

ENERGOMONTAŻ-POŁUDNIE EPD

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★★	Wysokie	3,81	1,79	2,84	2,55	120,8 mln	12,0x

Ceny akcji w złotych

Skupieni na core-bussessie?

Opracowanie:

Adam Nowakowski
Analityk, Makler

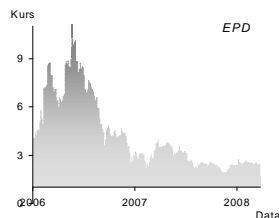
Tomasz Kaczmarek
Doradca Inwestycyjny

Aktualizacja oceny na:

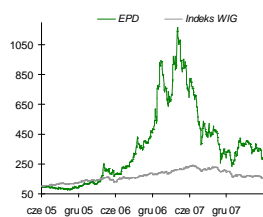
2 marca 2009

Komentarz analityczny, 2 marca 2009

Opublikowane wyniki za IV kw.'08 zmobilizowały nas do zaktualizowania oceny Energomontażu-Południe. Zaraportowane liczby okazały się nieco gorsze od naszych szacunków ujawnionych w raporcie z 4 lutego 2009 (patrz poniżej), tym niemniej wielkość dysproporcji nakazuje na jedynie marginalną obniżkę wyceny akcji katowickiej spółki – z 3,87 zł na 3,81 zł, a tym samym daje podstawy do utrzymania pięciogwiazdkowej oceny walorów EPD.



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Spółka wypracowała w całym 2008 roku przychody na poziomie 239,8 mln zł, wobec blisko 295 mln zł wynikających z naszej prognozy. Tak duża różnica wynika z odmiennego sposobu księgowania transakcji sprzedaży w ramach zawartej umowy leasingu zwrotnego dotyczącej Legnicka Park Popowice. Jednakże stosując się do zasad przyjętych przez Energomontaż-Południe, nasza projekcja przychodów (244,7 mln zł) tylko w niewielkim stopniu różni się od kwoty zaprezentowanej przez spółkę. Z kolei po stronie kosztowej, nie uwzględniliśmy kosztów związanych z aranżacją wnętrza pod wynajem biur przedmiotu leasingu zwrotnego, co znalazło swoje odzwierciedlenie na kolejnych szczeblach rachunku zysków i strat, doprowadzając ostatecznie do rozbieżności pomiędzy wypracowanym przez spółkę zyskiem netto (15,6 mln zł) vs. naszą prognozą (17,4 mln zł).

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w 2008 roku spółka skupiła się na realizacji kontraktów w ramach swej podstawowej działalności, wyraźnie zmieniając strukturę osiąganych przychodów kosztem działalności deweloperskiej. Jeszcze w

2007 roku przychody z realizacji kontraktów w ramach core-bussessu stanowiły niecałe 80% łącznej kwoty sprzedaży, natomiast w minionym roku wkład podstawowej działalności w wypracowane przychody sięgnął 97%. Zbliżona struktura winna utrzymać się również w nadchodzących dwóch latach, na co znajdujemy dwa podstawowe argumenty (o których sygnalizowaliśmy już we wcześniejszym raporcie). Po pierwsze, spowolnienie gospodarcze w prosty sposób negatywnie przekłada się na zgłaszany popyt na rynku mieszkaniowym (EPD sprzedało w 2008 roku mieszkania we Wrocławiu za kwotę 6,3 mln zł, pozostała część będzie stanowić w roku bieżącym zapasy spółki przeznaczone pod sprzedaż). Dodatkowo, prace związane z inwestycją w Osiedle Książęce w Katowicach zakończyć się mają planowo z końcem 2009 roku, tak więc pierwsze przychody z projektu zaksięgowane zostaną najwcześniej w 2010 roku. Po drugie, Energomontaż-Południe posiada już bogaty portfel zamówień, który będzie realizowany dla niemieckiego sektora energetycznego. Biorąc pod uwagę umowę podpisaną pod koniec lutego 2009, przekracza on wyraźnie 200 mln zł.

