17 listopada 2009

**Aktualizacja raportu**

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

**Budownictwo**

Polska

| | |
|---|---|
| **Cena bieżąca** | **70,00 PLN** |
| **Cena docelowa** | **79,60 PLN** |
| Kapitalizacja | 1,40 mld PLN |
| Free float | 0,40 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 1,97 mln PLN |

**Struktura akcjonariatu**

| | |
|---|---|
| Acciona | 50,09% |
| OFE PZU Złota Jesień | 15,86% |
| AIG OFE | 5,17% |
| Pozostali | 28,88% |

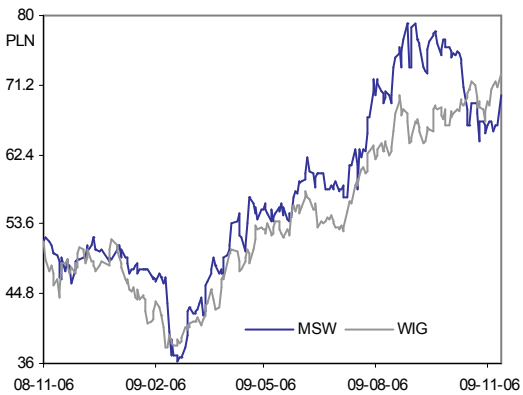
**Strategia dotycząca sektora**

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

**Profil spółki**

Grupa Kapitałowa Mostostal Warszawa jest jedną z największych polskich firm budowlanych. Spółka jest generalnym wykonawcą obiektów kubaturowych, przemysłowych oraz infrastrukturalnych. Zajmuje się także budownictwem chemicznym, energetycznym i ekologicznym.

**Kurs akcji MSW na tle WIG**




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

# Mostostal Warszawa Akumuluj

MOWA.WA; MSW.PW (Obniżona)

## Niska cena za atrakcyjne perspektywy

**Mostostal Warszawa jest najtańszą dużą spółką budowlaną z grupy firm przez nas analizowanych. Słabe zachowanie kursu tłumaczymy brakiem pozytywnych zaskoczeń w postaci zdobycia dużych kontraktów budowlanych. Mimo to, firma pozyskała mniejsze kontrakty o łącznej wartości 823 mln PLN w ciągu Q3 2009. Uważamy, że prognozowane rozstrzygnięcia przetargów drogowych o wartości 5 mld PLN w ciągu pół roku dadzą firmie kolejną szansę na znaczne zapełnienie portfela zleceń dużymi kontraktami. Jednostkowy portfel zleceń Mostostalu Warszawa na 2010 rok szacujemy na 1,65 mld PLN, zaś portfel zleceń pozostałych firm z Grupy na 0,7 mld PLN (łącznie prawie 2,4 mld PLN). Uważamy, że ze względu na małą liczbę pozyskanych dużych zleceń w połowie 2009 roku, ryzyko związane ze wzrostem kosztów na kontraktach długoterminowych jest ograniczone. Dużą zaletą spółki są wysokie stany gotówkowe (dane nie skorygowane o należności i zobowiązania: 19,9 PLN na akcję, dane skorygowane: 13,3 PLN/akcję). Gotówka może pozwolić spółce na pozyskanie wysoko-marżowych, specjalistycznych kontraktów wymagających finansowania własnego. Są to m.in. zlecenia energetyczne, czy w zakresie budowy i operatorstwa spalarni odpadów. Dokonaliśmy rewizji prognoz. Obniżamy je głównie w segmencie drogowym. Obniżamy rekomendację z kupuj z ceną docelową 84,7 PLN do akumuluj z ceną docelową 79,6 PLN.**

### Rezerwy i odpisy z 2009 roku poprawią przyszłe wyniki

Wyniki Q3 2009 były gorsze od naszych oczekiwań, główną tego przyczyną były utworzone rezerwy na realizację kontraktów budowlanych. Rezerwy w wysokości 23 mln PLN, które obciążyły koszty własne sprzedaży, mogą być związane z realizacją kontraktu stadionowego we Wrocławiu. Sądzimy, że zostały one utworzone w związku z zaistniałym szeregiem ryzyk, dotyczących kosztów na kontrakcie oraz terminowości. Uważamy, że poziom rezerw jest konserwatywny i daje szanse na jego zmniejszenie w przyszłości. W prognozach założyliśmy rozwiązanie połowy rezerw w roku 2010.

