

**Budownictwo**

Polska

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

Mostostal Warszawa Kupuj

MSW PW; MOWA.WA

(Niezmieniona)

Najgorsze jest już za nami**Obecna cena: 18,3 PLN; Cena docelowa: 27,2 PLN**

Wyniki Q4 2011 są gorsze niż nasze oczekiwania. Pomimo bardzo wysokich przychodów, Mostostal w Q4 2011 wygenerował 109,9 mln PLN straty brutto na sprzedaży (prognoza: -63,2 mln PLN). Za stratę odpowiedzialne są kontrakty drogowe i związane z nimi zawiązane rezerwy (82,8 mln PLN w 2011 roku). W wynikach 2011 ujęte zostały roszczenia w kwocie 85 mln PLN (roszczenia obniżają skalę straty netto). Uważamy, że roszczenia te są uzasadnione i mają dużą szansę w ciągu 6-9 miesięcy zamienić się w gotówkę. Z niewielu pozytywnych aspektów wyników, możemy wymienić dodatni operacyjny cash flow (220 mln PLN) oraz pojawienie się gotówki netto (97,8 mln PLN). Wyniki Q4 2011 są słabsze od naszych oczekiwań, ale nie zmienia to naszej pozytywnej oceny spółki. Uważamy, że najgorsze jest już za nami. Do realizacji na kontraktach drogowych pozostało około 550 mln PLN przychodów. Na poczet tych przychodów zawiązano 106,5 mln PLN rezerw (17,8% przyszłych przychodów). Uważamy, że więcej spektakularnych strat nie będzie, rozliczenia międzyokresowe (należności niefakturowane) są uczciwie zaksięgowane i ich saldo – jak zapowiada spółka w raporcie – spadnie znacznie w 2012 i 2013 roku. W 2012 roku zakończą się kontrakty drogowe, a w 2013 roku wyniki i bilans spółki ulegną pełnemu uzdrowieniu. Portfel zleceń na rok 2013 jest zapełniony w około 60%. Zalecamy zakup akcji Mostostalu Warszawa, szczególnie, jeśli po wynikach Q4 2011 spółka zanotuje duży spadek kursu. Zwracamy uwagę, że wpływ większej straty na naszą wycenę spółki nie jest negatywny. Po wynikach realne jest obniżenie wskaźnika beta w wycenie DCF z 1,2 do 1,0 (spadek ryzyka strat w przyszłych kwartałach, wycena spółki +2 PLN/akcję). Większa strata w Q4 2011 to ... około -2 PLN/akcję w modelu wyceny.

Wyniki Q4 2011 Mostostalu Warszawa vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	IVQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IVQ 2010	Zmiana
Przychody	1 029,6	860,9	19,6%	999,0	3,1%	681,7	51%
Zysk brutto ze sprzedaży	-109,9	-63,2	-	-	-	29,1	-
%	-10,7%	-7,3%	-	-	-	4,3%	-
EBIT	-127,9	-85,5	-	-85,0	-	12,1	-
%	-12,4%	-9,9%	-	-8,5%	-	1,8%	-
Zysk brutto	-132,4	-88,2	-	-	-	10,4	-
Zysk netto	-111,2	-71,9	-	-69,0	-	6,6	-
%	-10,8%	-8,4%	-	-6,9%	-	1,0%	-

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

Koszty ogólne były zgodne z naszymi oczekiwaniami (21,2 mln PLN, prognoza: 20,8 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 3,1 mln PLN (prognoza: -1,5 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 4,5 mln PLN (prognoza: 2,7 mln PLN). Pozostałe spółki z Grupy Mostostal Warszawa, nie notowane na GPW, zaprezentowały w Q4 2011 gorszy wynik, niż w 3Q 2011 (marża brutto Q4: 4,8%, 3Q: 8,5%). Z pozycji bilansowych, warto dodatkowo zwrócić uwagę na spadek rozliczeń międzyokresowych (należności niefakturowane) o 98,5 mln PLN q/q.

