

MOSTOSTAL ZABRZE HOLDING – ANALIZA FUNDAMENTALNA

I. WYCENA PORÓWNAWCZA

I.1. 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 ta, która od sierpnia 2004 roku znajdowała się w stanie upadłości, po przegłosowaniu układu z wierzycielami w grudniu 2005 roku oraz jego zatwierdzeniu przez sąd w marcu 2006 roku będzie prawdopodobnie niedługo mogła znów konkurować na przeżywającym aktualnie boom rynku budownictwa w Polsce.

Spółka niedawno zawarła układ z wierzycielami.

Intuicyjne należałoby oczekiwać, że po zakończeniu upadłości, przy niskim historycznym kursie akcji, w branży o silnym wzroście, akcje MZH powinny być atrakcyjne. Jednakże mimo historycznie niskiego poziomu cenowego, akcje MZH są jedynie pozornie tanie. Jest tak, gdyż w skutek zawarcia układu z wierzycielami i dodatkowego podwyższenia kapitału z prawem poboru wyemitowanych i dopuszczonych do obrotu powinno zostać 130 mln nowych akcji, co oznacza że ilość akcji w obrocie wzrośnie ponad siedmiokrotnie! Tym samym rzeczywista kapitalizacja MZH przy cenie ok. 3 zł nie wynosi 61 mln zł, jak sugeruje aktualnie podawana liczba akcji, tylko 450 mln 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 130 mln nowych akcji.

Grupa porównawcza	Dług odsetkowy	Gotówka	Dług netto	Sprzedaż		
				2005	2006P	2007P
<i>Dane w mln zł</i>	30.06.2006*	30.06.2006*	30.06.2006*			
PBG	182,9	101,2	81,8	409,0	842,8	1 183,1
Polimex	129,7	59,7	70,0	1 849,9	2 073,1	2 335,3
Elektrobudowa	21,4	17,2	4,1	344,9	395,5	466,3
Budimex	210,6	295,0	-84,4	2 702,9	2 921,0	3 235,8
Mostostal Export	5,0	26,9**	-21,9	199,9	232,0	278,0
Mostostal Warszawa	39,3	101,3	-62,0	836,4	1 045,0	1 150,0
Mostostal Płock	0,0	16,8	-16,8	91,2	101,2	109,5
MZH (prognozy zarządu)	75,0***	61,0****	14,0	347,5	411,6	500,0

* na podstawie raportu za drugi kwartał 2006

** do gotówki dodaną szacowaną wartość 72% pakietu ZEG należącego do M-Export

*** dług odsetkowy = szacowane zadłużenie pozaukładowe (zobowiązania wobec Zbigniewa Opacha, obligatariuszy, Vlassenroot, kredyty)

**** gotówka = wpływy z emisji akcji serii C w wysokości 61 mln zł

Źródło: raporty spółek, prognozy spółek, prognozy analityków, szacunki własne

Jak widać, przyjęliśmy grupę porównawczą składającą się z największych spółek budowlanych notowanych na GPW. Biorąc pod 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 lub nawet EBITDA jest zniekształcona wyjątkowymi transakcjami, które pociągają za sobą często jedynie księgowy zyski (lub straty), wskaźnikiem, który jest najmniej narażony na przekłamania jest EV/Sprzedaż. Stąd też dokonując wycen porównawczych korzystaliśmy wyłącznie z tego wskaźnika. 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 około 100% do wszystkich spółek swojego sektora poza PBG. Jednak 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 100% w stosunku do sektora budowlanego...

Wycena porównawcza	Cena zł	Ilość akcji Miliony	MCap mln zł	EV* mln zł	EV/Sprzedaż		
					x (2005)	x (2006P)	x (2007P)
4.09.2006							
PBG	171,00	12,0	2 057,1	2 138,9	5,23x	2,54x	1,81x
Polimex	129,00	15,2	1 967,1	2 037,0	1,10x	0,98x	0,87x
Elektrobudowa	86,00	4,0	341,5	345,6	1,00x	0,87x	0,74x
Budimex	70,55	25,5	1 801,1	1 716,7	0,64x	0,59x	0,53x
Mostostal Export	3,23	44,6	143,9	122,0	0,61x	0,53x	0,44x
Mostostal Warszawa	23,00	20,0	460,0	398,0	0,48x	0,38x	0,35x
Mostostal Plock	16,55	2,0	33,1	16,3	0,18x	0,16x	0,15x
Średnie mnożniki grupy porównawczej (bez PBG)					0,67x	0,59x	0,51x
MZH	3,10	149,13	462,3	476,3	1,37x	1,16x	0,95x
<i>Premia (+) / dyskonto (-) MZH w stosunku do grupy porównawczej bez PBG</i>					+105%	+98%	+86%
<i>Premia (+) / dyskonto (-) MZH w stosunku do Mostostalu Warszawa</i>					+188%	+204%	+175%
<i>Premia (+) / dyskonto (-) MZH w stosunku do Polimex</i>					+25%	+18%	+9%

*EV = Enterprise Value = Kapitalizacja powiększona o dług netto

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, szacunków analityków, raportów spółek

Warto zauważyć, że premia MZH w porównaniu do sektora budowlanego jest szczególnie wysoka w porównaniu do spółek o podobnej wielkości. Na przykład EV Mostostalu Zabrze jest o 20% wyższy od poziomu EV Mostostalu Warszawa, mimo iż sprzedaż tej ostatniej spółki jest ponad dwukrotnie większa od sprzedaży Grupy MZH. Nie podważając prognoz zarządu MZH co do sprzedaży w latach 2006-2007 wskaźnik EV/Sprzedaż na rok 2007 nadal wynosi 0,95x, 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 oraz [2] 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 niebawem pojawią się po stronie podaży wynosi ponad 40 milionów. Do tego dochodzi ‘free-float’ około 22 mln nowych akcji serii C wynikający z emisji z prawem poboru. Biorąc pod uwagę aktualny free-float 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.

