20 lutego 2009

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo

Polska

Mostostal Warszawa — Kupuj

MOWA.WA; MSW.PW (Podtrzymana)

Cena bieżąca	**39,00 PLN**
Cena docelowa	**63,60 PLN**
Kapitalizacja	0,80 mld PLN
Free float	0,23 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,57 mln PLN

Struktura akcjonariatu

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

Strategia dotycząca sektora

Rekomendacja: W sektorze budowlanym kierujemy się podejściem sektorowym. Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa energetycznego (perspektywa boomu w latach 2011-2017). Neutralnie oceniamy perspektywy budownictwa chemicznego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa kubaturowego (obiekty mieszkalne, komercyjne i publiczne).

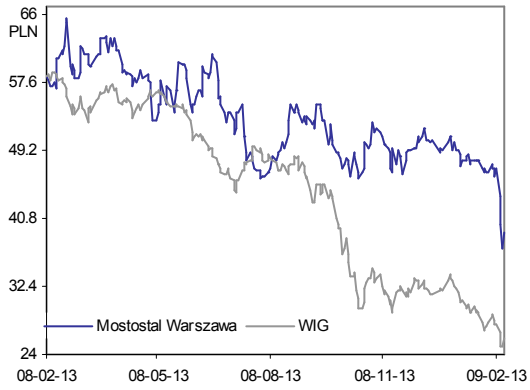
Profil spółki

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.

Ważne daty

27.02 - publikacja raportu skonsolidowanego za 4Q
15.05 - publikacja raportu skonsolidowanego za 1Q
14.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2Q

Kurs akcji MSW na tle WIG



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

Nadal na dobrej drodze

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki i rekomendację kupuj, pomimo gorszych niż oczekiwania wyników jednostkowych oraz złożenia najkorzystniejszej oferty na budowę warszawskiego metra przez konkurencyjne konsorcjum. Zauważamy, że słabe wyniki jednostkowe w dużej mierze wynikają ze zdarzeń jednorazowych (wycena transakcji zabezpieczających dot. przyszłych okresów na 9,4 mln PLN, rezerwa na należności na 14,1 mln PLN) oraz sezonowych (wypłacone premie z tytułu wyższego wyniku finansowego skutkują wzrostem kosztów zarządu o 5 mln PLN r/r). Złożenie przez konkurencyjne konsorcjum najkorzystniejszej oferty na budowę metra jest wiadomością negatywną, my jednak w żadnej z prognoz nie uwzględniliśmy tego kontraktu. Sądzimy, że wygrana konsorcjum pod przewodnictwem Astaldi nie jest jeszcze przesądzona (potencjalne protesty i odwołania). Szacujemy, że obecny portfel zamówień spółki pozwoli na wzrost przychodów o 18% w 2009 roku. Portfel zamówień na ten rok jest już w zasadzie wypełniony, portfel na rok 2010 z wyłączeniem Remaku i Mostostalu Płock zaś w około 35-40%. Zgodnie z naszą prognozą, udział segmentu kubaturowego i segmentów pozostałych w marży brutto na sprzedaży w 2009 roku sięgnie 25,3%, w 2010 roku zaś jedynie 17,5%.

Rewizja prognoz na lata kolejne

Dokonaliśmy rewizji prognoz na lata przyszłe. Z uwagi na przewidywane oszczędności kosztowe oraz wycenę kontraktów w EUR po kursie 4,17 na koniec Q4 2008, podnosimy prognozę przychodów oraz marży brutto na sprzedaży w 2009 roku (z 211,5 mln PLN do 247,4 mln PLN, przy czym 6,9 mln PLN to efekt wyceny kontraktów w EUR, zaś 36,2 mln PLN to efekt oszczędności kosztowych). Nieznacznie podnosimy prognozę kosztów zarządu (o około 0,1% wartości przychodów ze sprzedaży w danym roku). Ze względu na ryzyko odpisów należności, zwiększamy oczekiwane koszty z tytułu pozostałej działalności operacyjnej (o 16,3 mln PLN w 2009 roku, czyli 5% wartości prognozowanych przychodów w segmencie budownictwa mieszkaniowego). W latach kolejnych dokonaliśmy obniżenia prognoz dotyczących segmentu budownictwa kubaturowego, podwyższyliśmy także prognozę pozostałych kosztów operacyjnych.