### Terramost: nietrafiona inwestycja?

W lipcu 2009 Mostostal Warszawa utworzył wraz z partnerem spółkę Terramost i objął w niej 50% udziałów za kwotę 4 mln PLN. Celem działalności spółki jest budowa ścian szczelinowych. Niestety, data rozpoczęcia działalności przez firmę zbiegła się z wstrzymaniem wielu inwestycji kubaturowych. W efekcie, w ciągu roku działalności spółka poniosła stratę wyższą niż jej kapitał zakładowy. Konsekwencją był odpis wartości udziałów w spółce (4 mln PLN) oraz udzielonej jej pożyczki (6 mln PLN). Sądzimy, że uruchamiane inwestycje wpłyną na poprawę koniunktury w ramach budowy stanów surowych (w tym ścian szczelinowych), w efekcie, spółka zaprezentuje w roku kolejnym zysk netto. Przewidujemy, że w 2010 roku odpis udzielonej spółce pożyczki zostanie odwrócony (+6 mln PLN).

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 1 928,4 | 2 154,2 | 2 668,1 | 2 788,8 | 3 012,0 |
| EBITDA | 78,5 | 136,3 | 199,1 | 162,0 | 157,5 |
| *marża EBITDA* | *4,1%* | *6,3%* | *7,5%* | *5,8%* | *5,2%* |
| EBIT | 58,9 | 113,4 | 175,3 | 137,9 | 133,4 |
| Zysk netto | 52,9 | 72,6 | 102,0 | 103,0 | 101,0 |
| P/E | 26,4 | 19,3 | 13,7 | 13,6 | 13,9 |
| P/CE | 19,3 | 14,7 | 11,1 | 11,0 | 11,2 |
| P/BV | 4,9 | 4,3 | 3,4 | 3,0 | 2,7 |
| EV/EBITDA | 15,5 | 9,1 | 6,3 | 7,6 | 7,5 |
| DYield | 0,1% | 0,0% | 2,6% | 3,6% | 3,7% |

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

# Wyniki Q3 2009: pod znakiem zdarzeń jednorazowych

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. Kolejne 10 mln PLN to kwota odpisu wartości udziałów w spółce zależnej Terramost oraz kwoty udzielonej jej pożyczki. W Q3 2009 Mostostal Warszawa zaprezentował też pozytywne zdarzenia jednorazowe (pozostałe przychody operacyjne netto w wysokości 10,8 mln PLN). Po oczyszczeniu wyniku o zdarzenia jednorazowe, jest on nadal gorszy niż prognoza, ale nieznacznie (3 mln PLN na poziomie netto). 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. prognoza**

| (mln PLN) | Q3 2009 | Q3 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 „projektuj 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 odpis 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. Sądzimy, 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).

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

| (mln PLN) | Q3 2009 | Q3 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 Remaku są lepsze od naszych oczekiwań, pomimo niższych niż oczekiwane przychodów Mostostalu Płock. Pozostałe konsolidowane spółki zależne, mimo niższych niż oczekiwane przychodów, również wypracowały bardzo wysoką rentowność, na poziomie naszym zdaniem nie powtarzalnym w najbliższych kwartałach.

**Wyniki Q3 2009 vs. prognoza**

| (mln PLN) | 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 Remaka | 11,8% | 8,0% |

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

# Analiza porównawcza wyceny Mostostalu Warszawa

Mostostal Warszawa jest wyceniany z 7,9-procentowym dyskontem do pozostałych dużych spółek budowlanych. Dyskonto najbardziej widoczne jest przy wykorzystaniu wskaźnika EV/EBIDTA, który bierze pod uwagę wysokie stany gotówkowe Mostostalu. Zwracamy uwagę, że wskaźniki Budimexu uległy znacznego obniżeniu, ze względu na konsolidację pozostałych 50% udziałów w spółce Budimex Nieruchomości. Wskaźniki dla Erbudu, Polimexu Mostostalu i Trakcji Polskiej mogą ulec zmianie w wyniku aktualizacji prognoz.

| | P/E 2009P | P/E 2010P | P/E 2011P | EV/EBITDA 2009P | EV/EBITDA 2010P | EV/EBITDA 2011P |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Budimex | 11,87 | 10,84 | 12,64 | 9,41 | 8,18 | 8,52 |
| Elektrobudowa | 15,55 | 17,21 | 13,68 | 10,50 | 11,88 | 9,61 |
| Erbud | 15,21 | 14,46 | 15,82 | 9,18 | 8,94 | 7,72 |
| PBG | 16,34 | 14,58 | 13,17 | 11,62 | 9,94 | 8,96 |
| Polimex Mostostal | 11,77 | 13,54 | 13,05 | 7,44 | 7,39 | 7,01 |
| Trakcja Polska | 9,51 | 12,27 | 12,99 | 4,36 | 5,43 | 5,22 |
| **Mediana** | **13,54** | **14,00** | **13,11** | **9,29** | **8,56** | **8,12** |
| **Mostostal Warszawa** | **13,72** | **13,60** | **13,86** | **6,26** | **7,59** | **7,52** |
| Dyskonto | 1,34% | -2,89% | 5,66% | -32,59% | -11,27% | -7,47% |

