

19 maja 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Ulma

BAUA.WA; ULM.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

„Zimowy” wynik zgodnie z oczekiwaniami

Obecna cena: 80,1 PLN; Cena docelowa: 82,2 PLN

Wyniki Q1 2010 oceniamy neutralnie. Słaby wynik na poziomie porównywalnym z poprzednim, kryzysowym dla branży rokiem znajduje uzasadnienie w bardzo silnej zimie. Odchylenia na poszczególnych poziomach wyniku są stosunkowo ograniczone i wynikają z bardzo dużej dźwigni kosztów stałych, jaką charakteryzuje się spółka. Zwracamy uwagę, że podobnie jak w przypadku Centrum Klimat, przychody spółki nie wzrosły w okresie, gdy produkcja budowlano-montażowa spadła o 10,8%. Zjawisko to dotknęło mocniej nowe kontrakty budowlane, na których skupia się aktywność spółki (Ulma uczestniczy w budowie stanów surowych). W kontekście dynamiki produkcji budowlano-montażowej w kraju w Q1 2010, utrzymanie przychodów na poziomie niezmiennym r/r oceniamy pozytywnie. W efekcie, naszym zdaniem wyniki spółki za Q1 2010 rodzą nadzieje na znaczny wzrost przychodów w roku 2010. Scenariusz taki jest uwzględniony w naszych prognozach. Pomimo znacznego czasu, jaki upłynął od aktualizacji prognoz dla Ulmy (listopad 2009), nie zauważamy na razie czynników, które przemawiałyby w tej chwili za koniecznością ich zmiany. Lepszymi informacjami na temat kondycji rynku możemy dysponować w okolicy wyników Q2 2010 i wówczas rozsądne wydaje się zaktualizowanie prognoz. Na rozstrzygnięcie oczekuje wiele kontraktów na dostawę szalunków na nowe budowy infrastrukturalne. Trudny do oszacowania pozostaje wpływ powodzi na południu Polski na wyniki Q2 2010. Powódź może wpłynąć na przesunięcia przychodów między Q2 i Q3 2010 (podobnie jak w 2009 roku). Ostatecznie, oczekujemy, że w Q2 2010 Ulma zneutralizuje stratę z Q1 2010, w II połowie 2010 roku zaś będzie pracować na wynik netto całego 2010 roku. Podtrzymujemy nasze prognozy z listopada 2009 i neutralną rekomendację.

Wyniki Ulmy Q1 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	IQ 2010	IQ 2010P	różnica	IQ 2009	zmiana
Przychody	40,3	40,7	-1,1%	40,3	-0,1%
Koszty własne sprzedaży	37,5	37,4	0,2%	36,7	2,2%
Zysk brutto	2,8	3,3	-15,0%	3,6	-23,8%
Koszty ogólne	4,3	4,0	8,1%	4,2	3,1%
EBITDA	16,8	17,7	-4,9%	15,6	7,9%
Amortyzacja	18,8	18,7	0,7%	18,8	0,0%
EBIT	-2,0	-1,0	-	-0,9	-
Zysk brutto	-4,7	-4,4	-	-3,6	-
Zysk netto	-4,0	-3,6	-	-3,2	-

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

Przychody Ulmy w Q1 2010 były o 0,4 mln PLN niższe niż nasze prognozy, co w zasadzie niezmiennej i jedynie o 0,1 mln PLN wyższej niż oczekiwania bazie własnych sprzedaży spowodowało odchylenie na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży o 0,5 mln PLN. Mówienie o marżach na jakimkolwiek poziomie nie ma większego znaczenia, gdyż Ulma jest spółką o zmiennych przychodach i stałych w krótkim terminie kosztach (ogromna dźwignia operacyjna). Koszty ogólne okazały się wyższe o 0,3 mln PLN od naszych prognoz, zaś pozostałe koszty operacyjne o 0,2 mln PLN. Ostatecznie, odchylenie na poziomie EBIT sięga 1 mln PLN. Odchylenie spowodowane wyższymi niż prognozowane kosztami stałymi wynosi 0,4 mln PLN, czyli 1,6 mln PLN w skali roku (6,4% prognozowanego wyniku netto na rok 2010). Uważamy, że odchylenie to może być spowodowane opóźnieniem w redukcji kosztów (efekt uruchomienia nowych centrów dystrybucyjnych). Ostatecznie sądzymy, że wpływ wyższych kosztów na wycenę spółki jest marginalny.

Niższe niż zakładaliśmy okazały się pozostałe koszty finansowe netto (wynik: 2,7 mln PLN, prognoza: 3,5 mln PLN). Różnica wynika głównie z dodatnich różnic kursowych (+0,55 mln PLN). Ostatecznie, wynik brutto przed opodatkowaniem okazał się o 7,7% niższy niż prognozowaliśmy, zaś wynik netto o 11%. Mimo to, głównie ze względu na ogromną dźwignię operacyjną spółki, wyniki oceniamy neutralnie.

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 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 księgową

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 księgową) - 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, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

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, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

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

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.