

MOSTOSTAL ZABRZE HOLDING – ANALIZA FUNDAMENTALNA

UPDATE MARZEC 2007

Porównanie ze spółkami krajowymi

Wśród spółek budowlanych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie szczególne zainteresowanie inwestorów w ciągu ostatnich miesięcy wzbudzał sektor budowlany, a w tym akcje Mostostalu Zabrze Holding S.A. Spółka, która od sierpnia 2004 roku znajdowała się w stanie upadłości, po ogłoszeniu układu z wierzycielami w grudniu 2005 roku i rejestracji emisji akcji dla wierzycieli (serii A) w grudniu 2006 powraca jako liczący się podmiot mogący konkurować na przeżywającym aktualnie boom rynku budownictwa w Polsce.

Rejestracja emisji akcji dla wierzycieli.

W skutek zawarcia układu z wierzycielami i dodatkowego podwyższenia kapitału z prawem poboru wyemitowanych i dopuszczonych do obrotu zostanie w sumie 130 mln nowych akcji (łącznie z serią B), co oznacza że ilość akcji w obrocie wzrasta ponad siedmiokrotnie! Tym samym rzeczywista kapitalizacja przy cenie ok. 8 zł wynosi 1,2 mld zł. Wydaje się, że zmiany tej nie dostrzegli inwestorzy śledzący stopniowy wzrost kursu akcji MZH od chwili zawarcia układu. Wobec tego postanowiliśmy bliżej przeanalizować aktualną wycenę Spółki na GPW, aby móc ocenić, jak wyceniane są akcje MZH w stosunku do innych spółek z sektora budowlanego. Wybrane dane spółek z przyjętej przez nas grupy porównawczej przedstawione są w poniższej tabeli.

W wyniku układu oraz emisji z prawem poboru do obrotu zostanie dopuszczonych w sumie 130 mln nowych akcji.

Grupa porównawcza	Dług odsetkowy*	Gotówka*	Dług netto*	Sprzedaż		
				2005	2006E	2007P
<i>Dane w mln zł</i>				2005	2006E	2007P
PBG	279,4	55,8	223,6	409,0	672,0	1 215,0
Polimex	246,2	154,1	92,1	1 849,9	2 466,1	3 126,0
Elektrobudowa	22,1	22,3	-0,2	344,9	473,9	466,3
Budimex	163,2	489,2	-326,1	2 702,9	3 043,2	3 235,8
Mostostal Export	16,2	11,3	4,9	199,9	203,2	278,0
Mostostal Warszawa	40,9	170,6	-129,7	836,4	1 188,2	1 200,0
Mostostal Płock	0,0	7,1	-7,1	91,2	92,8	109,5
MZH (prognozy zarządu)	32,9**	61,5**	-28,6	347,5	485,4	600,0

* szacowane wartości na koniec 2006 na podstawie prognoz analityków oraz raportów za Q4 2006

** szacowany poziom zadłużenia oraz gotówki po spłacie obligacji i pożyczki w dniu 8 lutego 2007

Jak widać, przyjęliśmy grupę porównawczą składającą się z największych spółek budowlanych notowanych na GPW. Biorąc po uwagę iż sam MZH oraz spółki najbardziej do niej podobne przeżywały w ostatnich latach problemy finansowe oraz często głęboką restrukturyzację, a ich aktualna rentowność na poziomie netto jest zniekształcona wyjątkowymi transakcjami, które pociągają za sobą często jedynie księgowo zyski (lub straty), postanowiliśmy korzystać ze wskaźnika EV/Sprzedaż. Wyniki naszej analizy przedstawione są w tabeli na następnej stronie.

Przy wycenie korzystamy z mnożnika EV/Sprzedaż

Z poniższego zestawienia wynika, iż MZH jest wyceniany z premią ponad 140% na bazie EV/Sprzedaż do spółek swojego sektora poza PBG (wysoka wycena sprzedaży PBG wynika z tego, iż marża ze sprzedaży PBG – która w pierwszej połowie 2006 wyniosła ok. 17% – jest prawie dwukrotnie wyższa od średniej dla sektora budowlanego).

MZH jest wyceniany z premią 140% w stosunku do sektora budowlanego...