*Źródło: DI BRE Banku S.A.*

# Wycena akcji Mostostalu Warszawa

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Mostostal Warszawa szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 79,6 PLN.

## Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.

## Model DCF

| (mln PLN) | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2018+ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody ze sprzedaży** | **2 668,1** | **2 788,8** | **3 012,0** | **3 279,3** | **3 519,1** | **3 698,3** | **3 870,7** | **4 053,8** | **4 229,9** | **4 382,5** | |
| *zmiana* | *23,9%* | *4,5%* | *8,0%* | *8,9%* | *7,3%* | *5,1%* | *4,7%* | *4,7%* | *4,3%* | *3,6%* | |
| **EBITDA** | **199,1** | **162,0** | **157,5** | **170,2** | **180,2** | **184,5** | **188,4** | **194,2** | **201,3** | **206,0** | |
| *marża EBITDA* | *7,5%* | *5,8%* | *5,2%* | *5,2%* | *5,1%* | *5,0%* | *4,9%* | *4,8%* | *4,8%* | *4,7%* | |
| Amortyzacja | 23,7 | 24,1 | 24,1 | 24,1 | 24,0 | 24,4 | 24,9 | 25,5 | 25,5 | 25,5 | |
| **EBIT** | **175,3** | **137,9** | **133,4** | **146,1** | **156,1** | **160,1** | **163,5** | **168,7** | **175,8** | **180,5** | |
| *marża EBIT* | *6,6%* | *4,9%* | *4,4%* | *4,5%* | *4,4%* | *4,3%* | *4,2%* | *4,2%* | *4,2%* | *4,1%* | |
| Opodatkowanie EBIT | 33,3 | 26,2 | 25,3 | 27,8 | 29,7 | 30,4 | 31,1 | 32,0 | 33,4 | 34,3 | |
| **NOPLAT** | **142,0** | **111,7** | **108,1** | **118,3** | **126,5** | **129,7** | **132,4** | **136,6** | **142,4** | **146,2** | |
| | | | | | | | | | | | |
| CAPEX | -33,2 | -31,3 | -28,9 | -28,9 | -28,8 | -29,2 | -29,9 | -30,6 | -25,5 | -25,5 | |
| Kapitał obrotowy | -50,7 | -25,6 | 0,9 | -12,5 | -10,9 | -7,1 | -6,7 | -7,6 | -7,9 | -6,4 | |
| | | | | | | | | | | | |
| **FCF** | **81,8** | **78,9** | **104,1** | **101,1** | **110,8** | **117,7** | **120,7** | **124,0** | **134,5** | **139,8** | **144,0** |
| *WACC* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *10,6%* | |
| *współczynnik dyskonta* | *98,2%* | *88,4%* | *79,5%* | *71,4%* | *64,3%* | *57,8%* | *52,0%* | *46,7%* | *42,0%* | *38,0%* | |
| PV FCF | 80,4 | 69,7 | 82,7 | 72,2 | 71,2 | 68,0 | 62,7 | 57,9 | 56,5 | 53,1 | |
| | | | | | | | | | | | |
| **WACC** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***11,2%*** | ***10,6%*** | |
| Koszt długu | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *7,4%* | *6,8%* | |
| Stopa wolna od ryzyka | *6,2%* | *6,2%* | *6,2%* | *6,2%* | *6,2%* | *6,2%* | *6,2%* | *6,2%* | *6,2%* | *5,6%* | |
| Premia za ryzyko kredytowe | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | *1,2%* | |
| Efektywna stopa podatkowa | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | *19,0%* | |
| Dług netto / EV | *0%* | *0%* | *0%* | *0%* | *0%* | *0%* | *0%* | *0%* | *0%* | *0%* | |
| | | | | | | | | | | | |
| Koszt kapitału własnego | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *11,2%* | *10,6%* | |
| Premia za ryzyko | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | *5,0%* | |
| Beta | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | |

| | |
|---|---|
| Wzrost FCF po okresie prognozy | *3,0%* |
| Wartość rezydualna (TV) | 1 894,5 |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 719,8 |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 674,6 |
| Wartość firmy (EV) | 1 394,4 |
| Dług netto | -212,6 |
| Inne aktywa nieoperacyjne | 0,0 |
| Udziałowcy mniejszościowi | 136,2 |
| Wartość firmy | 1 470,8 |
| Liczba akcji (mln) | 20,0 |
| **Wartość firmy na akcję (PLN)** | **73,5** |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego | 8,3% |
| **Cena docelowa** | **79,6** |