I.2. Wycena MZH na podstawie 2008 EV/EBITDA

Wyceny przedstawione na poprzedniej stronie oparte są na historycznych wynikach oraz na prognozach zarządu spółki na lata 2006-2007. W związku z tym, że polski sektor budowlany przeżywa aktualnie boom, postanowiliśmy przeanalizować wycenę MZH przy założeniu bardzo agresywnego scenariusza rozwoju Spółki do roku 2008.

Polski sektor budowlany przeżywa aktualnie boom...

Zatem jeśli przyjmiemy, że boom na polskim rynku budowlanym wpłynie na zwiększenie marży EBITDA Mostostalu Zabrze do wysokiego poziomu ok. 6% i przychody ze sprzedaży w 2008 roku sięgną 600 mln zł, EBITDA Mostostalu w 2008 roku wyniesie 36 mln zł. Zakładając wskaźnik 2008 EV/EBITDA na poziomie 8x oraz brak długu, kapitalizacja MZH powinna wynieść 288 mln zł, czyli ok. 40% mniej niż obecna wycena spółki. Jeżeli nawet założymy przychody w 2008 roku na poziomie 700 mln zł i 10x 2008 EV/EBITDA, to wciąż wynikająca z tych założeń waluacja na poziomie około 420 mln zł jest o ponad 10% niższa od obecnej kapitalizacji spółki na GPW. Zatem nawet przy przyjęciu najbardziej optymistycznych założeń, obecna wycena Mostostalu nie jest uzasadniona na podstawie porównania z wycenami innych spółek z sektora.

...przyjmując jednak nawet najbardziej optymistyczne założenia, obecna waluacja MZH nie wydaje nam się uzasadniona.

I.3. Porównanie do spółek zagranicznych

Analizując aktualny kurs akcji Mostostal Zabrze Holding postanowiliśmy także porównać waluację MZH z wycenami europejskich spółek budowlanych. Wyceny tych spółek budowlanych zamieściliśmy w tabeli poniżej. Zwracamy uwagę, że z wyjątkiem Ferrovial, Acciony oraz Vinci, które oprócz działalności budowlanej operują także w sektorze nieruchomości lub zajmują się zarządzaniem autostradami (z czego realizują także większe marże), pozostałe spółki, czyli NCC, Skanska, Hochtief oraz Bilfinger Berger, są zaangażowane głównie w branży budowlanej i wykazują rentowność operacyjną poniżej 4%.

Europejskie spółki *stricte* budowlane osiągają niską rentowność operacyjną.

Grupa porównawcza	Waluta	Kraj	Dług odsetkowy*	Gotówka*	Dług netto*	Sprzedaż		
						2005	2006P	2007P
<i>Spółki zagraniczne</i>								
Ferrovial	EUR	Hiszpania	11 317	2 295	9 022	8 989	10 200	10 700
Acciona	EUR	Hiszpania	3 207	2 204	1 003	4 853	5 300	5 800
Vinci	EUR	Francja	7 322	5 484	1 838	21 543	24 500	25 500
NCC	SEK	Szwecja	3 056	1 919	1 137	49 506	53 450	55 750
Skanska	SEK	Szwecja	3 504	13 678	-10 174	124 667	128 200	133 000
Hochtief	EUR	Niemcy	1 088	2 024	-936	13 653	13 800	14 300
Bilfinger Berger	EUR	Niemcy	623	1 421	-798	6 206	6 700	7 000

Wycena porównawcza	Cena akcji	Ilość akcji	MCap*	EV*	Marża ze sprzedaży	EV/Sprzedaż		
						x (2005)	x (2006P)	x (2007P)
<i>Ceny akcji z 4.9.2006</i>								
Ferrovial	61,95	140,3	8 689	17 711	14,5%	1,97x	1,74x	1,66x
Acciona	119,50	63,6	7 594	8 597	<i>b/d</i>	1,77x	1,62x	1,48x
Vinci	86,20	237,5	20 470	22 308	30,3%	1,04x	0,91x	0,87x
NCC	155,50	108,4	16 862	17 999	8,8%	0,36x	0,34x	0,32x
Skanska	115,50	418,6	48 343	38 169	9,0%	0,31x	0,30x	0,29x
Hochtief	44,97	70,0	3 148	2 212	5,8%	0,16x	0,16x	0,15x
Bilfinger Berger	43,37	37,3	1 619	915	8,6%	0,15x	0,14x	0,13x

* dane dla NCC i Skanska wyrażone w mln SEK; pozostałe dane w mln Euro

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów spółek oraz Bloomberg

Warto zauważyć, że spółki '*stricte*' budowlane (NCC, Skanska, itp.) wyceniane są na znacznie niższym poziomie niż Ferrovial, Acciona i Vinci. Ze względu na profil działalności skupiony na budownictwie, to właśnie te spółki uznajemy za najbardziej porównywalne do Mostostal Zabrze, który nie zajmuje się np. działalnością deweloperską. W porównaniu z tymi spółkami znów okazuje się, że MZH jest wyceniany z dużą premią. Naturalnie, szybszy wzrost gospodarczy uzasadnia notowanie z premią polskich spółek budowlanych w porównaniu do europejskich. Zwracamy jedynie uwagę na wysoki poziom tej premii, która sięga od 195% w stosunku do NCC w oparciu o 2007 EV/Sprzedaż, do 630% w stosunku do Bilfinger Berger.

MZH jest wyceniany z dużą premią do zagranicznych spółek budowlanych.