Realizacja kontraktów zagranicą zdeterminowała spółkę do zawierania transakcji zabezpieczających ryzyko walutowe (EPD wykorzystuje kontrakty forward). Nie pozostało to bez wpływu na wynik IV kw.'08, w którym wycena otwartych pozycji walutowych na kontraktach wyniosła minus 7,4 mln zł, co jednak w znacznej części zostało zrekomensowane przez wzrost należności wynikających z realizacji kontraktów rozliczanych w walucie unijnej (+4,1 mln zł).

Podsumowując, pomimo różnic w sposobie księgowania transakcji sprzedaży oraz nie uwzględnienia w modelu wyceny kosztów aranżacji wnętrza przedmiotu umowy leasingu zwrotnego, zaprezentowane liczby były w zasadzie zgodne z naszymi szacunkami. Co więcej, struktura portfela

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

3,81

Istotne wsparcie

1,79

Istotny opór

2,84

Cena zamknięcia

2,55

Kapitalizacja

120,8 mln

C / Z

12,0x

Ceny akcji w złotych

przychodów spółki na najbliższe kwartały oraz obecna sytuacja na rynku budownictwa mieszkaniowego zdają się potwierdzać przyjęte założenia, co do jakości prezentowanych przez spółkę liczb w nadchodzących okresach, a tym samym daje podstawę do utrzymania pięciogwiazdkowej oceny spółki, z wyznaczoną wyceną jej akcji na podstawie modelu DCF na poziomie 3,81 zł.

Z perspektywy AT – ważne poziomy cenowe

Kurs spółki znajduje się w krótkoterminowym trendzie wzrostowym, który trwa od października od dna na 1,79 zł. Papier cały czas znajduje się w fazie konsolidacji, a teoretycznie większe szanse należy przypisać wybiciu w górę, a o sygnale kupna będzie można mówić w przypadku pokonania ostatnich maksimów na 2,84 zł. Jeśli tak by się stało potencjalnym celem winien być poziom 3,38 zł, a w przypadku silniejszego wzrostu poziom 3,94 zł. Najbliższe wsparcie znajduje się na 2,30 oraz 2,20 zł i mam wrażenie, iż na tych poziomach winno pojawić się zainteresowanie kupnem akcji spółki. W przypadku przebicia tego ostatniego poziomu będę zwracał uwagę na październikowe minimum na 1,79 zł, gdzie dodatkowo teraz znajduje się również linia trendu wzrostowego.. Ewentualne przebicie tego poziomu będzie potwierdzało dominujący w średnim terminie trend spadkowy. Kolejne wsparcia znajdują się na 1,52 lub też 1 zł.

Tomasz Jerzyk Analityk Techniczny DM BZ WBK

Komentarz analityczny, 4 lutego 2009

Trzy kolejne kwartały 2008 roku zakończone wynikiem netto „ponad kreską” oraz roczna poprawa wskaźników rentowności na niemal wszystkich poziomach RZiS zwróciły naszą uwagę na walory Energomontażu-Południe. Opierający swoją działalność przede wszystkim na świadczeniu usług dla sektora energetycznego, EPD w naszej opinii może być jednym z głównych

beneficjentów przedsięwzięć mających na celu modernizację oraz budowę nowych mocy wytwórczych w Polsce, które mają się rozpocząć w ciągu najbliższych dwóch lat. Do tego czasu jedną z determinant przychodów spółki, w zakresie jej podstawowej działalności, będą kontrakty podpisane z niemieckimi i austriackimi kontrahentami. Spółka wypracowała już sobie opinię wiarygodnego partnera za granicą, co obrazują kolejne podpisane umowy, dzięki którym wartość portfela zamówień na 2009 rok wynosi już łącznie około 270 mln zł.