**Analiza wrażliwości**

**Wzrost FCF w nieskończoności**

| | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| WACC -1,0pp | 75,2 | 77,5 | 80,0 | 82,9 | 86,3 |
| WACC -0,5pp | 75,0 | 77,3 | 79,8 | 82,7 | 86,1 |
| WACC | 74,9 | 77,1 | **79,6** | 82,5 | 85,8 |
| WACC +0,5pp | 74,7 | 76,9 | 79,4 | 82,3 | 85,6 |
| WACC +1,0pp | 74,5 | 76,7 | 79,2 | 82,1 | 85,4 |

| | |
|---|---|
| EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej | 7,1 |
| P/E('09) dla ceny docelowej | 15,6 |
| Udział TV w EV | 49% |

## Rachunek wyników

| (mln PLN) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody ze sprzedaży** | **1 188,1** | **1 928,4** | **2 154,2** | **2 668,1** | **2 788,8** | **3 012,0** | **3 279,3** |
| *zmiana* | *42,0%* | *62,3%* | *11,7%* | *23,9%* | *4,5%* | *8,0%* | *8,9%* |
| Koszt własny sprzedaży | 1 123,1 | 1 822,2 | 1 952,9 | 2 395,4 | 2 553,1 | 2 770,6 | 3 015,7 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 65,0 | 106,2 | 201,4 | 272,7 | 235,7 | 241,3 | 263,6 |
| *marża brutto na sprzedaży* | *5,5%* | *5,5%* | *9,3%* | *10,2%* | *8,5%* | *8,0%* | *8,0%* |
| Koszty sprzedaży | -0,8 | -0,8 | -1,0 | -1,4 | -1,1 | -1,2 | -1,3 |
| Koszty ogólnego zarządu | -54,5 | -59,2 | -74,4 | -100,2 | -94,8 | -102,4 | -111,5 |
| Pozostała działalność operacyjna netto | 11,5 | 12,7 | -12,5 | 4,3 | -1,8 | -4,3 | -4,7 |
| **EBIT** | **21,2** | **58,9** | **113,4** | **175,3** | **137,9** | **133,4** | **146,1** |
| *zmiana* | *-395,5%* | *178,0%* | *92,6%* | *54,6%* | *-21,3%* | *-3,3%* | *9,5%* |
| *marża EBIT* | *1,8%* | *3,1%* | *5,3%* | *6,6%* | *4,9%* | *4,4%* | *4,5%* |
| Wynik na działalności finansowej | -2,0 | 1,3 | 1,4 | -23,3 | 9,5 | 11,1 | 13,4 |
| Udział w zysku jednostek stowarzyszonych | 0,3 | 2,2 | -1,7 | 0,4 | 0,9 | 1,1 | 1,2 |
| **Zysk brutto** | **19,5** | **62,3** | **113,1** | **152,4** | **148,4** | **145,6** | **160,7** |
| Podatek dochodowy | -1,5 | -3,7 | -26,4 | -33,3 | -28,2 | -27,7 | -30,5 |
| Zysk akcjonariuszy mniejszościowych | 1,1 | 5,7 | 14,1 | 17,1 | 17,2 | 16,9 | 18,7 |
| **Zysk netto** | **17,0** | **52,9** | **72,6** | **102,0** | **103,0** | **101,0** | **111,5** |
| *zmiana* | *-* | *211,7%* | *37,2%* | *40,5%* | *0,9%* | *-1,9%* | *10,3%* |
| *marża* | *1,4%* | *2,7%* | *3,4%* | *3,8%* | *3,7%* | *3,4%* | *3,4%* |
| Amortyzacja | 19,4 | 19,6 | 22,9 | 23,7 | 24,1 | 24,1 | 24,1 |
| **EBITDA** | **40,6** | **78,5** | **136,3** | **199,1** | **162,0** | **157,5** | **170,2** |
| *zmiana* | *275,4%* | *93,2%* | *73,7%* | *46,1%* | *-18,6%* | *-2,8%* | *8,0%* |
| *marża EBITDA* | *3,4%* | *4,1%* | *6,3%* | *7,5%* | *5,8%* | *5,2%* | *5,2%* |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 17,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| EPS | 1,0 | 2,6 | 3,6 | 5,1 | 5,1 | 5,1 | 5,6 |
| CEPS | 2,1 | 3,6 | 4,8 | 6,3 | 6,4 | 6,3 | 6,8 |
| ROAE | *10,9%* | *20,8%* | *23,7%* | *27,5%* | *23,2%* | *20,3%* | *20,2%* |
| ROAA | *2,8%* | *6,0%* | *6,7%* | *8,0%* | *7,2%* | *6,6%* | *6,7%* |

