturowym walka konkurencyjna może maleć dopiero pod koniec 2010 roku). Nie zmieniamy naszej rekomendacji inwestycyjnej, podkreślając fakt, że Ulma jest spółką majątkową, która obecnie jest notowaną z premią do wartości majątku (P/BV = 1,4). Nie widzimy na razie przesłanek, uzasadniających wielkość premii.

Przy niższych niż oczekiwaliśmy o 3,6 mln PLN przychodach, koszty własne sprzedaży, w 95% stałe, były zgodne z oczekiwaniami. Koszty ogólne wyniosły 3,7 mln PLN, czyli były zauważalnie niższe niż prognozowaliśmy (4,6 mln PLN). Saldo pozostałych kosztów finansowych było o 0,4 mln PLN niższe niż oczekiwaliśmy, ze względu na stratę brutto przed opodatkowaniem, spółka zaksięgowała też ujemny podatek (0,6 mln PLN).

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	zmiana	prognoza DI BRE	różnica
Przychody	41,9	62,0	-32,5%	45,5	-8,0%
Koszty własne sprzedaży	37,9	46,4	-18,3%	38,0	-0,3%
Zysk brutto na sprzedaży	4,0	15,6	-74,5%	7,5	-47,0%
%	*9,5%*	*25,2%*	-	*16,5%*	-
EBIT	0,1	10,1	-98,7%	2,5	-94,8%
Zysk brutto	-1,8	7,3	-124,9%	0,1	-
Zysk netto	-1,2	6,3	-118,8%	0,1	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Ulma Construccion Polska

Wyniki Q3 2009 w segmentach działalności

(mln PLN)	Obsługa budów	Sprzedaż materiałów budowalnych *
Przychody	34,3	7,6
EBIT	-2,1	2,2
Marża %	*-6,0%*	*28,9%*

*Źródło: DI BRE Banku S.A., Ulma Construccion Polska; * głównie częściowo zamortyzowane szalunki nie pasujące do oferty spółki*

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
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
Banki

Analitycy:

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

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

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

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

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

Maklerzy:

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

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler"

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.
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.