Tak jak to miało miejsce w IV kwartale 2007 roku (47 mln zł przychodów ze sprzedaży mieszkań w obiekcie Legnicka Park Popowice we Wrocławiu), również wyniki ostatniego kwartału 2008 roku będą podwyższone (choć w nie tak dużym stopniu) za sprawą segmentu deweloperskiego. Energomontaż-Południe zdecydował się bowiem na zawarcie umowy leasingu zwrotnego dotyczącego nieruchomości Legnicka Park Popowice, dzięki czemu wykaże roczny skonsolidowany zysk netto na poziomie 17,4 mln zł vs. 9,6 mln zł bez uwzględniania powyższej transakcji oraz 12,4 mln zł wykazanych w 2007 roku.

Rok 2008, to rok zmian w Energomontażu-Południe. Zarządzający spółką zdecydowali skoncentrować swoje starania przede wszystkim na rozwoju podstawowej działalności spółki. W tym celu dokonano racjonalizacji kosztowej na każdym poziomie budżetowania oraz zatrudniono nowych pracowników do zespołu ofertowania. Dodatkowo, pod skrzydła Grupy trafiło przedsiębiorstwo Amontex, dzięki czemu EPD może stawać do coraz to bardziej kompleksowych projektów opartych na wysokiej dywersyfikacji świadczonych usług, a tym samym odnotować wzrost konkurencyjności. Ponadto, uruchomienie przez Amontex nowej hali produkcyjnej (o zdolnościach produkcyjnych 7-8 tys. ton rocznie konstrukcji stalowych), możliwość montażu na miejscu

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

3,81

Istotne wsparcie

1,79

Istotny opór

2,84

Cena zamknięcia

2,55

Kapitalizacja

120,8 mln

C / Z

12,0x

Ceny akcji w złotych

konstrukcji stalowych oraz zakończenie prac związanych z modernizacją zakładu produkcji przemysłowej – wybudowanie śrutowni i malarni – powinny pozytywnie przełożyć się na poziomy realizowanych marż. Takie też założenia poczyniliśmy w naszym modelu wyceny EPD, w którym marża brutto ze sprzedaży rośnie z 10,9% w 2009 roku do 12,5% w roku 2012 (oczywiście na poprawę marży przekłada się również zakładany wzrost przychodów, przy zachowaniu na niezmiennym poziomie części wielkości kosztów stałych).

Mimo, że spółka zadeklarowała marginalizację swojej działalności w segmencie deweloperki, tym niemniej wciąż realizowany jest pierwszy z trzech etapów budowy Os. Książęcego w Katowicach przez spółkę celową CK Modus. Łączny koszt całego projektu szacowany jest na ok. 80-90 mln zł. Uważamy, że EPD poprzestanie inwestycję na realizacji pierwszego etapu (prace powinny zostać ukończone do końca 2009 roku), z założeniem sprzedaży ziemi podlegającej II etapowi projektu, natomiast z przeznaczeniem III etapu pod ewentualne ulokowanie własnego ośrodka spawalniczego.

W posiadaniu spółki pozostają wciąż dwie działki: w Opolu oraz w Katowicach (związana z ewentualną budową osiedla Willa nad Potokiem). Szacujemy, że Energomontaż-Południe zdecyduje się na pozbycie obu działek, przy czym w naszym modelu założyliśmy sprzedaż działki w Opolu już w 2009 roku, a uzyskane z tego tytułu środki pieniężne przeznaczone zostały na spłatę zadłużenia oprocentowanego spółki. Potencjalna sprzedaż terenów pod budowę Willi nad Potokiem nie została ujęta w modelu wyceny, jednakże ziszczenie się sprzedaży będzie wpływać pozytywnie na prezentowane wyniki danego okresu.