Brak kontraktu na budowę metra w Warszawie?

W przetargu na budowę 2-ej linii warszawskiego metra najkorzystniejszą ofertę złożyło konsorcjum firm Astaldi, Gulermak oraz PBDiM z Mińska Mazowieckiego (4,1 mld PLN). O blisko 10% wyższa była oferta konsorcjum China Overseas Engineering Group (4,5 mld PLN), zaś o blisko 20% oferta konsorcjum z udziałem Mostostalu Warszawa (5,0 mld PLN). Los przetargu nie jest przesądzony, z uwagi na przekroczenie kosztorysu inwestora o 0,4 mld PLN oraz możliwe protesty. Brak kontraktu na budowę metra jest dla Mostostalu wiadomością negatywną, nie uzasadnia jednak skali przeceny akcji spółki.

(mln PLN)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody	1928,4	2154,2	2542,2	2613,7	2859,2
EBITDA	78,5	136,3	165,0	130,7	138,1
marża EBITDA	*4,1%*	*6,3%*	*6,5%*	*5,0%*	*4,8%*
EBIT	58,9	113,4	141,3	106,6	114,0
Zysk netto	52,9	75,5	104,3	82,0	90,5
P/E	15,1	10,6	7,7	9,8	8,8
P/CE	11,0	8,1	6,3	7,5	7,0
P/BV	2,8	2,4	1,9	1,8	1,6
EV/EBITDA	7,9	4,5	3,7	4,7	4,5
DYield	0,1%	0,0%	4,8%	6,7%	5,3%

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.

Prognoza wyników za rok 2008

Zestawienie starej i nowej prognozy skonsolidowanego wyniku za Q4 2008

(mln PLN)	Nowa prognoza DI BRE	Stara prognoza DI BRE	Zmiana	Różnica	Różnica: koszty zarządu	Różnica: wycena instrumentów pochodncych	Różnica: rezerwa na należności	Łącznie: wyjaśnione różnice
Przychody	636,6	638,2	-0,3%	-1,6				
EBITDA	34,0	50,3	-32,3%	-16,3				
marża	5,35%	7,90%	-32,3%	0,0				
EBIT	27,9	44,2	-36,8%	-16,3	-9,5 (1)	7,0 (2)	-14,1 (4)	-16,6
Zysk brutto	14,8	45,3	-67,4%	-30,5	-9,5 (1)	-5,4 (3)	-14,1 (4)	-29,0
Zysk netto	4,7	32,7	-85,6%	-28,0	-7,7	-4,4	-11,4	-23,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zmiana prognozy wyniku za Q4 2008

W oparciu o wynik jednostkowy Mostostalu Warszawa oraz wyniki Remaku i Mostostalu Płock za Q4 2008 dokonaliśmy aktualizacji prognozy wyniku skonsolidowanego za Q4 2008. Poniżej opisujemy najbardziej istotne zdarzenia, które zadecydowały o konieczności rewizji prognozy. Z wyjątkiem wyższych kosztów zarządu mają one charakter jednorazowy.

(1) Koszty zarządu na poziomie jednostkowym okazały się wyższe o 7 mln PLN w stosunku do naszych oczekiwań. O 1 mln PLN wyższe były też koszty zarządu w Remaku. Przewidujemy, że w pozostałych spółkach podlegających konsolidacji, koszty zarządu również mogą być wyższe. Zakładamy, że wyniosą łącznie 9,5 mln PLN więcej niż początkowo prognozowaliśmy. Wyższe koszty zarządu w Q4 2008 związane są z wypłaconymi premiami z tytułu wyższego wyniku finansowego. Wyższe koszty zarządu mają wpływ na prognozy i wycenę (przewidywaliśmy wzrost kosztów zarządu w relacji do przychodów w latach kolejnych, mimo to skala ich faktycznego wzrostu wymaga podniesienia prognoz kosztów zarządu na lata przyszłe o około 0,1% prognozowanych przychodów rocznych). Zauważamy także, że koszty zarządu Mostostalu Warszawa na tle porównywalnych spółek budowlanych ciągle pozostają relatywnie niskie.