I.4. Kurs akcji i kapitalizacja

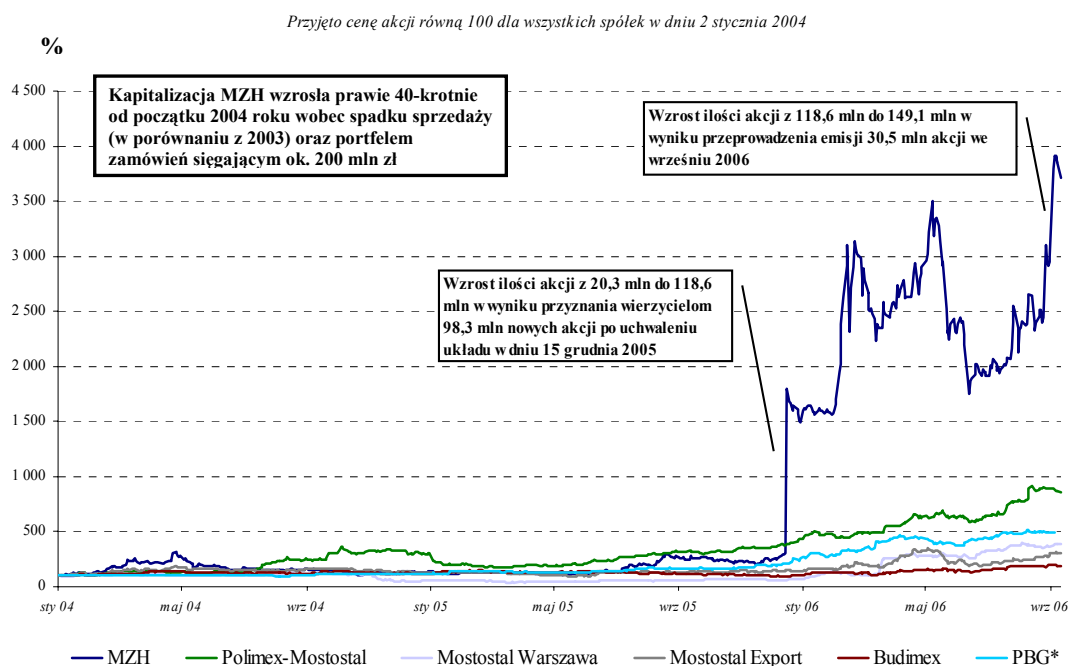
Skala dysproporcji obecnej kapitalizacji Mostostalu Zabrze w porównaniu do pozostałych spółek polskiego sektora budowlanego jest szczególnie widoczna na poniższym wykresie, który przedstawia zachowanie się kapitalizacji sześciu spółek budowlanych od początku 2004 roku. Zwracamy uwagę na fakt gwałtownego wzrostu kapitalizacji Mostostalu do historycznie rekordowych poziomów na skutek przegłosowania układu z wierzycielami. Skok ten jest wynikiem emisji 98,3 mln nowych akcji przeznaczonych dla wierzycieli spółki. Ponieważ wykonanie układu jest obowiązkiem spółki, na który akcjonariusze nie mają wpływu, należy uwzględnić wynikające z tego dodatkowe akcje zaraz po przegłosowaniu układu, lub najpóźniej po jego zatwierdzeniu przez sąd w dniu 28 marca 2006. Jest tak, gdyż w przeciwnym wypadku, gdyby nie doszło do przegłosowania układu, spółka wciąż znajdowałaby się w upadłości i prawdopodobnie zakończyłaby działalność. Wskazujemy także na informację pochodzącą od samej spółki, zawartą w prospekcie emisyjnym (str. 121):

Kapitalizacja Mostostalu gwałtownie wzrosła w wyniku przegłosowania układu z wierzycielami.

„Jednocześnie Emitent podkreśla, że niedojście do skutku emisji akcji serii A spowoduje niewykonanie układu co w konsekwencji doprowadzi do upadłości Emitenta obejmującej likwidację majątku”.

Zatem jedyną alternatywą wobec likwidacji Spółki jest uwzględnienie nowych akcji, przeznaczonych dla wierzycieli.

WZROST KAPITALIZACJI MZH W PORÓWNANIU DO INNYCH SPÓŁEK BUDOWLANYCH



* w związku z debiutem PBG na GPW w sierpniu 2004, dla tej spółki przyjęto cenę równą 100 w okresie styczeń 2004-sierpień 2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów spółek, danych GPW

Co istotne, wzrost kapitalizacji spółki przedstawiony na poprzedniej stronie nie jest w żaden sposób powiązany z jej wynikami finansowymi. Zjawisko to ilustruje poniższy wykres. Jak widać, obecna wartość Mostostalu Zabrze Holding jest:

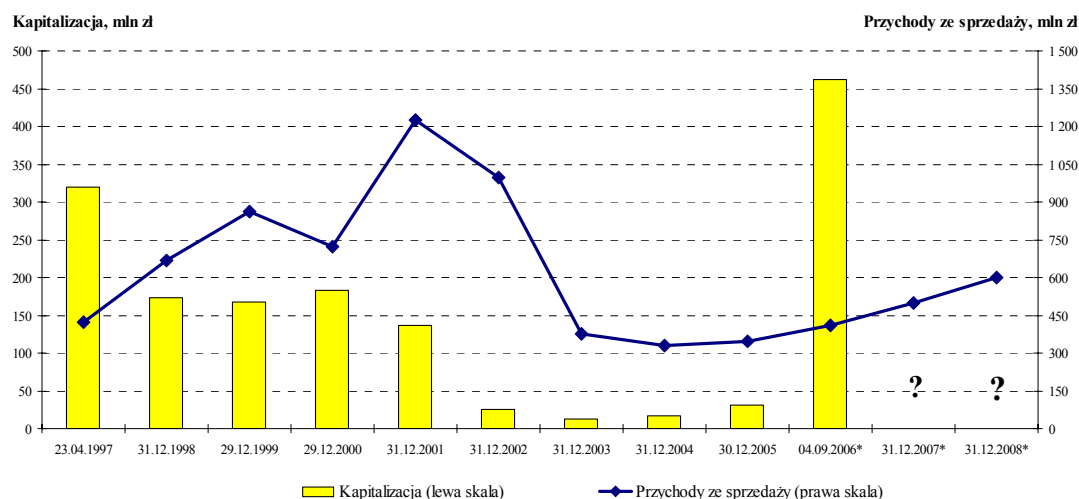
- niemal 50% wyższa od wcześniejszego historycznego maksimum, jakie spółka osiągnęła w dniu 23 kwietnia 1997, przy czym w 1997 roku spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 422 mln zł oraz EBITDA na poziomie 33 mln zł
- prawie 2,5-krotnie większa od kapitalizacji MZH na koniec 2001 roku, kiedy 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.