## Bilans

| (mln PLN) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **AKTYWA** | **750,2** | **1 009,0** | **1 173,1** | **1 371,4** | **1 470,1** | **1 588,4** | **1 726,9** |
| **Majątek trwały** | **165,5** | **184,2** | **239,0** | **248,5** | **255,7** | **260,6** | **265,4** |
| WNiP | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych | 2,2 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 4,2 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 139,5 | 150,7 | 175,8 | 185,3 | 192,6 | 197,4 | 202,2 |
| Inwestycje długoterminowe | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Pozostałe | 21,2 | 26,8 | 56,5 | 56,5 | 56,5 | 56,5 | 56,5 |
| **Majątek obrotowy** | **584,6** | **824,8** | **934,1** | **1 122,8** | **1 214,4** | **1 327,8** | **1 461,5** |
| Zapasy | 30,7 | 54,6 | 58,5 | 71,8 | 76,5 | 83,0 | 90,4 |
| Należności | 323,2 | 332,0 | 424,9 | 526,3 | 550,1 | 585,9 | 637,9 |
| Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 57,4 | 147,3 | 188,9 | 263,2 | 309,4 | 334,2 | 363,9 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 170,6 | 287,7 | 258,6 | 258,4 | 275,1 | 321,5 | 366,2 |
| Inne | 2,7 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,2 |

| (mln PLN) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PASYWA** | **750,2** | **1 009,0** | **1 173,1** | **1 371,4** | **1 470,1** | **1 588,4** | **1 726,9** |
| **Kapitał własny** | **224,3** | **284,9** | **328,9** | **413,5** | **473,2** | **522,7** | **583,7** |
| Kapitał mniejszości | 54,4 | 59,5 | 59,5 | 59,5 | 59,5 | 59,5 | 59,5 |
| **Zobowiązania długoterminowe** | **50,2** | **34,4** | **35,0** | **36,6** | **36,6** | **37,0** | **37,5** |
| Pożyczki i kredyty, leasing finansowy | 24,1 | 16,5 | 16,5 | 16,5 | 16,5 | 16,5 | 16,5 |
| Rezerwy i inne | 26,1 | 17,9 | 18,5 | 20,1 | 20,1 | 20,5 | 21,0 |
| **Zobowiązania krótkoterminowe** | **421,2** | **630,2** | **749,7** | **861,8** | **900,8** | **969,1** | **1 046,2** |
| Pożyczki i kredyty | 16,8 | 29,3 | 29,3 | 29,3 | 29,3 | 29,3 | 29,3 |
| Zobowiązania wobec dostawców | 249,1 | 311,7 | 331,7 | 406,9 | 433,7 | 470,6 | 512,3 |
| Długoterminowe rozliczenia międzyokres. | 90,0 | 217,3 | 278,2 | 341,3 | 363,7 | 394,7 | 429,6 |
| Inne | 65,3 | 71,9 | 110,5 | 84,3 | 74,1 | 74,5 | 75,0 |
| Dług | 40,9 | 45,8 | 45,8 | 45,8 | 45,8 | 45,8 | 45,8 |
| Dług netto | -129,7 | -241,9 | -212,8 | -212,6 | -229,3 | -275,7 | -320,4 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | *-57,8%* | *-84,9%* | *-64,7%* | *-51,4%* | *-48,5%* | *-52,7%* | *-54,9%* |
| (Dług netto / EBITDA) | -3,2 | -3,1 | -1,6 | -1,1 | -1,4 | -1,8 | -1,9 |
| BVPS | 13,2 | 14,2 | 16,4 | 20,7 | 23,7 | 26,1 | 29,2 |

