

16 maja 2011

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Polimex Mostostal Akumuluj

MOSD.WA; PXM PW

(Niezmieniona)

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

Produkcja negatywnie wpłynęła na wyniki Q1 '11

Obecna cena: 3,06 PLN; Cena docelowa: 4,03 PLN

Wyniki Polimexu w Q1 2011 są słabsze, niż zakładaliśmy. Uwagę zwraca głównie niższa marża brutto na sprzedaży: 9,8% (prognoza: 10,7%), która powoduje, że wynik na sprzedaży jest niższy, niż nasze oczekiwania o 11,6 mln PLN. Różnica ta częściowo uzasadniona jest zmianą salda rezerw (+7,7 mln PLN z tytułu rezerw na kontrakty, straty i naprawy gwarancyjne). W podziale na segmenty działalności, uwagę zwraca bardzo niska marża brutto produkcji (9,1%, prognoza całoroczna: 15%). Niska marża to efekt: 1) trudnej sytuacji rynkowej (rosną wolumeny, ale marże są nadal niskie), 2) kontraktów pozyskanych w roku ubiegłym (rentowność pod presją, z uwagi na duży wzrost cen stali w Q1 2011), 3) przejściowego deficytu zleceń w Energopolu Sochaczew (produkcja rurociągów chemicznych). Oczekujemy, że Q2 2011 przyniesie wzrost marży w ramach produkcji do 12-14%. Zaskoczeniem może być z kolei wysoka marża segmentu budownictwa i drogownictwa. Zjawisko to nie jest zbieżne z trendami rynkowymi i gdyby miało się powtórzyć w kolejnych kwartałach, to może być to znakiem, że Polimex zbyt wysoko budżetuje rentowność nowych zleceń. Naszą uwagę zwrócił także duży negatywny cash flow operacyjny (-325,2 mln PLN). Efekt ten wynika częściowo z typowej dla Q1 2011 sezonowości (wykorzystanie zaliczek otrzymanych w Q4 2010), a częściowo z zatorów płatniczych, jakie zaczęły pojawiać się w sektorze na wybranych zleceniach budowlanych. Podsumowując, wyniki Polimexu za Q1 2011 są słabe, co jednak naszym zdaniem zostało już z nawiązką odzwierciedlone w dużym spadku ceny rynkowej (-13% od końca marca). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2011 Grupy Polimex Mostostal vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	IQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IQ 2010	Zmiana
Przychody	879,7	917,5	-4,1%	870,7	1,0%	771,8	14,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	86,0	98,2	-12,4%	-	-	85,2	1,0%
%	9,8%	10,7%	-	-	-	11,0%	-
EBIT	30,0	38,7	-22,5%	33,3	-9,9%	31,9	-5,9%
%	3,4%	4,2%	-	-	-	4,1%	-
Zysk brutto	20,3	24,1	-15,7%	-	-	21,7	-6,2%
Zysk netto	12,5	19,2	-35,1%	17,4	-28,4%	16,8	-26,0%
%	1,4%	2,1%	-	-	-	2,2%	-

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

Koszty ogólne wyniosły w Q1 2011 57 mln PLN (prognoza: 57,6 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto są na poziomie 1 mln PLN (prognoza: -1,9 mln PLN), pozostałe koszty finansowe netto zaś 10,1 mln PLN (prognoza: 14,6 mln PLN). Bardzo wysoka była efektywna stopa podatkowa: 37% (prognoza: 19%, łącznie wartość zaksięgowanego podatku wyniosła 7,6 mln PLN).