(2) 7 mln PLN to pozycja z tytułu wyceny instrumentów pochodnych dotyczących przychodów zrealizowanych w Q4 2008 w Mostostalu Warszawa na poziomie jednostkowym. W naszej prognozie pierwotnie nie założyliśmy wyceny instrumentów pochodnych w pozycjach rachunku zysku i strat (ze względu na brak pewności, czy spółka i w jakim stopniu zastosuje rachunkowość zabezpieczeń). W efekcie, stara prognoza zaniżała marżę brutto ze sprzedaży o około 7 mln PLN (wycena przez rachunek zysków i strat powoduje zawyżenie marży brutto na sprzedaży, co jest kompensowane wyższymi kosztami finansowymi).

(3) Z przyczyn opisanych w punkcie (2), zaniżyliśmy koszty finansowe. Różnica z tytułu wyceny instrumentów pochodnych oraz różnic kursowych sięga 5,4 mln PLN (9,4 mln PLN dotyczy ujemnej wyceny instrumentów pochodnych zabezpieczających przychody przyszłych okresów, 4 mln PLN to dodatnie różnice kursowe w Remaku).

(4) Na wynik wpłynęła pozycja z tytułu odpisu należności za prace prowadzone na jednym z kontraktów mieszkaniowych. Obecnie Mostostal Warszawa prowadzi negocjacje w sprawie zabezpieczeń należności za usługę budowlaną (przypuszczamy, że Mostostal Warszawa w momencie 1-2 miesięcznych opóźnień w płatnościach pozyskał od klienta zabezpieczenie w postaci działek budowlanych, w efekcie niedługo będzie w stanie wykazać przejęcie gruntów w zamian za należności).

Perspektywy rozwoju w poszczególnych segmentach

Budownictwo drogowe i inżynieryjne

Naszym zdaniem budownictwo drogowe oraz kolejowe pozostanie w perspektywie najbliższych 2 lat najbardziej defensywnym segmentem budownictwa. Nie przewidujemy znacznego wzrostu konkurencji. Największe spółki budowlane działające w segmencie takie jak: Skanska, Strabag, czy Budimex, mają pełny portfel zleceń i prawdopodobnie nie będą prowadziły agresywnej walki cenowej. Wejście nowej konkurencji zagranicznej, przynajmniej przy tym kursie EUR/PLN, wydaje się być mało prawdopodobne. Wzrost konkurencji może mieć miejsce w zakresie obiektów inżynieryjnych, nie spodziewamy się jednak, aby miał on dużą skalę (nie zauważamy wielu graczy idących przykładem firmy Pol-Aqua). Nasze oczekiwania dotyczące korzystnych warunków konkurencyjnych związane są również z przewidywanym wzrostem inwestycji GDDKiA (oczekujemy przynajmniej 17 mld PLN w 2009 roku, w porównaniu do 13-15 mld PLN w 2008 roku i 30 mln PLN oficjalnie przeznaczonych na inwestycje w 2009 roku).

