

16 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Mostostal Warszawa Kupuj

MOWA.WA; MSW.PW

(Niezmieniona)

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

Q3 2009: one-offy pogarszają wyniki

Obecna cena 66,0 PLN, Cena docelowa 84,7 PLN

Wyniki Q3 2009 są gorsze od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz, przy czym różnica ta wynika w znacznej części ze zdarzeń jednorazowych. W Q3 2009 Mostostal Warszawa utworzył rezerwy na kontrakty w toku na 23 mln PLN. Naszym zdaniem większość z tych rezerw dotyczy kontraktu na budowę stadionu we Wrocławiu. Utworzone rezerwy na realizację kontraktu sprowadzają jego rentowność do 0%. Rentowność kontraktu będzie weryfikowana co kwartał. Uważamy, że poziom rezerw jest konserwatywny, rezerwy te mogą być w przyszłości (w 2010 roku) rozwiązywane, przynajmniej częściowo. Kolejne 10 mln PLN to kwota odpisu wartości udziałów w spółce zależnej Terramost oraz kwoty udzielonej jej pożyczki. Uważamy, że odpis ten również może być w przyszłości odwracalny, z uwagi na to, że spółka jest na wczesnym etapie działalności, a sytuacja na rynku poprawia się. Po oczyszczeniu wyniku o zdarzenia jednorazowe, jest on nadal gorszy niż prognoza, ale nieznacznie (3 mln PLN na poziomie netto). Podtrzymujemy pozytywną opinię na temat spółki. Mostostal jest jedną z najtańszych spółek budowlanych na GPW. Pomimo braku wielu sukcesów w dużych przetargach zauważamy, że łączna wartość zdobytych w Q3 2009 mniejszych zleceń to 823 mln PLN (30% prognozowanych na ten rok przychodów spółki). Nie wykluczamy zdobycia większych kontraktów w przyszłości, ze względu na poprawę w budownictwie kubaturowym oraz nadal dużą liczbę przetargów drogowych oczekujących na rozstrzygnięcie (na kwotę 5 mld PLN w ciągu pół roku). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	zmiana	prognoza DI BRE	różnica	konsensus	różnica
Przychody	747,3	577,8	29,3%	683,7	9,3%	667,0	12,0%
Zysk brutto na sprzedaży	44,0	66,4	-33,8%	72,4	-39,2%	-	-
%	5,9%	11,5%	-	10,6%	-	-	-
EBIT	33,0	44,9	-26,3%	48,0	-31,2%	50,7	-34,8%
Zysk brutto	28,5	45,0	-36,8%	48,6	-41,4%	-	-
Zysk netto	15,3	30,4	-49,7%	35,4	-56,7%	35,0	-56,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Mostostal Warszawa

Odnosząc się do zdarzeń jednorazowych zwracamy uwagę, że tak rezerwy na kontrakty, jak i odpis wartości spółki Terramost mogą być w przyszłości odwracane. Rezerwy, w tym na kontrakcie stadionowym, wynikają z konserwatywnego szacunku kosztów, biorąc pod uwagę szereg ryzyk związanych z kontraktem typu projektu i buduj. Przyznajemy, że na kontrakcie na budowę stadionu we Wrocławiu zauważalne są opóźnienia, na razie brak jednak podstaw, aby oczekiwać, że ostatecznie, na koniec kontraktu, opóźnienia będą znaczne. Terramost to spółka zależna utworzona w lipcu 2008 roku. Celem spółki był rozwój w ramach budowy ścian szczelinowych, co jest działalnością specjalistyczną i wysoko-marżową. Mostostal Warszawa objął 50% udziałów w spółce za kwotę 4 mln PLN. W efekcie, z 10 mln PLN odpisu, 4 mln PLN to kapitał własny spółki, reszta zaś to wartość udzielonej jej pożyczki. Uważamy, że opis wynika ze skumulowanej straty za ostatni rok, która wyniosła ponad 8 mln PLN (kapitał zakładowy Terramost). Spółka jest eksponowana na budowę stanów surowych (ściany szczelinowe to rodzaj prac ziemnych). Data założenia firmy była wysoce niekorzystna (pod koniec roku wstrzymano nowe inwestycje kubaturowe, co mocno uderzyło w spółki m.in. zajmujące się robotami ziemnymi). Obecnie sytuacja poprawia się, gdyż ruszają wstrzymane inwestycje mieszkaniowe i kubaturowe. Sądzymy, że pozwoli to na zdobycie przez Terramost nowych zleceń, a być może w 2010 roku na wygenerowanie zysku i odwrócenie przynajmniej części dokonanego odpisu wartości udziałów i całości kwoty pożyczki (6 mln PLN). W Q3 2009 Mostostal Warszawa zaprezentował też pozytywne zdarzenia jednorazowe (pozostałe przychody operacyjne netto w wysokości 10,8 mln PLN). Niższe niż oczekiwaliśmy były koszty ogólne (21,7 mln PLN, prognoza: 23,4 mln PLN). Ze względu na odpis związany ze spółką Terramost, pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 4,6 mln PLN (były o 5 mln PLN wyższe, niż oczekiwaliśmy).

Wyniki Q3 2009 vs. wyniki Q3 2009 oczyszczone o zdarzenia jednorazowe vs. prognoza

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2009 ex one-off	prognoza DI BRE	różnica
Przychody	747,3	747,3	683,7	9,3%
Zysk brutto na sprzedaży	44,0	67,0	72,4	-7,5%
%	5,9%	9,0%	10,6%	-
EBIT	33,0	45,3	48,0	-5,7%
Zysk brutto	28,5	45,3	48,6	-6,8%
Zysk netto	15,3	32,4	35,4	-8,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Mostostal Warszawa

W podziale na segmenty działalności, jednostkowe wyniki Mostostalu Warszawa są lepsze od oczekiwań na poziomie przychodów, gorsze zaś na poziomie rentowności. Zysk brutto na sprzedaży wyniósłby 42,7 mln PLN, gdyby nie rezerwy na kontrakty budowlane, co dawałoby marżę na poziomie 9,6% (czyli niżej niż prognoza, która zakładała 11%). Łączne wyniki Mostostalu Płock i Remaka są lepsze od naszych oczekiwań, pomimo niższych niż oczekiwane przychodów Mostostalu Płock. Pozostałe konsolidowane spółki zależne, mimo niższych niż oczekiwane przychody, również wypracowały bardzo wysoką rentowność, na poziomie naszym zdaniem nie powtarzalnym w najbliższych kwartałach.

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza

	Q3 2009	Q3 2009P
Przychody ze sprzedaży skonsolidowane	747,3	683,7
Przychody ze sprzedaży jednostkowe	532,6	445,0
Przychody ze sprzedaży jednostek zależnych	214,7	238,7
Przychody spółek zależnych z wyjątkiem Mostostalu Płock i Remaka	112,1	125,0
Zysk brutto ze sprzedaży skonsolidowany	44,0	72,4
Zysk brutto ze sprzedaży jednostkowy	19,7	49,0
Zysk brutto ze sprzedaży jednostek zależnych	24,3	23,4
Zysk brutto ze sprzedaży spółek zależnych z wyjątkiem Mostostalu Płock i Remaka	13,2	10,0
Marża zysku brutto skonsolidowanego	5,9%	10,6%
Marża zysku brutto jednostkowego	4,4%	11,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży jednostek zależnych	8,0%	9,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży spółek zależnych z wyjątkiem Mostostalu Płock i Remaku	11,8%	8,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Mostostal Warszawa



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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Interagroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

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