Indeksy giełdowe znacznie wzrosły zarówno od 1997 jak i 2001, jednak trzeba pamiętać, że spółki giełdowe – także większość spółek budowlanych – znacznie poprawiły od tego czasu swoje wyniki finansowe.

W przypadku nielicznych spółek – do których według naszej opinii należy zaliczyć MZH – obecna wycena nie koresponduje zarówno z aktualnymi, jak i prognozowanymi wynikami. Przyjmując prognozy zarządu Spółki odnośnie przychodów ze sprzedaży w kolejnych latach widzimy, że wzrost sprzedaży jest nieporównywalnie mniejszy od już zrealizowanego wzrostu kapitalizacji. Znakiem zapytania jest dalszy rozwój kapitalizacji Spółki w latach 2007-2008.

PORÓWNANIE KAPITALIZACJI I PRZYCHODÓW MZH W LATACH 1997-2008



* dane odnośnie przychodów ze sprzedaży oparte zostały na prognozach zarządu Spółki; na 2008 rok przyjęto sprzedaż 600 mln zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Spółki, danych GPW

II. ANALIZA WYNIKÓW RAPORTOWANYCH PRZEZ MZH

II.1. Problemy z wyceną w oparciu o prognozowane zyski

Można odnieść wrażenie, że wyceniając Grupę MZH jedynie w oparciu o wskaźnik EV/Sprzedaż pominęliśmy istotny czynnik jakim jest uwzględnienie rentowności spółki poprzez wykorzystanie takich mnożników jak EV/EBITDA lub Cena/Zysk. Wykorzystanie tego ostatniego mnożnika wydaje się o tyle proste, gdyż – w odróżnieniu od większości spółek notowanych na GPW – zarząd Spółki podał do wiadomości publicznej prognozy zysku netto w latach 2006-2007. Jednak podczas analizy danych finansowych Mostostalu natrafiliśmy na szereg niejasności które powodują że do raportowanych i prognozowanych wyników musimy podejść z dużą ostrożnością. Tym samym w obawie przed wyciągnięciem mylnych wniosków z mało przejrzystych wyników spółki nie korzystaliśmy z mnożników opartych na wskaźnikach rentowności. Niejasności na jakie natrafiliśmy przedstawione są poniżej.

Mało przejrzyste wyniki spółki utrudniają wycenę opartą na zyskach.

Wycenę Mostostalu można teoretycznie oprzeć na prognozowanym przez zarząd poziomie zysku netto 77 mln zł w 2006 roku i 25 mln zł w 2007. Jednak wobec tego, że raportowany zysk netto narastająco za pierwsze dwa kwartały 2006 wyniósł 10,5 mln zł, z prognozy zysku na 2006 rok wynika, że Spółka w drugiej połowie tego roku osiągnie ponad 66 mln zł zysku, czyli 86% całorocznej prognozy. Wydaje się, że tak duży zysk nie może wynikać wyłącznie z prowadzonej działalności operacyjnej i będzie raczej wynikiem zdarzeń jednorazowych. Można przypuszczać – choć Spółka nigdzie o tym nie informuje – że zysk ten powstanie w wyniku redukcji wierzytelności układowych (o łącznej wartości 160 mln zł) o 40%, zgodnie z warunkami układu zatwierdzonego przez wierzycieli w grudniu 2005. Redukcja tychże wierzytelności wykreuje księgowy zysk w wysokości około 64 mln zł, co oznacza że w drugim półroczu 2006 kwota zysku netto wynikającego z prowadzonej działalności będzie zbliżona do 2 mln zł. Warto też zauważyć, że księgowy zysk powstały w wyniku redukcji wierzytelności stanowi 83% całorocznej prognozy.

Jednorazowy zysk z tytułu redukcji wierzytelności stanowi 83% zysku netto prognozowanego w 2006 roku...

Trudno jednak potwierdzić lub zaprzeczyć powyższym przypuszczeniom, gdyż zarząd Spółki w żaden sposób nie skomentował powyższej prognozy. Można jedynie domyślać się co do przyczyn tak wysokiego zysku w 2006 roku, co może podważyć zaufanie inwestorów i akcjonariuszy do prezentowanych prognoz. Podobnie jest z prognozą zysku netto na 2007 rok [25 mln zł]. Kwota ta implikuje rentowność netto na poziomie 5%, która przewyższa prognozowaną rentowność netto w 2007 roku wszystkich przytoczonych europejskich spółek budowlanych z wyjątkiem Acciony oraz przewyższa rentowność netto w 2005 roku wszystkich przytoczonych krajowych spółek z wyjątkiem PBG oraz M-Export¹. Uważamy cele wyznaczone przez zarząd Mostostalu za bardzo ambitne biorąc pod uwagę relatywnie niewielki portfel zamówień Spółki (przedstawiony szerzej na str. 9).

...natomiast prognoza zysku netto w wysokości 25 mln zł w 2007 roku zakłada rentowność netto MZH na poziomie 5%.

¹ Należy jednak zauważyć, że Mostostal Export w 2005 roku zanotował stratę operacyjną w wysokości 33 mln zł. Dodatni wynik netto M-Export w 2005 roku wynikał wyłącznie ze sprzedaży udziałów jednostek podporządkowanych, z czego spółka uzyskiwała przychody w wysokości 66 mln zł.

Oceniając realność prognozy 25 mln zł zysku na 2007 rok, która zakłada rentowność netto na poziomie 5%, warto także zwrócić uwagę na ciekawy fakt wynikający z analizy struktury grupy kapitałowej Mostostalu Zabrze. Mianowicie analizując agregowane wyniki finansowe spółek zależnych, które nie były w roku 2005 w upadłości (tj. pomijając spółki w likwidacji/PRINŻ), wynika, że przy ich zagregowanej sprzedaży na poziomie 286 mln zł zysk netto wyniósł jedynie 5,4 mln zł, co daje rentowność netto na poziomie 1,9%.

Średnia rentowność spółek zależnych MZH wyniosła w 2005 roku 1,9%.