Kontrakt na budowę metra w Warszawie

Dużym zaskoczeniem było dla nas otwarcie kopert w przetargu na budowę warszawskiego metra. Najkorzystniejszą ofertę cenową złożyło konsorcjum firm: Astaldi (Włochy), Gulermak (Turcja) oraz Przedsiębiorstwo Budowy Dróg i Mostów z Mińska Mazowieckiego. Oferta konsorcjum była o około 20% tańsza niż oferta Mostostalu Warszawa oraz o 10% tańsza niż oferta konsorcjum chińskiego. Trudno nam jednoznacznie ocenić motywy które skłoniły Włochów do złożenia tak agresywnej oferty, zważywszy na bardzo duży portfel zamówień Astaldi na koniec 2008 roku (8,5 mld EUR, w porównaniu do 1,5 mld EUR przychodów w 2008 roku). Sądzimy, że konsorcjum, którego liderem jest Astaldi, pewne korzyści skali jest w stanie uzyskać ze względu na doświadczenie w budowie metra (budowa linii metra we Włoszech, Wenezueli i Turcji), jednak różnica w cenach najprawdopodobniej wynika z kalkulacji ryzyk, z których większość miasto przerzuca na wykonawcę. Ostateczne rozstrzygnięcie przetargu nie jest pewne, ze względu na przekroczenie kosztorysu inwestorskiego i możliwość złożenia przez inne konsorcja protestów. Tak w obecnej, jak i w poprzedniej prognozie wyników Mostostalu nie uwzględniliśmy kontraktu na budowę metra w Warszawie.

Budownictwo energetyczne

Mostostal Warszawa prowadzi działalność w zakresie budownictwa energetycznego głównie za pomocą spółki zależnej Remak. Spółka ta specjalizuje się w montażu kotłów energetycznych dla energetyki zawodowej, działa zaś głównie na rynkach zagranicznych, w tym rynku niemieckim. Obecnie spółka korzysta podwójnie – na cyklu inwestycyjnym w niemieckiej energetyce (14 nowych bloków w budowie o łącznej mocy 9 GW) oraz na umocnieniu EUR w stosunku do PLN. Sądzimy, że perspektywy spółki na rynkach zagranicznych, przez najbliższe 2 lata pozostaną niezagrożone, w przyszłości zaś Remak zwiększy zaangażowanie w zakresie inwestycji krajowych (perspektywa budowy nowych bloków w Polsce). W perspektywie najbliższych lat interesujące wydaje się porozumienie Mostostalu Warszawa z Rafako w sprawie wspólnego startowania w konsorcjum do budowy nowych bloków energetycznych. Już pod koniec tego roku ma być rozstrzygnięty przetarg na budowę nowego bloku w Siekierkach (460 MW), prace budowlane mogą rozpocząć się w roku 2010. Sądzimy, że kontrakt na generalne wykonawstwo bloku energetycznego pozwoliłoby Mostostalowi Warszawa zaangażować nie tylko moce wykonawcze Remaku, ale i Mostostalu Płock oraz jednostki dominującej i innych podmiotów zależnych. Przy kursie EUR/PLN = 4,9 oraz koszcie budowy 1 MW = 1,5 mln EUR, koszt budowy bloku to około 3,38 mld PLN, z czego 1/3 to koszt kotła, pozostała zaś część pozostaje do podziału między grupę Mostostal Warszawa i prawdopodobnego partnera zagranicznego (dostarczającego turbinę, rozwiązania technologiczne oraz dzielącego się z pozostałymi członkami konsorcjum ryzykiem). Konkurencją Mostostalu Warszawa i Rafako w zakresie generalnego wykonawstwa bloków energetycznych będzie z pewnością grupa Polimex Mostostal oraz prawdopodobnie inne konsorcja zagraniczne.

Budownictwo chemiczne

Sądzimy, że potencjał budownictwa chemicznego będzie w ciągu najbliższych lat stopniowo malał. Na rok 2009 przypadnie prawdopodobnie szczyt rentowności Mostostalu Płock, w latach kolejnych zaś spółka będzie zmuszona szukać zleceń w innych segmentach, w tym w segmencie energetycznym. Uważamy, że Mostostal Płock będzie w stanie pozyskać nowe kontrakty w zakresie montażu rurociągów energetycznych oraz konstrukcji stalowych. W zakresie prac prowadzonych dla PKN Orlen, nadal atutem spółki pozostanie jej strategiczna lokalizacja oraz wieloletnie doświadczenie w pracach rafineryjnych.