Rosnące potrzeby systemu wytwórczego branży energetycznej niewątpliwie stwarzają okazję dla

pokaźnych zarobków spółek świadczących usługi na rzecz sektora. Wystarczy wspomnieć o szacunkach resortu rozwoju regionalnego mówiących, że do roku 2025 polska energetyka będzie musiał wydać 120 mld zł dostosowując branżę do programu Unii Europejskiej „3x20”. Wciąż jednak, ze względów formalnych, trwa okres inwestycyjnej stagnacji na rynku polskim, który w naszej ocenie potrwa jeszcze przynajmniej rok, po którym trzy następne lata przyniosą względnie intensywną realizację projektów na rzecz branży. W tym okresie (2010-2012) zakładamy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 16,7% vs. 9,1% wzrostu w całym okresie prognozy.

Wycena

Wycenę Energomontażu-Południe przeprowadziliśmy za pomocą dwóch metod: DCF oraz metody porównawczej.

W pierwszym przypadku otrzymaliśmy wycenę spółki na poziomie 3,87 zł. Z kolei metoda porównawcza, w oparciu o polskie oraz zagraniczne spółki o podobnej charakterystyce działalności, dała nam wycenę na poziomie 2,11 zł.

Ryzyko

Analiza ryzyka nie wypada korzystnie dla Energomontażu-Południe. Ryzyko niesystematyczne, liczone na podstawie miesięcznej stopy zwrotu z pięciu lat, kształtuje się na poziomie 3,2% (beta wynosi 1,26). Ponadto, historycznie niska powtarzalność prezentowanych wyników oraz wzrastający poziom finansowana zewnętrznej implikują ocenę EPD jak spółki o wysokim ryzyku.

Zdaniem byków

- Polska branża energetyczna wymaga ogromnych inwestycji w nowe moce wytwórcze oraz prac modernizacyjnych, które powinny

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

3,81

Istotne wsparcie

1,79

Istotny opór

2,84

Cena zamknięcia

2,55

Kapitalizacja

120,8 mln

C / Z

12,0x

Ceny akcji w złotych

silnie wspierać realizowane wolumeny spółki w perspektywie najbliższych lat;

- Wypracowana renoma jakości u zachodnich kontrahentów pozwala na zawieranie kolejnych kontraktów w okresie przed inicjacją projektów w polskie branże energetycznej;
- Deklaracja zarządzających spółką o utrzymaniu stopy dywidendy na poziomie 1/3 wypracowywanych zysków może przykuć uwagę szerszego grona inwestorów (implikowany dividend yield na poziomie 5,2%);
- Dążenie do komplementarności oferty (m.in. poprzez zakup Amontexu) w zakresie usług świadczonych dla sektora energetycznego winno przekładać się na realizację większej ilości wysokomarżowych kontraktów;
- Elektromontaż-Południe nie posiada otwartych pozycji na opcjach walutowych, a zawarte kontrakty forward mają na celu zabezpieczenie części przychodów z umów realizowanych w walucie unijnej.

zwrotnym Legnicka Park Popowice);

- Poprawa wyników finansowych EPD ma niedługą historię i może być za krótka, by przekonać szerszy rynek do inwestycji w walory spółki.

Zdaniem niedźwiedzi

- Spowolnienie gospodarcze ograniczy popyt na mieszkania, a tym samym odsunie w czasie zwrot z kapitałochłonnej inwestycji w Osiedle Książęce w Katowicach;
- Realizując przedsięwzięcie deweloperskie, EPD zwiększa zadłużenie na poziomie skonsolidowanym, co przy ewentualnym opóźnieniu prac związanych z inwestycjami w sektor energetyczny w Polsce oraz ograniczonym popycie na mieszkania może rodzić problemy związane z obsługą zadłużenia;
- Spółka utrzymuje wysokie stany należności. Zamrożenie gotówki generuje potrzebę pozyskania dodatkowego finansowania na inwestycje w kapitał obrotowy (zakładamy, że m.in. stąd wzięła się decyzja o leasingu

Energomontaż-Południe EPD

Roczna sprzedaż (w mln)

239,8

Kapitalizacja (w mln)

120,8

Sektor

Budownictwo

Profil działalności

Energomontaż-Południe jest wiodącym polskim przedsiębiorstwem w zakresie świadczenia usług dla energetyki. Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest montaż, modernizacja i remonty urządzeń oraz instalacji energetycznych i przemysłowych. Ponadto formę uzupełnienia działalności stanowi produkcja spawanych konstrukcji stalowych oraz w coraz mniejszym stopniu realizacja projektów deweloperskich.

