

poniedziałek, 7 listopada 2016 | komentarz specjalny

ZUE – Słabe wyniki 3Q'16

Cena bieżąca: 8,21 PLN

ZUE PW | Budownictwo, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Po publikacji wstępnej informacji o wynikach (3 listopada) wiedzieliśmy, że 3Q'16 był nominalnie wyjątkowo słaby w wykonaniu ZUE i zarazem zdecydowanie poniżej naszych oczekiwań. Struktura wyniku, którą poznaliśmy w opublikowanym dziś sprawozdaniu nie przyniosła wielu zaskoczeń. Przyczyną rozczarowujących wyników był zdecydowany spadek pierwszej marży segmentu budowlanego do -1% vs. +6% w 2Q'16, wskazujący na niską rentowność małych kontraktów kolejowych, pozyskanych przez spółkę w 1H'16. W X'16 ZUE złożyło najkorzystniejsze oferty o wartości 457 mln PLN w przetargach PKP PLK, wykazując się bardzo wysoką skutecznością w ofertowaniu. Wszystkie powyższe kontrakty będą realizowane w konwencji „projektuj i buduj”, stąd zapewne zaczną kształtować wyniki spółki nie wcześniej niż w drugiej połowie 2017 r., co nie wróży dobrze wynikom spółki w najbliższych kilku kwartałach. Uważamy, że nasza prognoza ZN'16, zakładająca 7,1 mln PLN jest poza zasięgiem spółki. Ze względu na (1) brak dużych kontraktów w konwencji „buduj”, (2) dalsze opóźnienie w realizacji oraz narastanie protestów społecznych wokół kontraktu dla PSE „Kozienice-Ołtarzew”, (3) słabą rentowność bieżących kontraktów, widzimy również ryzyko dla naszej prognozy ZN'17=13 mln PLN. W minionym miesiącu ZUE było pod względem zachowania kursu jedną z najmocniejszych spółek w sektorze budowlanym, co kontrastuje z powyższymi czynnikami ryzyka. Obniżamy nasze pozycjonowanie akcji ZUE z „PRZEWAŻANIE” do „RÓWNOWAŻENIE”. W najbliższym czasie zaktualizujemy prognozy wyników finansowych ZUE.

Uważamy że najbardziej atrakcyjną spółką w sektorze budownictwa kolejowego jest Trakcja, następnie Torpol. ZUE natomiast charakteryzuje się największą liczbą czynników ryzyka, pomimo wspomnianej wysokiej skuteczności w październikowych przetargach.

Wyniki 3Q'16

ZUE wypracowało w 3Q'16 przychody w wysokości 92,8 mln PLN, co jest poziomem zbliżonym q/q i o niemal 50% niższym r/r. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła -0,7% vs. 6,7% w 2Q'16 vs. 7,5% w 3Q'15. Pozytywnie oceniamy spadek kosztów SG&A o 28% r/r do 4,4 mln PLN, co nie zmienia generalnie fatalnego obrazu wyników za 3Q'16. Strata netto w wysokości 4,4 mln PLN jest najgorszym kwartalnym wynikiem spółki od IPO. Mimo słabego P&L, ZUE utrzymuje wysokie saldo gotówki. Gotówka netto na koniec IX'16 wyniosła 86 mln PLN vs. 101 mln PLN na koniec VI'16, vs. 5 mln długu netto na IX'15.

Portfel zamówień

Obecnie spółki z Grupy Kapitałowej ZUE posiadają portfel zamówień o łącznej wartości ok. 683 mln PLN (-2% r/r, +7% q/q). Ponadto oferta konsorcjum z udziałem ZUE o wartości 53 mln PLN – wartość udziału ZUE – została wybrana jako najkorzystniejsza, a oferty o łącznej wartości 404 mln PLN – wartość udziałów ZUE – \ zostały złożone z najniższą ceną. Uwzględniając oczekiwane kontrakty portfel zamówień ZUE wynosi 1 140 mln PLN, co oznacza wzrost o 60% q/q. Niezależnie of powyższego ZUE obecnie uczestniczy w 20 postępowaniach przetargowych (samodzielnie lub w konsorcjum) na łączną szacowaną kwotę ok. 15,5 mld PLN.

Skonsolidowane wyniki kwartalne ZUE w 3Q'16

(mln PLN)	3Q'16	3Q'15	zmiana	9M'16	9M'15	zmiana	2016P	YTD*
Przychody	92,8	175,9	-47,2%	220,6	384,3	-42,6%	384,5	57%
EBITDA	-2,6	7,9	-	-0,4	17,7	-	17,0	-2%
marża EBITDA	-2,8%	4,5%	-	-0,2%	4,6%	-		
EBIT	-5,0	5,6	-	-7,6	10,7	-	7,4	-103%
Zysk brutto	-5,4	5,1	-	-6,9	10,1	-	9,1	-76%
Zysk netto	-4,4	4,0	-	-5,7	7,0	-	7,1	-80%

Źródło: ZUE, prognozy Domu Maklerskiego mBanku; *dotychczasowe wykonanie prognozy

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

PRZEWAŻENIE (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

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

EBITDA/EV – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją do wartości ekonomicznej

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

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

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

MCap – bieżąca kapitalizacja rynkowa

Miesięczna zmiana kursu (zmiana m/m) – zmiana kursu akcji spółki od dnia publikacji poprzedniego opracowania lub w przeciągu ostatniego miesiąca

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.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, 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 lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.)”, nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona 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 publikacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

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 niniejszej publikacji.

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Dom Maklerski mBanku udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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