Budownictwo ekologiczne

Obecnie Mostostal Warszawa realizuje 4 kontrakty ekologiczne o wartości przekraczającej 15 mln EUR (łącznie: 137,4 mln EUR). Sądzimy, że działalność w segmencie ekologicznym w zakresie dużych obiektów jest perspektywiczna, ze względu na stosunkowo ograniczoną konkurencję (hamują ją duże wymagania dotyczące zaangażowania środków własnych w początkowych fazach budowy). Uważamy, że Mostostal Warszawa może stopniowo zwiększać zaangażowanie w segmencie, konkurując z takimi podmiotami jak m.in. PBG. Marże w segmencie powinny pozostać ponadprzeciętne w skali całego budownictwa w 2009 roku, w 2010 roku zaś i latach kolejnych powinny spaść.

Budownictwo kubaturowe

Segment budownictwa kubaturowego jest najbardziej zagrożony wzrostem konkurencji na rynku. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, opublikowanymi w strategii dla sektora, najbardziej zagrożony erozją marż jest segment budownictwa publicznego i mieszkaniowego. Sądzimy, że w wielu przypadkach działalność w zakresie prostych obiektów kubaturowych (mieszkania i budynki publiczne) nie pozwoli na bazie kontraktów podpisanych w 2009 roku na wygenerowanie istotnie dodatniego wyniku netto. Nieznacznie korzystniej przedstawia się sytuacja w zakresie większych obiektów publicznych oraz handlowych i biurowych.

Spodziewamy się, że Mostostal Warszawa będzie dążył do pozyskiwania kontraktów o większym stopniu skomplikowania oraz o dużym stopniu bezpieczeństwa (zapewnione finansowanie inwestora, zabezpieczenia płatności w postaci majątku w przypadku zleceń od deweloperów). Mimo to, przewidujemy pogorszenie marż w segmencie w stosunku do poprzedniej rekomendacji. W zaktualizowanym modelu przewidujemy dodatkowe rezerwy na należności w wysokości odpowiednio 5% przewidywanych przychodów w segmencie mieszkaniowym w 2009 roku i 4% przewidywanych przychodów w segmencie mieszkaniowym w 2010 roku.

Niepewny los kontraktu na budowę stadionu we Wrocławiu

Mostostal Warszawa złożył najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę stadionu we Wrocławiu, jednak wybór oferty spółki został oprotestowany przez Budimex. Komisja przetargowa uznała sprzeciw Budimexu za zasadny, w efekcie na pierwszym miejscu znalazła się oferta tej spółki, jednak tym razem Mostostal Warszawa złożył odwołanie. Z uwagi na niepewny los kontraktu, nie uwzględniamy go w naszych prognozach.

Ryzyko przełamywania granic segmentów działalności

Sądzimy, że w przyszłości możliwe jest przełamywanie granic działalności w poszczególnych segmentach, co związane jest z pogorszeniem się sytuacji w zakresie budownictwa kubaturowego. Sądzimy, że zagrożenie to jest niewielkie w przypadku budownictwa drogowego, umiarkowane w zakresie obiektów inżynieryjnych (zależy od wielkości obiektu i skali skomplikowania), stosunkowo ograniczone też w zakresie dużych obiektów ekologicznych (konieczność finansowania prac w pierwszym roku działalności ze środków własnych). W 2011 roku spodziewamy się zwiększenia aktywności firm działających w segmencie chemicznym w zakresie obiektów energetycznych. Zagrożenie jest związane z rodzajem prowadzonych prac – Mostostal Płock i Naftobudowa są w stanie zmontować rurociągi energetyczne, ale raczej nie na przykład część ciśnieniową kotła.

