16 listopada 2009

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo

Polska

Unibep

UNBE.WA; UNI.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

Q3 2009: wynik pod znakiem starych kontraktów

Obecna cena: 6,6 PLN, Cena docelowa: 6,6 PLN

Na poziomie operacyjnym wyniki Q3 2009 są gorsze niż nasze oczekiwania, głównie za sprawę niższych przychodów. W komentarzu do sprawozdania, zarząd Unibepu tłumaczy niższe przychody początkową fazą realizacji nowych kontraktów oraz przedłużającymi się procedurami przetargowymi (przetargi wygrane przez Unibep, ale długo oczekujące na formalizację w postaci kontraktu budowlanego). Przyczyny te są naszym zdaniem racjonalne i nie budzą obaw. Pomimo niższych przychodów, marża brutto świadcząca o rentowności kontraktów była nieznacznie wyższa niż oczekiwaliśmy. Uważamy, że głównym źródłem wyższej marży jest kończenie starych kontraktów. Znaczenie wyników Q3 2009 jest naszym zdaniem niewielkie, gdyż wyniki nie prezentują rentowności nowych kontraktów budowlanych. Z punktu widzenia perspektyw spółki, najbardziej istotne wydaje nam się, czy agresywna polityka pozyskiwania kontraktów zaowocuje istotnym spadkiem marż, czy nie. Odpowiedź na to pytanie powinna pojawić się już w wynikach Q4 2009. Istotne też jest, czy spółka będzie w stanie pozyskiwać zlecenia na produkcję domów modułowych. W Q3 2009 segment działalności pozostałej, w ramach którego funkcjonuje zakład, nie wygenerował przychodów, lecz na poziomie brutto ze sprzedaży pomniejszył wynik o 2,5 mln PLN. Nie zmieniamy rekomendacji inwestycyjnej.

Przychody są niższe od oczekiwań, wyższa jest jednak marża brutto na sprzedaży. Wynik Q3 2009 zbudowany jest w przeważającej części w oparciu o stare, wysoce rentowne kontrakty budowlane (efekt oszczędności kosztowych). Tak sytuacja wygląda w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju i za granicą. Niższy wynik brutto ze sprzedaży, pomimo wyższej marży, kompensowany jest pozostałymi przychodami operacyjnymi, które były o 2,5 mln PLN wyższe, niż zakładaliśmy. O blisko 0,5 mln PLN niż prognozowaliśmy były niższe także koszty ogólne działalności. Pozytywny efekt wyższych pozostałych przychodów operacyjnych i niższych kosztów ogólnych kompensuje w pewnym stopniu wyższe o około 0,8 mln PLN niż zakładaliśmy saldo pozostałych kosztów finansowych netto. W efekcie, wszystkie zdarzenia jednorazowe powodują, że wynik netto jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Bez zdarzeń jednorazowych, wynik byłby niższy niż prognoza.

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	zmiana	IIIQ 2009P	różnica
Przychody	70,4	115,3	-39,0%	98,3	-28,4%
Zysk brutto na sprzedaży	7,2	13,5	-46,6%	9,5	-24,2%
Marża %	*10,3%*	*11,7%*	-	*9,7%*	-
EBIT	5,1	9,5	-46,3%	4,3	17,9%
Zysk brutto	4,2	10,4	-60,0%	4,2	-2,1%
Zysk netto	3,4	7,4	-53,8%	3,4	-1,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Unibep

Osobnego komentarza wymaga strata wygenerowana w segmencie działalności pozostałej w wysokości 2,5 mln PLN. Uważamy, że wynika ona z braku zaksięgowania przychodów (produkcja jest w toku) oraz z otwarcia fabryki domów, które miało miejsce 10 września (wzrost zatrudnienia, wzrost amortyzacji, 1,5 mln PLN amortyzacji w Q3 2009, 1,6 mln PLN w I półroczu 2009). Uważamy, że w Q4 2009 zakład może wygenerować pierwsze przychody. Zgodnie z naszymi informacjami, Unibep posiada zamówienia na 10 mln PLN w ramach produkcji domów. Nie jest to wiele. Na rynkach skandynawskich spadł popyt, o zamówienia Unibep musi walczyć z producentami z krajów bałtyckich. Przy niskim wolumenie zamówień, Unibep może skierować pracowników fabryki na budowy (wykończeniówka), amortyzacja będzie jednak obciążać wyniki Grupy. Unibep w raporcie podaje, że moce produkcyjne fabryki to około 500 domów rocznie, czyli 40 tys. PUM (100 mln PLN przychodów, przy cenie 2500 PLN/PUM), co w dłuższym terminie rodzi nadzieje na poprawę wyników spółki.

Wyniki Q3 2009 w segmentach działalności

	Przychody: wynik	Zysk brutto ze sprzedaży: wynik	Marża %	Przychody: prognoza	Zysk brutto ze sprzedaży: prognoza	Marża %
Budownictwo kraj	46,8	5,8	12,4%	65,9	6,3	9,5%
Budownictwo drogowe	10,9	1,1	10,2%	13,5	1,7	12,5%
Budownictwo eksport	7,9	2,1	26,9%	5,5	0,5	8,5%
Dev	4,8	0,8	16,0%	9,4	1,1	12,0%
Pozostała	0,0	-2,5	-	4,0	0,0	0%
Suma	**70,4**	**7,2**	-	**98,3**	9,5	-

Źródło: BRE Banku S.A., Unibep

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.

Zarząd w komentarzu do sprawozdania przewiduje 400 mln PLN przychodów w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju w 2010 roku, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zarząd przyznaje też, że pozytywne sygnały płyną z rynku rosyjskiego. Obecnie prowadzone są rozmowy na temat kilku dużych inwestycji, z których przynajmniej dwie mają realne szanse na rozpoczęcie realizacji w pierwszej połowie 2010 roku. Podtrzymujemy ostrożne podejście do rynku rosyjskiego. W naszej prognozie zakładamy, że spółka w 2010 roku wygeneruje w segmencie eksportu 48 mln PLN przychodów, czyli tyle, ile zakładamy na ten rok. Portfel zamówień w ramach działalności eksportowej na rok 2010 jest obecnie pusty (0 PLN). Jednocześnie, spółka podpisała kontrakty warunkowe, które mogą wejść w życie w przypadku pozyskania przez inwestora finansowania. Jest to kontrakt na budowę Aquaparku w mieście Orzeł o wartości 13,95 mln EUR (uruchomienie wydaje się prawdopodobne) i kontrakt na budowę domów jednorodzinnych pod Moskwą o wartości 52,6 mln EUR (wejście w życie kontrakty wydaje nam się mało prawdopodobne, ze względu na zbyt wysoką wartość inwestycji, powodującą trudności z pozyskaniem finansowania). Nie wykluczamy zaskoczenia z rynku rosyjskiego, zwracamy jednak uwagę, że formuła działalności w Rosji opiera się na niskich marżach (polska firma budowlana jest droższa od rosyjskiej o około 10%, ale inwestor oszczędza na koszcie finansowania, marże sięgają 4,5-5% brutto na sprzedaży).

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.