

31 sierpnia 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Polimex Mostostal Redukuj

MOSD.WA; PXM.PW

(Niezmieniona)

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

Wyniki Q2 zgodne z oczekiwaniami, czyli słabe

Obecna cena: 4,50 PLN; Cena docelowa: 4,27 PLN

Wyniki Grupy Polimex Mostostal za Q2 2010 są zgodne z oczekiwaniami, tzn. istotnie słabsze, niż w roku ubiegłym. Za pogorszenie wyników odpowiada segment produkcji w spółkach zależnych Polimexu (głównie Coifer, ale i na przykład Energomontaż Północ). Na poziomie operacyjnym marża brutto ze sprzedaży jest nieznacznie wyższa od naszych oczekiwań (10,8%, prognoza: 10,6%). Z drugiej strony, wyższe są również koszty sprzedaży i zarządu (64,5 mln PLN, prognoza: 56,8 mln PLN). Ostatecznie, zysk ze sprzedaży jest niższy od naszych oczekiwań (47,3 mln PLN, prognoza: 50,8 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto powodują, że EBIT jest bardzo zbliżony do naszych oczekiwań. Na poziomie netto źródłem odchylenia jest głównie brak rozpoznania w wynikach spółki ulg podatkowych z tytułu inwestycji w Specjalnej Strefie Ekonomicznej. Ulgi te mogą być rozpoznane pod koniec roku. W Q2 2010 szacowaliśmy efektywną stopę podatkową na 5%, jest: 25,6%. Podsumowując, wyniki pokazują, że w tym roku problemy z rentownością mogą mieć spółki zależne Polimexu. Wyniki wybranych segmentów, np. dróg i kolei oraz budownictwa nadal są bardzo wysokie i nie wyobrażamy sobie, aby miały się utrzymać na tym poziomie w roku kolejnym. W efekcie, oczekujemy, że w 2011 roku pod presją będzie wynik jednostkowy Polimexu. Oczekujemy, że w 2010 roku wyniki r/r będą gorsze, zaś w 2011 roku utrzymają się r/r na podobnym poziomie. Poprawy rezultatów finansowych Polimexu oczekujemy dopiero w roku 2012. Z kwestii technicznych zwracamy uwagę, że Polimex po raz pierwszy opublikował w raporcie zyski brutto przed opodatkowaniem w segmentach, co w zestawieniu z poziomami zysków brutto na sprzedaży pozwala szacować poziomy kosztów stałych w segmentach. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Wyniki Q2 2010 Grupy Polimex Mostostal vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	1 034,3	1 015,0	1,9%	1067,0	-3,1%	1 176,4	-12,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	111,7	107,6	3,8%	-	-	132,0	-15,4%
Marża %	10,8%	10,6%	-	-	-	11,2%	-
EBIT	50,3	49,5	1,8%	47,0	7,1%	65,8	-23,5%
Zysk brutto	41,6	36,6	13,6%	-	-	55,5	-25,1%
Zysk netto	25,9	31,4	-17,6%	26,0	-0,5%	37,9	-31,8%

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

Przychody Grupy Polimex Mostostal są zgodne z oczekiwaniami. Marża brutto ze sprzedaży jest nieznacznie wyższa od naszych oczekiwań (10,8%, prognoza: 10,6%). W podziale segmentowym zwraca uwagę bardzo niska marża brutto przed opodatkowaniem w segmencie produkcji (1,0%) oraz bardzo wysokie marże w segmencie budownictwa oraz dróg i kolei (odpowiednio 6,1% i 4,5%). Niski wynik w segmencie produkcji związany jest ze stratami wygenerowanymi w segmencie przez spółki zależne Polimexu (głównie Coifer). Marża brutto przed opodatkowaniem na poziomie jednostkowym jest nadal bardzo wysoka (9,3%), co spółka naszym zdaniem zawdzięcza dużemu obciążeniu mocy produkcyjnych. Obciążenie mocy produkcyjnych w pozostałych spółkach grupy w Q2 2010 było bardzo słabe. Od Q3 2010 Polimex Mostostal część własnych zleceń przetransferuje do rumuńskiej spółki Coifer, w celu poprawy stanu jej portfela zleceń. Bardzo wysokie wyniki segmentu budownictwa oraz dróg i kolei to wynik realizacji starych kontraktów, w tym tych podpisanych w 2008 roku. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach marże w tych segmentach będą spadać.