Udział poszczególnych obszarów działalności w wynikach Mostostalu

Segment	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży		
Budownictwo drogowe	40,5%	45,3%
Budownictwo energetyczne	15,2%	16,6%
Budownictwo chemiczne	8,8%	7,4%
Budownictwo ekologiczne	5,6%	6,1%
Budownictwo kubaturowe i pozostałe	31,2%	25,9%
Marża brutto na sprzedaży		
Budownictwo drogowe	37,4%	45,6%
Budownictwo energetyczne	18,8%	19,9%
Budownictwo chemiczne	10,8%	10,3%
Budownictwo ekologiczne	10,4%	6,6%
Budownictwo kubaturowe i pozostałe	22,6%	17,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena porównawcza akcji Mostostalu Warszawa

Ze względu na konieczność rewizji prognoz pozostałych spółek budowlanych, spowodowaną wyceną instrumentów pochodnych zabezpieczających ryzyko kursowe, nie przeprowadzamy wyceny porównawczej. Sądzimy, że wycena porównawcza przy zastosowaniu bieżących prognoz mogłaby być myląca.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Mostostal Warszawa szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 63,6 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (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	**2 542,2**	**2 613,7**	**2 859,2**	**3 101,4**	**3 295,8**	**3 355,7**	**3 399,7**	**3 527,7**	**3 654,9**	**3 763,6**	
zmiana	*18,0%*	*2,8%*	*9,4%*	*8,5%*	*6,3%*	*1,8%*	*1,3%*	*3,8%*	*3,6%*	*3,0%*	
EBITDA	**165,0**	**130,7**	**138,1**	**148,9**	**163,8**	**165,8**	**165,3**	**169,7**	**173,6**	**178,0**	
marża EBITDA	*6,5%*	*5,0%*	*4,8%*	*4,8%*	*5,0%*	*4,9%*	*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	**141,3**	**106,6**	**114,0**	**124,8**	**139,8**	**141,5**	**140,4**	**144,1**	**148,1**	**152,5**	
marża EBIT	*5,6%*	*4,1%*	*4,0%*	*4,0%*	*4,2%*	*4,2%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,1%*	
Opodatkowanie EBIT	26,8	20,3	21,7	23,7	26,6	26,9	26,7	27,4	28,1	29,0	
NOPLAT	**114,5**	**86,4**	**92,4**	**101,1**	**113,2**	**114,6**	**113,7**	**116,8**	**120,0**	**123,5**	
CAPEX	-33,2	-31,3	-28,9	-28,9	-28,8	-29,2	-29,9	-30,6	-25,5	-25,5	
Kapitał obrotowy	-39,8	-31,6	-9,7	-11,3	-10,9	-2,3	-1,2	-5,6	-5,5	-4,9	
Pozostałe											
	65,1	**47,5**	**77,9**	**84,9**	**97,6**	**107,4**	**107,5**	**106,0**	**114,5**	**118,6**	**122,1**
FCF	**2,6%**	**1,8%**	**2,7%**	**2,7%**	**3,0%**	**3,2%**	**3,2%**	**3,0%**	**3,1%**	**3,2%**	
WACC	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*10,6%*	
współczynnik dyskonta	*97,9%*	*88,0%*	*79,0%*	*71,0%*	*63,8%*	*57,3%*	*51,5%*	*46,3%*	*41,6%*	*37,6%*	
PV FCF	63,8	41,8	61,5	60,3	62,2	61,6	55,4	49,1	47,6	44,6	

WACC	***11,3%***	***11,3%***	***11,3%***	***11,3%***	***11,3%***	***11,3%***	***11,3%***	***11,3%***	***11,3%***	***10,6%***
Koszt długu	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*6,8%*
Stopa wolna od ryzyka	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*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	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*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)	1 606,9
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	604,1
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	547,8
Wartość firmy (EV)	1 152,0
Dług netto	-238,0
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	118,2
Wartość firmy	1 271,7
Liczba akcji (mln.)	20,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	**63,6**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	0,0
Cena docelowa	**63,6**

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	60,2	61,9	63,9	66,2	68,8
WACC -0,5pp	60,0	61,8	63,7	66,0	68,6
WACC	59,9	61,6	**63,6**	65,8	68,4
WACC +0,5pp	59,8	61,5	63,4	65,7	68,2
WACC +1,0pp	59,6	61,3	63,3	65,5	68,1