Struktura Grupy Kapitałowej MZH <i>Dane w mln zł</i>	Udział MZH	Sprzedaż		Zysk netto		Kapitały własne		Aktywa razem	
		2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
I. MZH S.A. (podmiot dominujący)	100,0%	91,7	81,0	-27,2	-38,4	-69,9	-108,3	160,4	122,3
1. ZPK Sp. z o.o.*	100,0%	94,3	108,1	1,5	2,3	4,2	6,5	35,8	33,6
2. GPBP S.A.	62,3%	45,2	43,5	0,0	0,6	0,4	4,2	31,6	28,1
3. ZMP "Czechowice" Sp. z o.o.	99,6%	35,8	25,4	0,1	0,8	1,0	1,3	10,2	9,2
4. Ocykownia Mostostal-Met Sp. z o.o.	98,1%	18,5	16,9	2,0	1,7	10,8	12,5	15,5	16,9
5. ZTS Sp. z o.o.*	100,0%	11,8	8,6	-0,3	-1,3	2,1*	0,8	4,3	2,6
6. ZMP "Kędzierzyn" Sp. z o.o.	87,2%	20,3	18,8	-3,0	0,5	-6,9	-7,0	5,2	5,4
7. ZMP "Częstochowa" Sp. z o.o.	70,6%	12,0	35,7	0,9	2,5	-3,2	-4,2	8,0	8,5
8. SMS Pro Zabrze	100,0%	10,5	10,7	-0,8	-0,5	2,0	1,5	4,8	5,2
9. ZMP "Katowice" Sp. z o.o.	99,6%	9,4	12,8	0,2	0,3	-1,1	-0,8	3,0	4,3
10. ZMP "Pokój" Sp. z o.o.	76,6%	9,4	5,7	-3,7	-1,4	-4,3	-5,8	2,6	1,4
11. Elektromontaż 3 Katowice**	51,4%	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>
II. Spółki zależne razem		267,2	286,2	-3,1	5,4	5,0	9,0	120,9	115,4
III. Spółki stowarzyszone									
12. PI Biprohut Gliwice	45,2%	<i>b/d</i>	13,0	<i>b/d</i>	1,5	<i>b/d</i>	5,2	<i>b/d</i>	10,2
13. PRInż Holding S.A.	33,0%	692,6	<i>b/d</i>	9,5	<i>b/d</i>	78,5	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>	<i>b/d</i>
RAZEM		358,9	367,2	-27,2	-32,3	-64,8	-99,2	281,3	237,6
Raportowane wyniki skonsolidowane	-	327,9	347,5	-38,4	-19,3	-82,4	-103,3	244,6	212,9
Wyłączenia konsolidacyjne		31,0	19,8	11,2	-13,0	17,6	4,0	36,7	24,7

* trwa spór o własność (zagrożenie utraty firmy)

** w likwidacji od września 2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów spółki

Biorąc pod uwagę, że spółki zależne stanowiły 77% skonsolidowanej sprzedaży a ich marża netto raczej nie potroi się w 2007 roku wyniku zakończenia upadłości spółki matki, marża netto spółki matki będzie musiała wynieść kilkanaście procent aby rentowność netto skonsolidowanej sprzedaży osiągnęła poziom 5%. Scenariusz ten uznajemy za mało prawdopodobny, ze względu na historycznie słabe wyniki osiągane przez spółkę matkę, która od 2001 roku wykazywała wyłącznie ujemny wynik netto, a w latach 1998-2000 jej rentowność netto była poniżej 5%.

Mало wiarygodny prognozowany wzrost rentowności spółki matki.

II.2. Niewielki portfel zamówień Spółki

Jak wskazano wcześniej, zarząd Spółki opublikował prognozy dotyczące sprzedaży w roku obecnym oraz w roku 2007. Choć posługiwaliśmy się tymi prognozami przy wycenie w oparciu o EV/Sprzedaż, nie można nie zwrócić uwagi na bardzo niewielki portfel zamówień Spółki, który jest najmniejszy ze wszystkich przytoczonych wcześniej krajowych spółek budowlanych z wyjątkiem Mostostalu Płock. Zwracamy uwagę, że w oparciu o portfel zamówień MZH jest aktualnie wyceniany z premią ponad 50% nawet do PBG! Co więcej, wskazujemy na bardzo niski poziom pokrycia rocznej sprzedaży przez zakontraktowane prace budowlane – w MZH wskaźnik ten wynosi 40% w porównaniu do średniej 93% dla reszty sektora.

Spółka ma bardzo mały portfel zamówień w porównaniu do konkurentów...

Porównanie portfeli zamówień	Portfel zamówień (mln zł)	EV (mln zł)	EV / portfel zamówień (x)	Sprzedaż (2007P) (mln zł)	Portfel / sprzedaż (2007P) (%)
Mostostal Zabrze	200*	476	2,38x	500,0	40%
PBG	1 400	2 139	1,53x	1 183,1	118%
Elektrobudowa	400	346	0,86x	466,3	86%
Polimex-Mostostal	2 700	2 037	0,75x	2 335,3	116%
Mostostal Export	200	122	0,61x	278,0	72%
Budimex	3 100	1 717	0,55x	3 235,8	96%
Mostostal Warszawa	800	398	0,50x	1 150,0	70%
Mostostal Płock	100	16	0,16x	109,5	91%

* w ostatnie 12 miesięcy Grupa MZH poinformowała o kontraktach o łącznej wartości 100 mln zł; szacunkowo zakładamy, że dodatkowe nieopublikowane kontrakty wynoszą 100 mln zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze spółek (działy relacji inwestorskich), raportów spółek