Główni udziałowcy

Gasinowicz Renata	18,0
Gasinowicz Stanisław	10,0
Mikucki Andrzej wraz z Mikuckim Piotrem	9,1
Kamiński Radostaw	b.d.
Masiuk Sławomir	2,7
Free folat	55,5

Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)

	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	3,2	37,2	25,4	12,0	13,6
Zysk operacyjny	131,1	n.a.	170,6	45,6	75,0
Zysk netto	25,6	n.a.	83,5	216,3	192,5
Zysk na akcję (EPS)	24,6	n.a.	15,3	123,2	121,3

Wskaźniki rentowności

	2005	2006	2007	2008	2009
Marża brutto %	10,36	5,05	7,67	15,46	12,04
Marża na sprzedaż %	4,0	-2,1	3,7	8,6	5,3
Marża operacyjna %	1,0	-6,6	4,7	10,5	6,4
Marża netto %	2,1	-9,0	5,4	6,5	4,1

Wskaźniki efektywności

	2005	2006	2007	2008	2009
ROE %	5,3	-29,3	13,6	13,9	8,3
ROA %	2,5	-8,6	6,4	5,0	3,0
ROIC %	1,5	-11,2	7,7	9,5	7,2
EVA	-7,4	-14,3	-5,2	-5,9	-9,0

Wskaźniki zadłużenia

	2005	2006	2007	2008	2009
Stopa zadłużenia %	53,6	70,5	52,8	63,8	63,4
Obsługa zadłużenia	2,5	-1,8	3,8	2,2	5,7
Dług/EBITDA	12,4	-18,8	6,8	6,6	8,5

Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

głWACC	10,3%	11,3%	12,3%	13,3%	14,3%
1%	4,50	4,02	3,63	3,31	3,04
2%	4,82	4,26	3,81	3,45	3,15
3%	5,22	4,55	4,03	3,62	3,28

Wydane rekomendacje

Data publikacji	Cena rynkowa	Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji
02-03-2009	2,55	★★★★★	Wysokie	3,81
04-02-2009	2,49	★★★★★	Wysokie	3,87

Wybrane dane finansowe

	2005	2006	2007	2008	2009P
Sprzedaż	121,6	127,4	232,3	239,8	249,6
Koszty produktów	109,0	121,0	214,5	202,7	219,6
Marża brutto	12,6	6,4	17,8	37,1	30,0
Koszty sprzedaży	0,5	0,3	0,1	1,0	1,0
Koszty zarządu	7,3	8,8	9,2	15,5	15,9
Zysk na sprzedaży	4,8	-2,7	8,5	20,6	13,2
Poz. dział. oper.	-3,6	-5,7	2,4	4,7	2,8
Zysk operacyjny	1,3	-8,4	10,9	25,3	16,0
Dział. finansowa	1,5	-0,6	5,7	-5,4	-3,2
Zysk brutto	2,8	-9,0	16,6	19,8	12,8
Podatek	0,2	2,5	4,2	4,2	2,7
Inne obciążenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,5	-11,5	12,4	15,6	10,1
EPS	0,23	-1,04	0,28	0,35	0,21

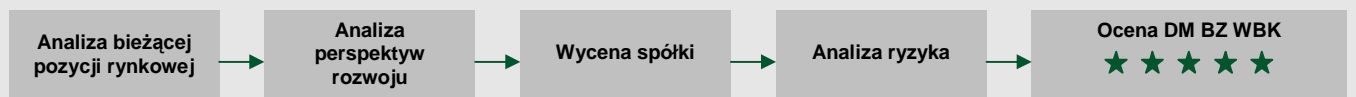
Mnożniki rynkowe

	2005	2006	2007	2008	2009P
P/E	71,5	-15,8	14,5	11,6	17,9
EV/EBITDA	54,9	-49,2	16,2	8,2	9,9
EV/Sprzedaż	2,0	1,9	1,1	1,0	1,0
P/BV	3,8	4,6	2,0	1,6	1,5

Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	C/Z	2009P	EV/EBITDA	2008	2009P
Hydrobudowa	11,3	9,8	12,0	9,0	9,0
PBG	18,1	13,2	11,8	8,5	8,5
Polmiox-Mostostal	8,8	8,1	5,7	5,4	5,4
Budimex	13,0	11,7	6,7	6,1	6,1
Pol-Aqua	5,5	5,2	2,2	2,1	2,1
Alstom	9,4	8,3	4,9	4,4	4,4
Alfa Laval AB	8,6	10,5	5,6	6,7	6,7
Driver Group PLC	9,9	8,8	6,4	5,7	5,7
GRD LTD	5,8	5,7	5,3	5,3	5,3
Lian Beng Group Ltd	2,3	2,2	4,5	4,2	4,2
Mediana	9,1	8,5	5,7	5,5	5,5
Energomontaż Południe	11,6	17,9	8,2	9,9	9,9
dyskonto/premia	27%	110%	44%	78%	78%

METODOLOGIA OCENY SPÓŁKI DM BZ WBK



- Sytuacja branży, w której działa spółka
- Pozycja konkurencyjna
- Analiza sprawozdań finansowych

- Ocena kompetencji zarządu (spotkanie z zarządem)
- Weryfikacja wartości dodanej realizowanych/planowanych projektów inwestycyjnych

- Wiodącą metodą wyceny jest DCF
- Dodatkowo przygotowywana jest wycena porównawcza

- Stabilność wyników
- Obsługa zadłużenia
- Ryzyko systematyczne oraz niesystematyczne

- Skala ryzyka**
- Niskie
 - Średnie
 - Umiarkowane
 - Wysokie
 - Ekstremalne

- ★★★★★ Odpowiednik KUPUJ
- ★★★★ Odpowiednik AKUMULUJ
- ★★★ Odpowiednik NEUTRANIE
- ★★ Odpowiednik REDUKUJ
- ★ Odpowiednik SPRZEDAJ

Jak nadajemy ocenę?

- Krok 1** Wyceniamy bieżącą wartość spółki
- Krok 2** Określamy poziom ryzyka spółki
- Krok 3** Nakładamy premie do bieżącej wartości dla spółek o niskim ryzyku oraz dyskonto dla spółek o wysokim ryzyku (max premia 10%, max dyskonto -10%)

Krok 4 Nadajemy Ocenę DM BZ WBK

- ★★★★★ Cena rynkowa mniejsza o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★★★★ Cena rynkowa mniejsza o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★★★ Cena rynkowa w przedziale -10 do +10% w stosunku do skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★★ Cena rynkowa większa o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★ Cena rynkowa większa o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej

Jak sugerujemy dokonywać transakcje?

Kluczowym elementem naszego raportu jest Ocena DM BZ WBK. Uważamy, że spółki dla których wydaliśmy ocenę pięć oraz czterogwiazdkową są niedowartościowane i będą generować stopy zwrotu wyższe od wymaganych (WACC), natomiast spółki z ocenami trzygwiazdkowymi będą osiągać stopy zwrotu na poziomie WACC. Nie zawsze jednak kupno spółki bezpośrednio po wydaniu rekomendacji jest najlepszym momentem dokonania transakcji. Dlatego w naszym raporcie uwzględniliśmy również istotne poziomy cenowe wynikające z Analizy Technicznej. Poziomy w nagłówku raportu są optymalne z punktu widzenia AT, jednak nie można zagwarantować, że pulpy te zostaną osiągnięte. Więcej poziomów AT można znaleźć w komentarzu – „Ważne poziomy cenowe”.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