EV/EBITDA('08) dla ceny docelowej	9,3
P/E('08) dla ceny docelowej	16,8
Udział TV w EV	48%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	**1 188,1**	**1 928,4**	**2 154,2**	**2 542,2**	**2 613,7**	**2 859,2**
zmiana	*42,0%*	*62,3%*	*11,7%*	*18,0%*	*2,8%*	*9,4%*
Koszt własny sprzedaży	1 123,1	1 822,2	1 952,9	2 294,4	2 408,0	2 640,6
Zysk brutto na sprzedaży	65,0	106,2	201,4	247,7	205,6	218,6
marża brutto na sprzedaży	*5,5%*	*5,5%*	*9,3%*	*9,7%*	*7,9%*	*7,6%*
Koszty sprzedaży	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Koszty ogólnego zarządu	-54,5	-59,2	-74,4	-86,4	-88,9	-98,6
Pozostała działalność operacyjna netto	11,5	12,7	-12,5	-19,0	-9,1	-4,8
EBIT	**21,2**	**58,9**	**113,4**	**141,3**	**106,6**	**114,0**
zmiana	*-395,5%*	*178,0%*	*92,6%*	*24,6%*	*-24,6%*	*7,0%*
marża EBIT	*1,8%*	*3,1%*	*5,3%*	*5,6%*	*4,1%*	*4,0%*
Wynik na działalności finansowej	-2,0	1,3	1,4	10,4	10,3	10,9
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,3	2,2	1,2	1,1	1,0	1,1
Zysk brutto	**19,5**	**62,3**	**116,0**	**152,7**	**117,9**	**126,0**
Podatek dochodowy	-1,5	-3,7	-26,4	-29,0	-22,4	-23,9
Zysk akcjonariuszt mniejszościowych	1,1	5,7	14,1	19,5	13,5	11,6
Zysk netto	**17,0**	**52,9**	**75,5**	**104,3**	**82,0**	**90,5**
zmiana	*-*	*211,7%*	*42,6%*	*38,1%*	*-21,3%*	*10,4%*
marża	*1,4%*	*2,7%*	*3,5%*	*4,1%*	*3,1%*	*3,2%*
Amortyzacja	19,4	19,6	22,9	23,7	24,1	24,1
EBITDA	**40,6**	**78,5**	**136,3**	**165,0**	**130,7**	**138,1**
zmiana	*275,4%*	*93,2%*	*73,7%*	*21,1%*	*-20,8%*	*5,7%*
marża EBITDA	*3,4%*	*4,1%*	*6,3%*	*6,5%*	*5,0%*	*4,8%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
EPS	1,0	2,6	3,8	5,2	4,1	4,5
CEPS	2,1	3,6	4,9	6,4	5,3	5,7
ROAE	*10,9%*	*20,8%*	*24,5%*	*27,8%*	*18,8%*	*18,9%*
ROAA	*2,8%*	*6,0%*	*6,9%*	*8,3%*	*6,0%*	*6,2%*