II.3. Rzeczywisty zysk/strata (na akcję) i Cena/Zysk

W zestawieniach prasowych spółek giełdowych przedstawiona jest wielkość zysku na akcję MZH za ostatnie cztery kwartały na poziomie 20 groszy. Warto jednak zwrócić uwagę, że licząc zysk na akcję w oparciu o cztery ostatnie raporty kwartalne pomijane jest istotne wydarzenie, jakim była upadłość likwidacyjna PRInż – spółki z Grupy MZH o przychodach rzędu 600 mln zł – ogłoszona przez Sąd Rejonowy w Katowicach w dniu 28 października 2005 roku. Mimo to, w raporcie za czwarty kwartał 2005 Mostostal nie umieścił odpisu na utratę wartości PRInż. Dopiero w wyniku uwagi audytora² odpis ten, o wartości 11,62 mln zł, znalazł się w skonsolidowanym raporcie rocznym Mostostalu za 2005 rok, opublikowanym w czerwcu 2006, tj. już długo po publikacji wyników za 4 kw. 2005. Stąd zysk na akcję wyliczony wyłącznie w oparciu o opublikowane raporty kwartalne nie ujmuje upadłości PRInż. Korektę zysku na akcję Mostostalu przedstawiono w tabeli poniżej. Jak widać, w rzeczywistości za ostatnie cztery kwartały MZH zamiast zysku poniósł stratę netto w wysokości 7,61 mln zł.

Kwotę 4 mln zł zysku netto wyliczonego w oparciu o ostatnie cztery raporty kwartalne MZH należy skorygować o odpis 11 mln zł z tytułu utraty aktywów...

Analiza zysku netto MZH	Zysk/strata netto	Korekta: odpis na	Zysk/strata netto
<i>Dane w mln zł</i>	<i>(w raportach MZH)</i>	<i>utratę PRInż (28.10.2005)</i>	<i>(skorygowany)</i>
3 kw. 2005	-7,05	-	-7,05
4 kw. 2005	0,58	-11,62	-11,05
1 kw. 2006	2,26	-	2,26
2 kw. 2006	8,23	-	8,23
SUMA	4,01 mln zł	-11,62 mln zł	-7,61 mln zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów kwartalnych Spółki

Choć odpis aktualizacyjny z tytułu utraty PRInż jest wydarzeniem jednorazowym, którego raczej nie należy uwzględniać przy analizie rentowności działalności podstawowej, zwracamy uwagę na brak wyjaśnień i komentarzy samej Spółki do przedstawionych niejasności jako na dodatkowy czynnik ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Jak widać w tabelce powyżej, w raporcie za 4 kw. 2005 pominięto odpis o wartości prawie trzykrotności raportowanych zysków za ostatnie cztery kwartały. Skala dysproporcji oraz opóźnienie w podaniu w/w straty do informacji publicznej wskazuje na niebezpieczeństwo „pominięcia” przez Spółkę także innych bardzo istotnych informacji.

...który nie został uwzględniony w raporcie kwartalnym MZH.

² Por. GG Parkiet z dnia 17 czerwca 2006 (artykuł „Radzie nie brak optymizmu”): „Ponad 19,5 mln zł - tyle wyniosła strata netto zabrzańskiej grupy budowlanej w 2005 roku - wynika z opublikowanego w tym tygodniu raportu rocznego. Tymczasem, według sprawozdania za IV kwartał, narastająco holding był niecałe 6,5 mln zł na minusie. Zarząd tłumaczy, że główną przyczyną rozbieżności jest zalecenie biegłego rewidenta w sprawie dokonania odpisu aktualizującego wartość aktywów w spółce stowarzyszonej PRInż (katowicka firma znajduje się w upadłości połączonej z likwidacją majątku). Chodzi o ponad 11,6 mln zł.”

Wskazujemy ponadto, że w standardowych danych podawanych przez media – do wyliczenia wskaźnika Cena/Zysk dla MZH brane jest pod uwagę 20,33 mln akcji, czyli aktualnie zarejestrowana ich liczba. Uważamy jednak, iż mając na uwadze ekonomiczny sens wskaźnika konieczne należy uwzględnić liczbę akcji wynikającą z zatwierdzenia układu z wierzycielami, gdyż tylko w oparciu o redukcję zobowiązań ocena wartości Spółki i jej zysków ma sens. Przyjmujemy więc do wyliczenia Cena/Zysk liczbę 20,33 mln akcji dla okresu przed zatwierdzeniem układu i 118,64 mln akcji dla okresu po zatwierdzeniu układu.

W celu wyliczenia Cena/Zysk należy przyjąć liczbę akcji z uwzględnieniem akcji dla wierzycieli.

Przedstawiona kalkulacja może się jednak spotkać z zastrzeżeniem, iż jeśli przyjmujemy liczbę akcji zwiększoną o akcje wierzycielskie, czyli dyskontujemy przyszłą rejestrację akcji układowych z uwagi na ich podstawowy wpływ na rzeczywistą (mającą znaczenie ekonomiczne) wartość wskaźnika Cena/Zysk to należy równocześnie uwzględnić zysk w wysokości ok. 64 mln wynikający z umorzenia części zobowiązań Spółki.

Oczywiście można tak uczynić, pojawia się jednak pytanie o sens tak wyliczonej wartości wskaźnika Cena/Zysk. Podstawową cechą wskaźnika jest określenie zdolności do generowania przez Spółkę zysków w dłuższym okresie czasu w relacji do aktualnej wyceny. Dlatego wszelkie jednorazowe zyski nie związane z podstawową działalnością spółki, jak również straty nadzwyczajne wypaczają znaczenie owego wskaźnika.

Korekta zysku/straty na akcję	Wartości raportowane	Korekta: ilość akcji po zatwierdzeniu układu	Wartości skorygowane
Zysk/strata netto (mln zł)	4,01	-	4,01
Ilość akcji (w mln sztuk)	20,33	118,64	69,48*
ZYSK/STRATA NA AKCJĘ (zł)	0,20	-	0,06
<i>Cena akcji z 6 września 2006 (zł)</i>	<i>3,17</i>	-	<i>3,17</i>
<i>Wskaźnik Cena/Zysk</i>	<i>16,1x</i>	-	<i>54,9x</i>

* kwota 69,5 milionów jest średnią ważoną 20,3 milionów (ilość akcji przed układem) oraz 118,64 (ilość akcji po układzie), gdzie okresem będącym wagą w obu przypadkach są dwa kwartały (zatem wagi wynoszą 50%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Spółki, danych GPW

Po przeprowadzeniu korekty okazuje się, że – nawet jeśli przyjąć że MZH faktycznie wygenerował zysk netto na poziomie 4 mln zł – należy podzielić go przez o wiele większą liczbę akcji. Średnia ważona liczba akcji z ostatnich 4 kwartałów wynosi 69,5 milionów akcji. Zatem skorygowany zysk na akcję jest równy 6 groszy a wskaźnik Cena/Zysk wzrasta z 16x do poziomu 54,9x.