Wyniki Q2 2010 Grupy Polimex Mostostal w segmentach działalności

Segment	Q2 2010 skonsolidowane			Q1 2010 skonsolidowane			Q2 2010 jednostkowe		
	Przychody	Zysk brutto	Marża %	Przychody	Zysk brutto	Marża %	Przychody	Zysk brutto	Marża %
Produkcja	158,9	1,5	1,0%	97,4	1,3	1,3%	120,7	11,2	9,3%
Budownictwo	268,2	16,3	6,1%	243,8	6,0	2,5%	262,3	13,4	5,1%
Energetyka	200,5	10,4	5,2%	143,6	4,9	3,4%	124,9	5,9	4,7%
Chemia	235,3	14,1	6,0%	172,8	9,7	5,6%	152,2	6,4	4,2%
Drogi i kolei	155,4	6,9	4,5%	94,4	9,7	10,3%	82,3	1,1	1,3%
Pozostałe	16,1	1,1	6,6%	19,8	0,3		1,7	-1,0	-60,0%
Wyłączenia		-8,8			-10,2			8,1	
Suma	1 034,3	41,6	4,0%	771,8	21,7	2,8%	744,1	45,1	6,1%

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

Koszty ogólne Grupy Polimex Mostostal są wyższe, niż oczekiwaliśmy (64,5 mln PLN, prognoza: 56,8 mln PLN). Wyższe koszty ogólne wpisują się w nasze całoroczne prognozy wyników Polimexu. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 3,1 mln PLN (prognoza: -1,3 mln PLN). Główne pozycje, które wpływały na pozostałe przychody operacyjne to: zysk na sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych w wysokości 1,6 mln PLN i odszkodowania i kary w wysokości 1,6 mln PLN.

Ostatecznie, EBIT jest zbliżony do naszych oczekiwań, niższy jest za to zysk ze sprzedaży (47,3 mln PLN, prognoza: 50,8 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 9,1 mln PLN (prognoza: 14,1 mln PLN). Głównym czynnikiem pozytywnego zaskoczenia był zysk na sprzedaży aktywów finansowych w wysokości 6,6 mln PLN. Udziały w zyskach jednostek podporządkowanych wyniosły 0,3 mln PLN (prognoza: 1,3 mln PLN). Znacznie wyższa niż oczekiwana była efektywna stopa podatkowa (25,6%, prognoza: 5%). Wbrew naszym oczekiwaniom, Polimex nie aktywował w Q2 2010 ulg podatkowych związanych z inwestycją w Specjalnej Strefie Ekonomicznej. Wynik mniejszości wyniósł w Q2 2010 5,0 mln PLN (prognoza: 3,4 mln PLN). Różnica związana jest m.in. z lepszym niż przez nas oczekiwanym wynikiem Naftobudowy i Energomontażu Północ. Podsumowując, wynik netto jest niższy, niż oczekiwaliśmy, wynika to jednak głównie z braku rozpoznania ulg podatkowych.

Portfel zamówień Grupy Polimex Mostostal w siłach własnych

(mln PLN)	2010	2011	2012	2012+	Suma
Podpisane kontrakty	2,1	2,5	1,2	0,4	6,2
Kontrakty w ostatniej fazie negocjacji	0	0,7	0,7	0,2	1,6

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

Porównanie rentowności brutto przed opodatkowaniem i brutto ze sprzedaży na przykładzie 1H09 roku

(mln PLN)	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Marża %	Zysk brutto przed opodatkowaniem	Marża %	Koszty stałe i pozostałe zdarzenia	Jako % przychodów
Produkcja	302,1	70,5	23,3%	2,8	0,9%	67,7	22,4%
Budownictwo	568,2	45,6	8,0%	22,3	3,9%	23,3	4,1%
Energetyka	422,7	54,8	13,0%	15,3	3,6%	39,5	9,3%
Chemia	403,0	47,1	11,7%	23,8	5,9%	23,3	5,8%
Drogi i kolej	317,1	15,8	5,0%	16,6	5,2%	-0,9	-0,3%
Działalność pozostała	40,6	9,7	23,9%	1,4	3,4%	8,3	20,5%
Wyłączenia				-19,0			
Suma	2 053,7	243,4	11,9%	63,2	3,1%	180,2	8,8%

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



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:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 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. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

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, Energoaparatúra, Energomontaż Północ, 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, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy, ZUE.

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

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. pełnił 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.