

**Budownictwo**

Polska

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

Mostostal Warszawa Kupuj

MSW PW; MOWA.WA

(Niezmieniona)

Q1 2012 słaby, drogi bliskie zakończenia**Obecna cena: 13,0 PLN; Cena docelowa: 27,2 PLN**

Wyniki Mostostalu Warszawa są niższe od naszych prognoz i zbliżone do oczekiwań konsensusu - czyli słabe. Na poziomie skonsolidowanym, warto zwrócić uwagę na bardzo niską marżę brutto na sprzedaży (1,5%). Tak niska marża to wynik dużego udziału nierentownych kontraktów drogowych w przychodach Q1 2012. Operacyjne przepływy w Q1 2012 wyniosły minus 305,8 mln PLN. Spowodowało to wzrost długu netto z -97,8 mln PLN do 188,4 mln PLN na koniec Q1 2012. Sądzymy, że tak duży wzrost zadłużenia wynikał w dużej mierze z kończenia dużych kontraktów infrastrukturalnych (A4, A2). Układanie podbudowy i asfaltu jest najbardziej kosztownym etapem prac drogowych. Realizacja odcinka A4 Rzeszów Centralny - Rzeszów Wschód jest już na ukończeniu (na koniec kwietnia ułożone zostało 50-78% nawierzchni). Podobnie sytuacja wygląda na odcinku B autostrady A2 Stryków - Konotopa (ułożone 81% warstwy SMA). Sądzymy, że nawierzchnia na przełomie maja i czerwca na obu odcinkach autostrad powinna zostać wykonana. Przepływy operacyjne za Q2 2012 będzie determinować, czy Mostostalowi uda się do końca czerwca uzyskać płatność za wykonane prace. Podsumowując, wyniki Q1 2012 nie przynoszą przełomu. Obawy, jakie rynek może żywić, są niezmiennie (ujemne przepływy pieniężne, wzrost należności niefakturowanych po spadku w Q4 2011). Faktem jest jednak, że sytuacja w przypadku Mostostalu Warszawa rozwiąże się znacznie szybciej, niż w przypadku Polimexu, czy PBG. Liczymy na dodatnie przepływy w Q3 i Q4 2012. Szybciej również powinna pojawić się poprawa wyników (w H2 2012 jedynym dużym zleceniem drogowym w realizacji będzie obwodnica Kielc w ciągu drogi S7). Nawet przy uwzględnieniu wyższego zadłużenia na koniec Q1 2012, Mostostal jest na każdym wskaźniku bazującym na EV tańszy, niż PBG i Polimex, a także wiele innych spółek budowlanych. Podtrzymujemy rekomendację pozytywną.

Wyniki Q1 2012 Mostostalu Warszawa vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	IQ 2012	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IQ 2011	Zmiana
Przychody	712,2	512,3	39,0%	608,5	17,0%	549,3	29,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,7	26,3	-59,4%	-	-	11,8	-9,4%
%	1,5%	5,1%	-	-	-	2,2%	-
EBIT	-8,2	5,2	-	-9,0	-	0,0	-
%	-1,1%	1,0%	-	-1,5%	-	0,0%	-
Zysk brutto	-10,1	5,4	-	-	-	4,0	-
Zysk netto	-12,9	3,1	-	-10,0	-	0,6	-
%	-1,8%	0,6%	-	-1,6%	-	0,1%	-

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

Koszty ogólne w Q1 2012 wyniosły 19,4 mln PLN (prognoza: 20,1 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,5 mln PLN (prognoza: -1,1 mln PLN). W Q1 2012 Mostostal Warszawa rozpoznał ujemny wynik na dekonsolidacji spółki Terramost (spółka w upadłości). Wpływ dekonsolidacji spółki wyniósł 10,4 mln PLN na poziomie straty przynależnej akcjonariuszom jednostki dominującej. Na poziomie powyżej zysku netto, pozycja ta trafiła głównie do pozostałych kosztów operacyjnych. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,9 mln PLN (prognoza: pozostałe przychody finansowe netto = 0,2 mln PLN). Zysk akcjonariuszy mniejszościowych wyniósł 2,2 mln PLN.

Wyniki Q1 2012 Mostostalu Warszawa w segmentach działalności

(mln PLN)	Przychody	Wynik brutto ze sprzedaży	Marża brutto ze sprzedaży
Mostostal Warszawa jednostkowe	446,8	-1,5	-0,3%
Remak	95,3	1,9	2,0%
Mostostal Płock	26,0	1,3	5,0%
Pozostałe	144,2	9,0	6,3%
Skonsolidowany wynik	712,2	10,7	1,5%

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



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, CFA tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media, Telekomunikacja

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

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, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, Rubikon Partners NFI, Solar, 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, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin 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, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sflinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.

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

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.