Zakładając że spółka zanotowała zysk za ostatni rok, Cena/Zysk MZH wynosi 54,9x a nie 16x.

II.4. Zwiększanie straty z lat ubiegłych

Innym problemem związanym z analizą danych MZH jest zaskakująca prawidłowość, polegająca na tym, że Spółka w okresie ostatnich dwóch kwartałów zanotowała zysk netto na poziomie 10,5 mln zł, a jednocześnie powiększyła stratę z lat ubiegłych o 20,9 mln zł. Ze względu na brak not wyjaśniających tę pozycję bilansową, aby przeanalizować ten proces skorzystaliśmy z zestawienia zmian w kapitale własnym spółki. Fragmenty tego zestawienia przedstawiono poniżej.

Spółka jednocześnie notuje zyski i zwiększa stratę z lat ubiegłych...

MZH - wzrost straty z lat ubiegłych			Zmiana (o/o)		
Dane w mln zł	2005	1 kw. 2006	%	2 kw. 2006	%
Strata z lat ubiegłych (stan na początek okresu)	-108,8	-114,7		-132,4	
Strata z lat ubiegłych (stan na koniec okresu)	-114,7	-132,4	15%	-135,6	2%
Zmiana straty z lat ubiegłych (okres do okresu)	-5,9	-17,7*		-3,2	
Raportowany zysk/strata netto za dany okres	-19,3*	2,3	-	8,2	265%
Raportowany wynik za 4 kwartały 2005 (narastająco)	-6,5	-		-	

* w 1 kw. 2006 Spółka zaksięgowała „stratę z lat ubiegłych” poprzez zmniejszenie kapitałów własnych o 17,7 mln zł. Kwota ta zawierała między innymi odpis na utratę PRInz (11,6 mln zł) która nie była ujęta w pierwotnym RZiS za rok 2005. Po upomnieniu audytora strata ta (11,6 mln zł) została również uwzględniona w ostatecznym RZiS za rok 2005.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Spółki

Jak widać, pomimo zanotowania 8,2 mln zł zysku netto w 2 kw. 2006, Mostostal Zabrze powiększył stratę z lat ubiegłych w tym okresie o 3,2 mln zł, czyli o kwotę stanowiącą ponad 30% zysku netto w pierwszym półroczu 2006. Skąd bierze się ta zmiana? Spółka w żaden sposób nie komentuje w raportach bieżących tak poważnych strat i zabiegów. Zainteresowanym inwestorom i akcjonariuszom pozostaje jedynie możliwość domyslenia się niektórych zagadnień na podstawie zestawienia zmian w kapitale własnym (przedstawionym na następnej stronie).

...nie tłumacząc w żaden sposób dużych zmian w bilansie.

W poniższym zestawieniu zwracamy uwagę na liczne operacje przeksięgowania kwot między kontami „kapitały rezerwowe” a „strata z lat ubiegłych”. Spółka nie tłumaczy, skąd biorą się te operacje – co więcej, w bilansie spółki zamieszczonym w raporcie za 2005 rok „strata z lat ubiegłych” to jedyna pozycja, do której nie dodano noty wyjaśniającej! Jest to szczególnie uderzające biorąc pod uwagę fakt, że pozycja ta jest drugą co do wielkości pozycją w bilansie MZH za 2005 rok (po zobowiązaniach krótkoterminowych). Mimo tego, Spółka nie uznała za stosowne wytłumaczyć co składa się na pozycję o równowartości prawie 40% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w danym roku. Nie wiadomo zatem o której spółce zależnej mowa w przypisie „przeniesienie zysku na kapitał zapasowy (w spółce zależnej)”, ani jakie dokumenty księgowe stoją za tymi zmianami. Jeżeli natomiast przenoszenie kwot między kontami było operacją wyłącznie księgową, jaki był jej cel? Niestety, w związku z brakiem wyjaśnień ze strony Spółki trudno nam odnieść się do powyższych faktów, co utrudnia wykorzystanie raportowanych zysków na poziomie netto w waluacjach.

W pierwszym półroczu 2006 MZH ogłosił 10,5 mln zł zysku netto oraz o 20,9 mln zł powiększył stratę z lat ubiegłych.

MZH - zmiany w kapitale własnym	Kapitały rezerwowe i zapasowe	Zysk/strata z lat ubiegłych	Kapitał zakładowy	Zysk/strata z okresu bieżącego	Udziały mniejszości	Kapitał własny ogółem
<i>Dane w mln zł</i>						
Saldo na dzień 01.01.2005	5,72	-108,78	20,33	-	0,36	-82,37
1) pokrycie straty	-	-3,71	-	-	-	-3,71
2) przeksięgowanie na kapitał zapasowy	3,14	-3,14	-	-	-	-
3) zysk/strata za rok obrotowy	-	-	-	-19,56	-	-19,56*
4) pozostałe zmiany	-0,04	0,95	-	-	1,46	2,38
Saldo na dzień 01.01.2006	8,83	-114,69	20,33	-19,56	1,82	-103,27**
1) przeniesienie na stratę z lat ubiegłych	-	-19,56*	-	-	-	-
2) przeniesienie zysku na kapitał zapasowy (w spółce zależnej)	3,57	-3,57	-	-	-	-
3) pokrycie straty z kapitału zapasowego (w spółce zależnej)	-1,41	1,41	-	-	-	-
4) pozostałe zmiany	-0,41	0,83	-	10,12	0,37	10,90
Saldo na dzień 30.06.2006	10,58	-135,58	20,33	10,12	2,19	-92,37