## Przepływy pieniężne

| (mln PLN) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Przepływy operacyjne** | **43,9** | **101,7** | **31,6** | **109,8** | **106,7** | **132,6** | **129,3** |
| Zysk netto | 17,0 | 52,9 | 72,6 | 102,0 | 103,0 | 101,0 | 111,5 |
| Amortyzacja | 19,4 | 19,6 | 22,9 | 23,7 | 24,1 | 24,1 | 24,1 |
| Kapitał obrotowy | -39,5 | -1,7 | -5,3 | -17,7 | -15,8 | -11,2 | -10,8 |
| Pozostałe | 47,0 | 30,9 | -58,6 | 1,7 | -4,6 | 18,7 | 4,5 |
| **Przepływy inwestycyjne** | **-11,6** | **28,9** | **-62,1** | **-50,3** | **-48,5** | **-45,8** | **-47,5** |
| CAPEX | -11,8 | 28,3 | -48,0 | -33,2 | -31,3 | -28,9 | -28,9 |
| Inwestycje kapitałowe | -36,5 | -21,6 | -48,0 | -33,2 | -31,3 | -28,9 | -28,9 |
| Pozostałe | 36,7 | 22,1 | 33,9 | 16,1 | 14,1 | 12,0 | 10,2 |
| **Przepływy finansowe** | **74,9** | **-13,5** | **1,4** | **-59,7** | **-41,5** | **-40,4** | **-37,1** |
| Emisja akcji | 117,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dług | -40,0 | -9,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidenda (buy-back) | 0,0 | -0,9 | 0,0 | -36,3 | -51,0 | -51,5 | -50,5 |
| Pozostałe | -3,0 | -3,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Zmiana stanu środków pieniężnych** | **107,2** | **117,1** | **-29,1** | **-0,2** | **16,7** | **46,4** | **44,7** |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 170,6 | 287,7 | 258,6 | 258,4 | 275,1 | 321,5 | 366,2 |
| DPS (PLN) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,8 | 2,6 | 2,6 | 2,5 |
| FCF | -5,3 | 68,3 | -20,4 | 81,8 | 78,9 | 104,1 | 101,1 |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży) | *1,0%* | *-1,5%* | *2,2%* | *1,2%* | *1,1%* | *1,0%* | *0,9%* |

## Wskaźniki rynkowe

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E | 70,1 | 26,4 | 19,3 | 13,7 | 13,6 | 13,9 | 12,6 |
| P/CE | 32,7 | 19,3 | 14,7 | 11,1 | 11,0 | 11,2 | 10,3 |
| P/BV | 5,3 | 4,9 | 4,3 | 3,4 | 3,0 | 2,7 | 2,4 |
| P/S | 1,0 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| FCF/EV | *-0,5%* | *5,6%* | *-1,6%* | *6,6%* | *6,4%* | *8,8%* | *8,9%* |
| EV/EBITDA | 27,5 | 15,5 | 9,1 | 6,3 | 7,6 | 7,5 | 6,7 |
| EV/EBIT | 52,7 | 20,7 | 11,0 | 7,1 | 8,9 | 8,9 | 7,8 |
| EV/S | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| DYield | *0,0%* | *0,1%* | *0,0%* | *2,6%* | *3,6%* | *3,7%* | *3,6%* |
| **Cena (PLN)** | **70,0** | | | | | | |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 17,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| MC (mln PLN) | 1191,0 | 1400,0 | 1400,0 | 1400,0 | 1400,0 | 1400,0 | 1400,0 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 54,4 | 59,5 | 59,5 | 59,5 | 59,5 | 59,5 | 59,5 |
| EV (mln PLN) | 1 115,7 | 1 217,6 | 1 246,7 | 1 246,9 | 1 230,2 | 1 183,8 | 1 139,1 |

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 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.*

*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.*

*Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.*

*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.*

*Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.*
*DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.*

*DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.*

*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.*

*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.*

## Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Mostostal Warszawa

| **Rekomendacja** | Kupuj | Kupuj | Kupuj | Akumuluj | Akumuluj | Akumuluj | Kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **data wydania** | 2009-02-20 | 2009-03-04 | 2009-05-22 | 2009-06-04 | 2009-08-14 | 2009-09-09 | 2009-11-04 |
| **kurs z dnia rekomendacji** | 39,00 | 39,50 | 54,80 | 59,10 | 69,65 | 77,05 | 66,00 |
| **WIG w dniu rekomendacji** | 22199,49 | 21999,05 | 29681,36 | 31030,61 | 35998,12 | 37261,23 | 37391,24 |