Wyniki Q4 2011 Mostostalu Warszawa w segmentach działalności

	Prognozy DI BRE; Q4 2011			Wyniki, Q4 2011			3Q 2011		
	PZS	Wynik brutto	%	PZS	Wynik brutto	%	PZS	Wynik brutto	%
Jednostkowy Mostostal Warszawa	650,0	-80,6	-12,4%	773,3	-119,3	-15,4%	1 779,8	4,9	0,3%
Remak	59,6	6,0	10,0%	82,6	4,7	5,7%	149,8	14,2	9,5%
Mostostal Płock	26,3	0,3	1,0%	26,2	-2,3	-8,8%	71,6	-10,5	-14,7%
Pozostałe	125,0	10,6	8,5%	147,4	7,1	4,8%	365,5	31,0	8,5%
Skonsolidowany wynik	860,9	-63,2	-7,3%	1 029,6	-109,9	-10,7%	2 366,8	39,6	1,7%

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

Roszczenia

Spółka tłumaczy, że roszczenia te są uzasadnione. Mostostal wymienia 3 typy roszczeń: wzrost zakresu realizacji prac w porównaniu do projektu, wzrost kosztów budowy, brak dostępności do placu budowy z uwagi na warunki pogodowe. Uważamy, że 1 i 3 wyjaśnienie może być akceptowane przez GDDKiA i prawdopodobnie tak też podeszła do księgowania roszczeń spółka. Całość roszczeń Mostostalu Warszawa na kontraktach drogowych to około 150 mln PLN.

Rezerwy na straty na kontraktach

W całym 2011 roku Mostostal zawiązał dodatkowe 82,8 mln PLN rezerw na straty na kontraktach, wykorzystał zaś 40,7 mln PLN. Saldo rezerw na koniec 2011 roku to 106,5 mln PLN. Jak podaje spółka w komentarzu do raportu rocznego, większość rezerw dotyczy strat na kontraktach drogowych. Chodzi o 3 duże kontrakty na ukończeniu – pozostałe przychody do rozpoznania z tych kontraktów szacujemy na około 550 mln PLN (rezerwy = 17,8% przychodów do rozpoznania). W ramach przypomnienia: Mostostal ma 3 duże kontrakty drogowe, z których jeden kończy się na wiosnę, drugi w połowie roku, trzeci zaś na jesieni.

Rezerwy na straty na kontraktach a Polimex i PBG

Gdyby przełożyć to rozumowanie na Polimex i PBG i założyć, że firmy te poniosą na drogach porównywalne straty, należałoby oczekiwać, że:

- spółki te również stracą na „końcówce” dużych kontraktów drogowych (wzrost kosztów asfaltu i kruszyw);
- straty te mogą być większe, niż w Mostostalu, z uwagi na większy portfel zleceń firm w segmencie drogownictwa.

Uważamy, że:

- kontrakty Polimexu i PBG są mniej zaawansowane – do portfela zleceń spółek w segmencie dróg nie należy przykładąć współczynnika 17,8%, lecz raczej 10-15%, co w założeniu scenariusza takiego jak w Mostostalu Warszawa daje: 125-187 mln PLN strat na drogach Polimexu i 183-275 mln PLN strat na drogach PBG;
- w prognozach i wycenie PBG i Polimexu zakładamy po około 100 mln PLN strat na kontraktach drogowych w 2012 i 2013 roku. Uważamy, że kontrakty drogowe Polimexu są bardziej rentowne, niż kontrakty Mostostalu;
- w przypadku PBG margines błędu w przypadku możliwych większych strat został przez nas uwzględniony w wycenie na poziomie kapitału obrotowego (konserwatywnie zakładamy utrzymanie przewagi należności nad zobowiązaniami, mimo docelowej koncentracji na działalności w segmentach neutralnych dla kapitału obrotowego - gaz, ropa, energetyka).



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.kliszczy@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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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

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 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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, 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, 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, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

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

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

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

DI BRE jest oferującym akcje Solar w ofercie publicznej.

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.