

22 marca 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

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

Ulma Construcccion Trzymaj

BAUA.WA; ULM.PW

(Niezmieniona)

Q4 2009: blisko oczekiwań

Obecna cena 76,0 PLN, Cena docelowa 82,2 PLN

Wyniki Q4 2009 są zbliżone do naszych oczekiwań. Nieznacznie wyższe przychody i niższe koszty własne sprzedaży dają wyższą marżę brutto ze sprzedaży, jednak ten pozytywny efekt jest równoważony wyższymi niż oczekiwane kosztami ogólnymi i pozostałymi kosztami operacyjnymi. Pomimo EBIT zgodnego z oczekiwaniami, EBITDA jest poniżej prognoz (niższa amortyzacja). Wyniki oceniamy neutralnie. Podtrzymujemy nasze dotychczasowe prognozy na rok 2010. Po słabym Q1 2010, gdzie ze względu na długą zimę spółka wygeneruje niskie przychody i stratę netto, oczekujemy stopniowej odbudowy wyniku Ulmy w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy opinię, że głównym czynnikiem wpływającym na poprawę wyników spółki będą prace infrastrukturalne. Ulma obok Peri jest wiodącym dostawcą szalunków wykorzystywanych w budowie mostów, estakad, czy tuneli. W ramach budów kubaturowych, zauważalne jest pewne ożywienie, co w II połowie 2010 roku może pozwolić na poprawę cen dzierżawy sprzętu. Zostanie to ujęte dopiero w wynikach 2011 roku. W przeciwieństwie do generalnych wykonawców, Ulma na tle cyklu budowlanego jest spółką wczesno-cykliczną. Rok 2011, który w przypadku generalnych wykonawców jest obciążony ryzykiem niższej rentowności, dla Ulmy jawi się jako szansa na kontynuację poprawy wyników. W stosunku do wyznaczonej ceny docelowej dostrzegamy umiarkowany potencjał wzrostowy (około 8%).

Przychody Ulmy wyniosły 49,7 mln PLN i były o 0,7 mln PLN wyższe niż oczekiwaliśmy. Koszty własne sprzedaży zaś o 0,3 mln PLN niższe od naszych założeń. Spowodowało to, że zysk brutto ze sprzedaży okazał się o 1 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Wyższe niż zakładaliśmy były koszty zarządu i sprzedaży (4,4 mln PLN, zakładaliśmy: 3,75 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 0,66 mln PLN i również były większe niż zakładała prognoza (0,2 mln PLN). Ostatecznie, EBIT wyniósł 4,1 mln PLN, czyli o 0,1 mln PLN mniej, niż prognozowaliśmy.

Jednym z ważnych czynników, który wpływał na odchylenia w wynikach w stosunku do prognoz był poziom amortyzacji. Amortyzacja w Q4 2009 wyniosła 18,2 mln PLN, czyli o 1,6 mln PLN mniej, niż oczekiwaliśmy (19,8 mln PLN). Niższy o 1,6 mln PLN poziom amortyzacji, przy kosztach własnych sprzedaży niższych jedynie o 0,3 mln PLN oznacza, że pozostałe koszty własne sprzedaży (poza amortyzacją) były o 1,3 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Ostatecznie, gdyby nasza prognoza uwzględniała faktyczny poziom amortyzacji, prognozowany zysk brutto ze sprzedaży wynosiłby 9,7 mln PLN (wynik: 9,1 mln PLN), prognozowany EBIT zaś 5,8 mln PLN (wynik: 4,1 mln PLN, 4,5 mln PLN pomijając różnicę na poziomie pozostałych kosztów operacyjnych).

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 3,1 mln PLN (oczekiwaliśmy 2,9 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 2% (oczekiwaliśmy -6%). Ostatecznie, wynik netto jest o 0,4 mln PLN niższy od naszych oczekiwań. Ostatecznie, mimo tych odchyleń, nasza interpretacja wyniku operacyjnego jest neutralna. Uruchomienie nowych centrów dystrybucyjnych powinno przełożyć się na zauważalny spadek kosztów działalności Ulmy. Wyższe przychody oczekiwane w Q2 2010 i następnych kwartałach powodują, że niewielkie odchylenia zaobserwowane w wynikach Q4 2009 tracą na znaczeniu.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	Q4 2008	Różnica
Przychody ze sprzedaży	49,7	49,0	1,5%	53,5	-7,1%
Koszty własne sprzedaży	40,6	40,9	-0,7%	44,1	-8,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	9,1	8,1	12,2%	9,4	-2,8%
EBIT	4,1	4,2	-3,3%	4,4	-8,4%
Marża %	10,0%	10,3%	-	10,0%	-
Amortyzacja	18,2	19,8	-8,0%	16,7	9,1%
EBITDA	22,3	24,0	-7,2%	21,1	5,6%
Marża %	44,8%	49,0%	-	39,4%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	0,9	1,3	-27,3%	1,0	-5,5%
Marża %	2,3%	3,1%	-	2,2%	-
Zysk netto	0,9	1,3	-32,7%	1,4	-34,6%
Marża %	2,2%	3,3%	-	3,1%	-

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



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.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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 stanowił 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, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, 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.