Wycena	Cena	Ilość akcji	MCap	EV	EV/Sprzedaż		
					x (2005)	x (2006E)	x (2007P)
<i>Ceny z 02.03.2007</i>	zł	miliony	mln zł	mln zł			
PBG	302,80	12,0	3 642,7	3 866,3	9,45x	5,75x	3,18x
Polimex	185,00	15,2	2 821,0	2 913,0	1,57x	1,18x	0,93x
Elektrobudowa	128,00	4,0	508,3	508,1	1,47x	1,07x	1,09x
Budimex	100,60	25,5	2 568,3	2 242,3	0,83x	0,74x	0,69x
Mostostal Export	6,05	44,6	269,6	274,5	1,37x	1,35x	0,99x
Mostostal Warszawa	42,48	20,0	849,6	719,9	0,86x	0,61x	0,60x
Mostostal Plock	38,90	2,0	77,8	70,7	0,77x	0,76x	0,65x
Średnie mnożniki grupy porównawczej (ex-PBG)					1,15x	0,95x	0,82x
MZH	8,24	149,13	1 228,8	1 206,3	3,47x	2,49x	2,01x
<i>Premia (+) / dyskonto (-) MZH w stosunku do grupy (bez PBG)</i>					+202%	+161%	+144%
<i>Premia (+) / dyskonto (-) MZH w stosunku do Mostostalu Warszawa</i>					+303%	+310%	+235%
<i>Premia (+) / dyskonto (-) MZH w stosunku do Polimex</i>					+120%	+110%	+116%

EV = Enterprise Value = Kapitalizacja powiększona o dług netto

Nie podważając prognoz zarządu MZH co do sprzedaży w roku 2007 wskaźnik EV/Sprzedaż na rok 2007 nadal wynosi 2,01x, co stanowi wysoką premię do porównywalnych spółek budowlanych i byłoby jedynie uzasadnione ponadprzeciętnym poziomem marż (tak jak w przypadku PBG) i/lub pozycją lidera sektora, a co za tym idzie płynnością akcji oraz udziałem w najważniejszych indeksach giełdowych (np. Polimex).

...która nie jest uzasadniona wysokimi marżami lub pozycją lidera...

Istnieje za to wiele czynników które uzasadniają dyskonto MZH do innych spółek. W szczególności są to: [1] ryzyko utraty największej spółki zależnej, tj. ZPK generującej ok. 30% przychodów grupy, [2] koszt wejścia na utracony rynek, skąd należy oczekiwać marży operacyjnej poniżej średniej dla liderów branży oraz [3] podaż akcji „wierzycielskich” wynikających z układu. Zbigniew Opach kontroluje około 50% wierzytelności objętych układem (kwota ok. 80 mln zł), co oznacza że pozostałe 50% jest w rękach wierzycieli którzy od lat czekają na odzyskanie swoich pieniędzy i prawdopodobnie skorzystają z okazji szybkiego upłynnienia akcji które otrzymają w zamian za wierzytelności. Oznacza to, że liczba akcji wierzycielskich, które pojawią się po stronie podaży wynosi około 40 milionów. Do tego dochodzi ‘free-float’ około 22 mln nowych akcji serii C wynikający z emisji z prawem poboru. Biorąc pod uwagę free-float sprzed emisji wynoszący ok. 13 milionów akcji, pojawiająca się podaż ok. 60 mln nowych akcji będzie z pewnością miała wpływ na zachowanie kursu akcji MZH. Jeśli dodać do podaży akcji „wierzycielskich” bardzo wysoką aktualną kapitalizację MZH trudno oczekiwać dalszego wzrostu akcji spółki.

...tymczasem istniejące czynniki ryzyka przemawiają raczej za dyskontem do sektora.

Co istotne, wzrost kapitalizacji Spółki nie ma uzasadnienia w wynikach finansowych. Zjawisko to ilustruje poniższy wykres. Jak widać, obecna wartość Mostostal Zabrze Holding jest:

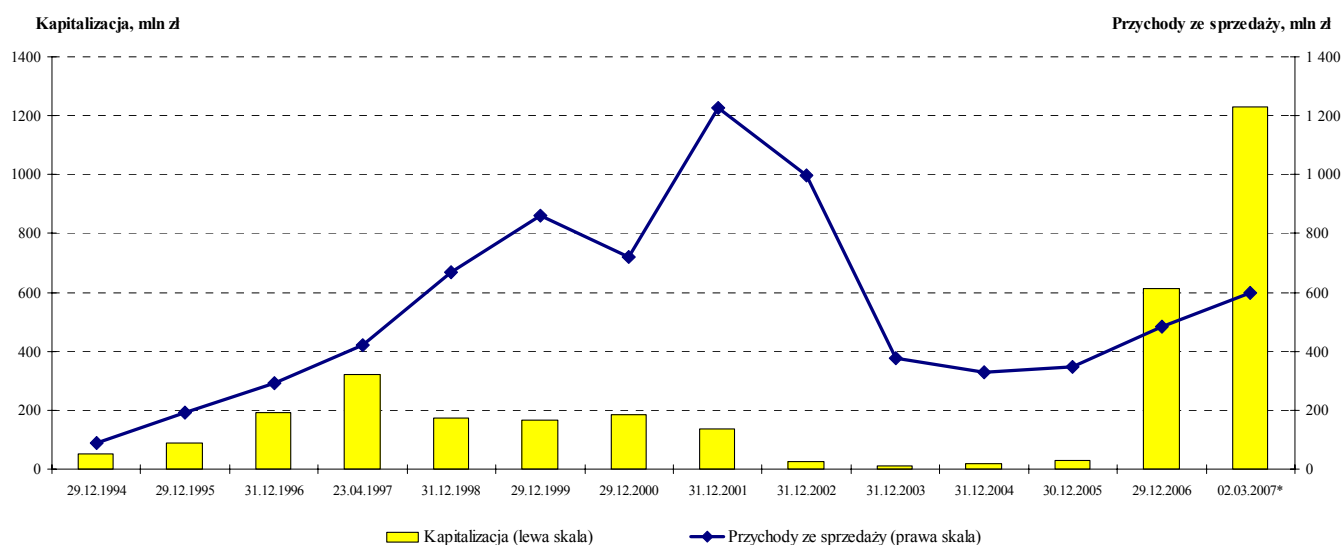
- niemal 285% wyższa od wcześniejszego historycznego maksimum, jakie spółka osiągnęła w dniu 23 kwietnia 1997
- ponad 8-krotnie większa od kapitalizacji MZH na koniec 2001 roku, kiedy spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie ponad 1,2 mld zł oraz EBITDA ponad 30 mln zł.

Wzrost kapitalizacji MZH nie znajduje uzasadnienia w wynikach Spółki.

W znacznym stopniu wyceny spółek budowlanych wzrosły fali hossy zarówno giełdowej jak i boomu na rynku budownictwa. W przypadku branży wycena jest jednak w znacznym stopniu skorelowana ze wzrostem sprzedaży w danym okresie, natomiast MZH miał sprzedaż dwukrotnie wyższą w 2001 roku od sprzedaży prognozowanej na 2007(!)

Przyjmując prognozy zarządu Spółki odnośnie przychodów ze sprzedaży w 2007 widzimy, że wzrost sprzedaży jest nieporównywalnie mniejszy od już zrealizowanego wzrostu kapitalizacji. Znakiem zapytania jest dalszy rozwój kapitalizacji Spółki w kolejnych latach.

PORÓWNANIE KAPITALIZACJI I PRZYCHODÓW MZH W LATACH 1994-2007



* dane odnośnie przychodów ze sprzedaży oparte zostały na prognozach zarządu Spółki

PODSUMOWANIE

Porównanie aktualnej wyceny MZH w stosunku do polskich spółek z sektora budowlanego na podstawie EV/Sprzedaż ma sens jedynie wtedy, gdy największa spółka z Grupy Kapitałowej MZH – czyli ZPK Sp. z o.o. – faktycznie nadal należy do MZH. Wskazujemy jednak, iż sąd wyznaczył kuratora na potrzebę procesu o własność ZTS, co naszym zdaniem oznacza, że sąd ma poważne wątpliwości co do faktu kto jest udziałowcem ZTS oraz kto zasiada w zarządzie tej spółki. Postępowanie w sprawie ZTS jest bliźniacze do postępowania o własność udziałów ZPK.

Abstrahując od powyższego bardzo istotnego czynnika wycena MZH z ponad 140% premią w stosunku do bazy porównawczej wydaje się nie mieć uzasadnienia. Wycena MZH na dzień 2 marca 2007 według średniego EV/Sprzedaż dla wskazanej bazy porównawczej wynosi 3,4 zł.

Ponadto należy zauważyć, że MZH w znacznym stopniu utracił rynek w czasie funkcjonowania w upadłości i dopiero stara się na nim odnaleźć, dlatego jego prognozowaną rentowność sprzedaży i na poziomie EBITDA należy szacować poniżej średniej dla firm z bazy porównawczej. Naszym zdaniem, ostrożnie zakładając, należy zamiast premii w wycenie MZH przyjąć istotne dyskonto w stosunku do wyliczonego średniego EV/Sprzedaż dla branży.

Jarosław Supłacz

2 MARCA 2007

© POLANDSECURITIES.COM

ZAŁĄCZNIK: KURS AKCJI I KAPITALIZACJA MZH W LATACH 1994-2007**DYSPROPORCJA MIĘDZY KURSEM AKCJI A KAPITALIZACJĄ SPÓŁKI**