



Budownictwo

Polska

# Polimex Mostostal

Zawieszona

PXM PW; MOSD.WA

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

## Stand-still poprzedzi konwersję długu na kapitał?

### Obecna cena 0,69 PLN

Polimex poinformował o rozpoczęciu z bankami negocjacji dotyczących podpisania umowy stand-still. Na czas obowiązywania umowy, egzekwowanie należności przez wierzycieli finansowych (kredyty, obligacje) ma zostać zawieszona. Firma nadal na bieżąco będzie płacić podwykonawcom i innym partnerom handlowym. Umowa ma obowiązywać przez okres 4 miesiące, co oznacza, że wygaśnie pod koniec października. Przez okres obowiązywania umowy: a) ma zostać przygotowany raport na temat sytuacji spółki oraz możliwości generowania gotówki z podpisanych kontraktów budowlanych; b) na podstawie raportu ma zostać sformułowana nowa struktura finansowania firmy. Instytucje: UniCredit CAIB Poland, DM PKO BP i ING Securities zostały powołane do pełnienia funkcji doradczych, w tym przygotowania raportu. Warto zwrócić uwagę, że instytucje te są częścią Grup Kapitałowych, w największym stopniu zaangażowanych w finansowanie dłużne Polimexu. Uważamy, że: a) negocjacje dot. umowy stand-still są wyrazem obaw wierzycieli o kondycję spółki oraz braku zaufania do zarządu (zgłoszona konieczność niezależnego audytu); b) umowa stand-still będzie chronić Polimex przed wycofaniem się z finansowania spółki instytucji o mniejszym zaangażowaniu / lepszych zabezpieczeniach; c) nowa struktura finansowania spółki oznaczać może docelowo rozwodnienie bieżących akcjonariuszy (emisja akcji lub konwersja obligacji zwykłych na obligacje zamienne). Właśnie kwestia rozwodnienia akcjonariuszy budzi tu naszą obawę. Bliskiego ryzyka upadłości spółki na razie nie dostrzegamy. Z uwagi na wstępny etap pracy nad kształtem nowej struktury finansowania spółki, zawieszamy przejściowo rekomendację dla Polimexu.

### Co czyni sytuację PXM różną od sytuacji PBG?

Sytuację Polimexu pod względem terminowości regulowania zobowiązań można porównać do sytuacji PBG na przełomie 2011 i 2012 roku. Powoli zaczęły pojawiać się faktury przeterminowane o 2 miesiące. Faktury przeterminowane o 2-3 tygodnie, czy miesiąc, są obecnie standardem w sektorze, który trapią zatory płynnościowe, mające często swój początek u inwestora. Występuje jednak jedna fundamentalna różnica - w PBG problemy rozpoczęły się po zakończeniu sezonu budowlanego, w Polimexie sytuacja płynnościowa jest napięta w szczycie sezonu budowlanego, tzn. w momencie największego w roku zaangażowania w realizację kontraktów budowlanych. Różnic w sytuacji PBG i Polimexu widzimy ponadto wiele:

- Polimex posiada bardzo duży portfel zleceń (11,4 mld PLN na koniec Q1 2012)
- Polimex ma o 1/3 mniejszą ekspozycję na segment drogowy niż PBG, ma też o ponad 40% niższe zadłużenie netto
- Proces dezinwestycji aktywów spółki jest bardziej zaawansowany (sprzedane wybrane nieruchomości, w trakcie sprzedaż 3 spółek, które realnie mogą znaleźć nabywców: Sefako, Energomontaż Północ Gdynia, Torpol)
- Polimex dopiero teraz zaczął odnotowywać 2-miesięczne opóźnienia w płatnościach. PBG gdy zgłaszało wniosek o upadłość notowało opóźnienia sięgające nawet 6 miesięcy (wybrane faktury).
- Polimex poręcza długi spółek zależnych, ale spółki nie poręczają długu Polimexu (spółki mogą funkcjonować niezależnie od spółki-matki)

Elementy wspólne dla Polimexu i PBG to:

- Rozwój poprzez przejęcia
- Brak dominującego akcjonariusza, który mógłby dokapitalizować spółkę
- Agresywny model biznesowy oparty na działalności we wszystkich segmentach budownictwa
- Polimex ma opóźnienia w realizacji wybranych kontraktów drogowych (dwa odcinki A4)

### Do upadłości jeszcze daleko

Najgorszym scenariuszem byłby brak porozumienia w sprawie stand-still i konieczność złożenia przez zarząd Polimexu wniosku o upadłość. Naszym zdaniem na ten moment ryzyka upadłości, układowej, czy likwidacyjnej, jest bardzo niskie. Z umowy stand-still mogą chcieć się wycofać słabsze banki, grono to jest naszym zdaniem ograniczone (banki o małej ekspozycji to np. DZ Bank: 13,2 mln PLN, zapadalność kredytu: 31 października 2012). Duże banki naszym zdaniem są świadome ryzyka z pochopnego wycofania się z finansowania spółki. Realnym ryzykiem pozostaje jednak konwersja długu na kapitał. Obligatariusze mogą żądać spłaty obligacji, jednak rozpatrując złe scenariusze, należy pamiętać, że nie posiadają oni zabezpieczeń. W przypadku upadłości PXM czeka ich redukcja należności i długi okres oczekiwania na odzyskanie środków.

### Możliwe dezinwestycje

Polimex zaoferował do sprzedaży 3 spółki: Sefako, Torpol i Energomontaż Północ Gdynia. Spółki łącznie warte są 250-300 mln PLN. Uważamy, że dezinwestycje te są realne, problem jednak w umiarkowanym zaawansowaniu procesu sprzedaży firm. Sefako produkuje małe kotły energetyczne i profilem działalności przypomina Energoinstal. Energomontaż produkuje konstrukcje stalowe na rynku offshore - obecnie w tej niszy firmy realizują bardzo dobre wyniki i wysokie marże. Torpol zajmuje się budownictwem kolejowym. Sprzedaż spółek ARP jest teoretycznie realna, w praktyce będzie musiała być zaakceptowana jednak przez Ministra Skarbu Państwa. Bezpośrednia pomoc publiczna, poprzez zakup obligacji Polimexu, musi być zaaprobowana dodatkowo przez Komisję Europejską, co czyni ją trudniejszą do udzielenia.

**Polimex: zadłużenie wg wielkości zaangażowania instytucji finansowych (mln PLN)**

<b>Institucja</b>	<b>RS 2011</b>	<b>Maksymalne wykorzystanie linii kredytowych</b>
Pekao (w tym Pekao OFE, Pioneer Pekao TFI)	239,9	289,9
PKO BP (w tym PKO TFI)	141,5	214,5
BPH	0,0	57,0
BOŚ	0,0	50,0
Union Investment TFI	45,9	45,9
Aviva OFE	42,8	42,8
BGŻ	0,0	35,0
KBC TFI	32,4	32,4
Millennium TFI	27,8	27,8
IDEA TFI	24,8	24,8
PZU OFE	21,2	21,2
Aviva Investors Poland TFI	14,1	14,1
DZ Bank	13,2	13,2
Legg Mason TFI	5,1	5,1
TFI PZU	3,5	3,5
AXA TFI	1,0	1,0
DnB Nord	0,2	0,2
Inne podmioty	44,4	44,4
Banki, które wycofały się z finansowania spółki		-35

Źródło: DI BRE Banku S.A., Instytucje finansowe, Polimex

**Bliskie terminy zapadalności zadłużenia**

- Pekao S.A.; limit: 200 mln PLN, zapadalność: 31 lipca 2012
- BPH; limit: 10 mln PLN, zapadalność: 31 sierpnia 2012
- BOŚ; limit: 50 mln PLN, zapadalność: 3 lipca 2012
- Obligacje, wartość: 100 mln PLN, zapadalność: 25 lipca 2012



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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media, Telekomunikacja

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

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

**Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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 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, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Mondi, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, 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, Ergoaparatura, 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, Robyng, 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: 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.