Wyniki Q1 2011 Grupy Polimex Mostostal w segmentach działalności

Segment	Q1 2011	Q1 2010	Zmiana	Q1 2011: marża brutto	Marża brutto: prognoza na rok 2011
Produkcja	151,3	97,3	55,5%	9,1%	15,0%
Budownictwo	265,7	248,5	6,9%	9,3%	6,5%
Energetyka	182,9	164,5	11,2%	8,2%	10,0%
Chemia	102,8	151,2	-32,0%	15,4%	10,0%
Drogi i kolej	162,9	94,4	72,5%	9,5%	6,5%
Działalność pozostała	14,3	15,9	-10,3%	-	-
Wyłączenia	-	-	-	-	-
Suma	879,8	771,8	14,0%	9,8%	8,9%

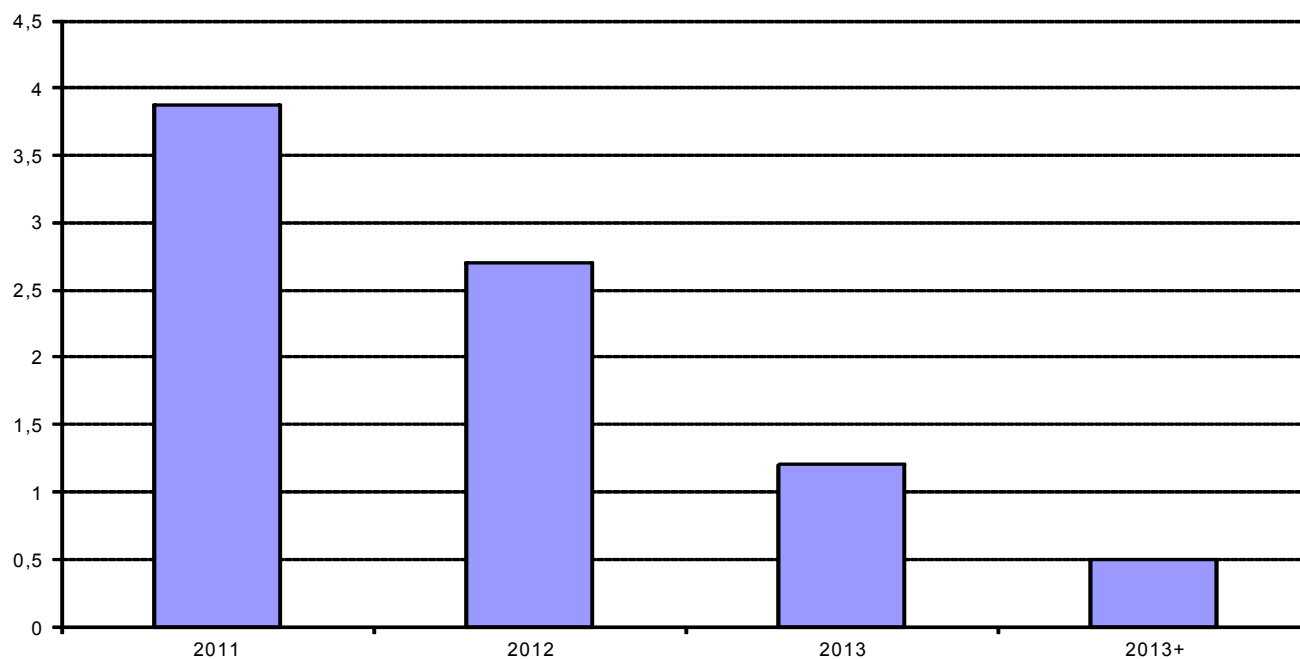
Źródło: DI BRE Banku S.A., Polimex Mostostal

Zmiany salda rezerw w Q1 2011

(mln PLN)	Zwiększenie	Zmniejszenie	Saldo
Naprawy gwarancyjne	3,8	6,2	-2,4
Kontrakty	22,0	9,1	12,9
Straty	0,6	3,4	-2,9
Świadczenia pracownicze	23,2	18,9	4,3
Suma	49,6	37,6	11,9

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

Portfel zleceń Polimexu na rok 2011 i lata przyszłe (mld PLN) *



Źródło: DI BRE Banku S.A., Polimex Mostostal; * backlog Q1 2011 łącznie z przychodami Q1 2011



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@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
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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 świadczył, 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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE. 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.