* 19,5 mln zł to rzeczywista strata netto (przypadająca na akcjonariuszy jednostki dominującej) MZH za 2005 rok, po uwzględnieniu na wniosek audytora odpisu w wysokości 11 mln zł z tytułu utraty PRInz

** kwota podana w oparciu o zaudytowany raport za 2005 rok

Źródło: opracowanie własne na podstawie zestawień zmian w kapitale własnym zawartych na str. 8 raportu Spółki za 2005 rok oraz na str. 6 raportu za 2 kw. 2006

II.5. Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Analizując wyniki kwartalne Mostostalu Zabrze (*przedstawione w tabeli poniżej*) zwracamy także uwagę na wysoką zmienność zysku z działalności operacyjnej oraz zysku netto na przestrzeni ostatniego roku. Szczególne zainteresowanie budzą - nie skomentowane w żaden sposób przez zarząd Spółki – pozycje „pozostałe przychody operacyjne” w 2 kw. 2006 w kwocie ponad 20 mln zł (czyli prawie dwukrotność zysku ze sprzedaży w tym okresie) oraz „pozostałe koszty operacyjne” w kwocie ponad 15 mln zł. Poza niejasnościami opisanymi na poprzednich stronach, także i tych znaczących pozycji w rachunku wyników Spółka nie tłumaczy i pozostawia domysłom inwestorów.

Spółka nie wyjaśnia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, będących znaczącymi pozycjami w RZiS w 2 kw. 2006.

Mostostal Zabrze Holding - rachunek zysków i strat				
<i>Dane skonsolidowane (w mln zł)</i>	3 kw. 2005	4 kw. 2005	1 kw. 2006	2 kw. 2006
Przychody ze sprzedaży	102,6	89,9	77,6	107,4
Koszt własny sprzedaży	-90,6	-82,6	-71,1	-96,0
Zysk/strata ze sprzedaży	12,0	7,3	6,5	11,4
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-7,6	-8,2	-7,2	-7,5
Pozostałe przychody operacyjne	0,8	7,5	2,0	20,2
Pozostałe koszty operacyjne	-1,0	-4,2	-0,7	-15,8
Zysk/strata z działalności operacyjnej	4,3	2,4	0,7	8,3
Przychody finansowe	1,1	0,3	3,3	3,2
Koszty finansowe	-3,8	-2,8	-1,9	-2,4
Udział w zyskach (stratach) jednostek stowarzyszonych	-8,5	0,2	0,5	0,2
Zysk/strata brutto	-6,9	0,1	2,6	9,2
Podatek dochodowy	-0,2	0,0	-0,4	-1,0
Zysk/strata za rok obrotowy z działalności zaniechanej	0,0	0,5	0,0	0,0
Raportowany zysk/strata netto, w tym:	-7,0	0,6	2,3	8,2
<i>przypadający na akcjonariuszy spółki</i>	-7,2	0,4	2,4	7,7

Źródło: raporty kwartalne Spółki

Zwracamy uwagę, że strata w wysokości 8,5 mln zł w 3 kw. 2005 wynika ze strat poniesionych przez PRInż, który był ujmowany w sprawozdaniach skonsolidowanych do końca 3 kw. 2005. Zatem polepszenie wyników w 2006 roku jest także wynikiem bankructwa i wyłączenia z konsolidacji strat PRInż, które nie są wykazywane w skonsolidowanych raportach MZH poczynając od 4 kw. 2005.

W wyniku usunięcia z konsolidacji PRInż wyniki MZH uległy poprawie.

PODSUMOWANIE

Jak przedstawiono na poprzednich stronach, wyniki finansowe raportowane przez Mostostal Zabrze charakteryzują się dużym brakiem transparentności. Zjawisko to jest szczególnie ważne w świetle bardzo wysokiej kapitalizacji Spółki i wzmacnia wrażenie, jakoby wzrost kursu akcji w przeciągu ostatnich tygodni był zjawiskiem o podłożu raczej spekulacyjnym, nie popartym analizą fundamentalną.

Zauważamy, że filozofia i ambicje Spółki w dużej mierze opierały się na wielkości sprzedaży, czy też wysokości budowanych budynków (w tym budynku Altus w Katowicach). Przy braku odpowiedniego nadzoru nad finansami Spółki takie podejście doprowadziło do bankructwa. Warto także przypomnieć, iż mimo problemów Spółki które rozpoczęły się w latach 2001/2002 i skutkowały upadłością w roku 2004 jej zarząd zachował wysoki stopień ciągłości. Skład kierownictwa Spółki może wskazywać na brak odpowiedniego nacisku na efektywne zarządzanie finansami i stanowi dodatkowe ryzyko w sektorze, gdzie marże operacyjne są z reguły niskie i właściwe zarządzanie finansami jest kluczowe dla uzyskania rentowności na poziomie netto.

Zwracamy uwagę także na dodatkowy element ryzyka, na który narażona jest aktualnie cała branża budowlana, a mianowicie odpływ wykwalifikowanych pracowników za granicę, czego konsekwencją jest presja na zarobki w sektorze. W przypadku MZH odpływ wykwalifikowanych pracowników trwa już od dłuższego czasu i jest także wynikiem tkwienia spółki w upadłości od roku 2004. Dlatego też szybki wzrost przychodów spółki nie jest jedynie ograniczony wielkością zamówień lecz także brakiem wystarczających zasobów ludzkich o które MZH musi konkurować z innymi spółkami.

Podsumowując uważamy, że niejasności w raportowaniu danych finansowych oraz ogólny brak transparentności Spółki utrudniają jej wycenę. Tym niemniej, wycena wykonana w oparciu o wielkość najmniej podatną na zabiegi księgowe – EV/Sprzedaż – wskazuje na bardzo wysoką premię obecnej wyceny Mostostalu w stosunku do innych spółek sektora budowlanego notowanych na GPW.

Jarosław Supłacz

8 września 2006

© POLANDSECURITIES.COM

ZAŁĄCZNIK: KURS AKCJI I KAPITALIZACJA MZH W LATACH 1994-2006**DYSPROPORCJA MIĘDZY KURSEM AKCJI A KAPITALIZACJĄ SPÓŁKI**