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	**750,2**	**1 009,0**	**1 176,0**	**1 342,5**	**1 405,1**	**1 528,3**
Majątek trwały	**165,5**	**184,2**	**239,0**	**248,5**	**255,7**	**260,6**
WNiP	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
Rzeczowe aktywa trwałe	139,5	150,7	175,8	185,3	192,6	197,4
Inwestycje długoterminowe	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe	21,2	26,8	56,5	56,5	56,5	56,5
Majątek obrotowy	**584,6**	**824,8**	**937,0**	**1 094,0**	**1 149,4**	**1 267,7**
Zapasy	30,7	54,6	58,5	68,8	72,2	79,1
Należności	323,2	332,0	413,1	487,5	501,2	548,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	57,4	147,3	188,9	250,7	300,7	329,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	170,6	287,7	273,3	283,8	272,1	308,0
Inne	2,7	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
PASYWA	**750,2**	**1 009,0**	**1 176,0**	**1 342,5**	**1 405,1**	**1 528,3**
Kapitał własny	**224,3**	**284,9**	**331,8**	**417,2**	**454,8**	**504,3**
Kapitał mniejszości	54,4	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5
Zobowiązania długoterminowe	**50,2**	**34,4**	**35,0**	**36,1**	**36,0**	**36,5**
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	24,1	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Rezerwy i inne	26,1	17,9	18,5	19,6	19,5	20,0
Zobowiązania krótkoterminowe	**421,2**	**630,2**	**749,7**	**829,8**	**854,9**	**928,0**
Pożyczki i kredyty	16,8	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Zobowiązania wobec dostawców	249,1	311,7	331,7	389,7	409,0	448,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	90,0	217,3	278,2	326,9	343,1	376,2
Inne	65,3	71,9	110,5	83,9	73,5	74,0
Dług	40,9	45,8	45,8	45,8	45,8	45,8
Dług netto	-129,7	-241,9	-227,5	-238,0	-226,3	-262,2
(Dług netto / Kapitał własny)	*-57,8%*	*-84,9%*	*-68,6%*	*-57,1%*	*-49,8%*	*-52,0%*
(Dług netto / EBITDA)	-3,2	-3,1	-1,7	-1,4	-1,7	-1,9
BVPS	13,2	14,2	16,6	20,9	22,7	25,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	**43,9**	**101,7**	**46,3**	**90,6**	**74,9**	**106,5**
Zysk netto	17,0	52,9	75,5	104,3	82,0	90,5
Amortyzacja	19,4	19,6	22,9	23,7	24,1	24,1
Kapitał obrotowy	-26,6	2,2	-14,6	-15,2	-13,1	-3,5
Pozostałe	34,1	27,0	-37,5	-22,1	-18,1	-4,6
Przepływy inwestycyjne	**-11,6**	**28,9**	**-62,1**	**-52,7**	**-44,8**	**-40,5**
CAPEX	-11,8	28,3	-48,0	-33,2	-31,3	-28,9
Inwestycje kapitałowe	-36,5	-21,6	-48,0	-33,2	-31,3	-28,9
Pozostałe	36,7	22,1	33,9	13,7	17,8	17,3
Przepływy finansowe	**74,9**	**-13,5**	**1,4**	**-27,4**	**-41,8**	**-30,1**
Emisja akcji	117,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-40,0	-9,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	-0,9	0,0	-37,8	-52,1	-41,0
Pozostałe	-3,0	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	**107,2**	**117,1**	**-14,5**	**10,6**	**-11,7**	**36,0**
Środki pieniężne na koniec okresu	170,6	287,7	273,3	283,8	272,1	308,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	1,9	2,6	2,0
FCF	-5,3	68,3	-8,6	65,1	47,5	77,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*1,0%*	*-1,5%*	*2,2%*	*1,3%*	*1,2%*	*1,0%*

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
P/E	40,1	15,1	10,6	7,7	9,8	8,8
P/CE	18,7	11,0	8,1	6,3	7,5	7,0
P/BV	3,0	2,8	2,4	1,9	1,8	1,6
P/S	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	*-0,9%*	*11,1%*	*-1,4%*	*10,5%*	*7,7%*	*12,6%*
EV/EBITDA	14,9	7,9	4,5	3,7	4,7	4,5
EV/EBIT	28,6	10,5	5,4	4,4	5,8	5,4
EV/S	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
DYield	*0,0%*	*0,1%*	*0,0%*	*4,8%*	*6,7%*	*5,3%*
Cena (PLN)	**39,0**					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
MC (mln PLN)	680,5	800,0	800,0	800,0	800,0	800,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	54,4	59,5	59,5	59,5	59,5	59,5
EV (mln PLN)	605,3	617,6	617,6	617,6	617,6	617,6

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

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.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.
Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu.
Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.
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
data wydania	2008-08-22	2008-11-25
kurs z dnia rekomendacji	49,27	47,60
WIG w dniu rekomendacji	39903,25	26964,31