

1 marca 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

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

Mostostal Warszawa Kupuj

MOWA.WA; MSW.PW

(Niezmieniona)

Dobre wyniki, dużo zdarzeń jednorazowych

Obecna cena 68,0 PLN, Cena docelowa 79,6 PLN

Wyniki Q4 2009 Mostostalu Warszawa na poziomie operacyjnym są bardzo dobre, na ich obniżkę wpływają jednak zdarzenia pozostałe, o charakterze jednorazowym. Bardzo wysoka marża brutto ze sprzedaży w Grupie (15,1%) i w jednostce (16,2%) to głównie efekt rozpoznania rentowności na kończących się kontraktach budowlanych. Gdyby nie wpływ pozostałych kosztów operacyjnych (43,8 mln PLN), zysk brutto przed opodatkowaniem mógłby się nawet zbliżyć do 100 mln PLN. Tak wysoka rentowność w Q4 2009 nie ma jednak wartości prognostycznej. Wyniki Q4 2009 są lepsze niż przewidywał konsensus (30,9 mln PLN zysku netto), można jednak oczekiwać, że nie wszyscy analitycy zaktualizowali prognozy po podpisaniu ugody z Gminą Wrocław. W najbliższej przyszłości planujemy dokonać rewizji prognoz wyników Mostostalu Warszawa. Podtrzymujemy opinię, że głównymi atutami spółki są duże zasoby gotówkowe, rozsądna strategia pozyskiwania kontraktów (dużo pozyskanych kontraktów w bardzo dobrym 2008 roku, mało w trudnym 2009), atrakcyjne plany rozwoju. Uważamy, że w przyszłości Mostostal Warszawa będzie sięgał po te same kontrakty, co PBG (energetyka, spalarnie odpadów, hydrotechnika), z drugiej jednak strony potencjał do podpisywania nowych zleceń i związanych z tym pozytywnych zaskoczeń koncentruje się w II połowie 2010 roku. Wycena spółki na tle branży jest atrakcyjna. Przygotowujemy rewizję prognoz i wyceny. Nie wykluczamy, że pociągnie ona za sobą korektę w dół dynamik przychodów i zysków w 2010 roku. Wcześniej w prognozach zakładaliśmy m.in. rozwiązanie rezerw na kontrakty w 2010 roku (+6 mln PLN), 4% dynamiki przychodów r/r i brak tak dużych problemów Terramost. Korekta prognoz może wpłynąć na obniżenie rekomendacji inwestycyjnej.

Przychody Mostostalu Warszawa w Q4 2009 są nieznacznie lepsze od oczekiwań, różnica wynika w zasadzie wyłącznie z wyższych niż oczekiwane przychodów jednostkowych. Rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży jest istotnie wyższa od naszych oczekiwań. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 15,1% w Grupie i 16,2% w jednostce. W dodatku, ruchy na rezerwach dodatkowo zmniejszyły zysk brutto ze sprzedaży (zawiązano w jednostce rezerwy na kwotę 29 mln PLN, rozwiązano na 23,3 mln PLN). Zawiązane rezerwy związane są głównie z nowymi kontraktami drogowymi. Rozwiązane rezerwy to w dużej mierze rezerwy utworzone w Q3 2009 w związku z opóźnieniami w budowie stadionu we Wrocławiu. Część z tych rezerw zostało przeksięgowanych do pozostałych kosztów operacyjnych. Koszty zarządu w Q4 2009 wyniosły 25,9 mln PLN (prognozowaliśmy 28,4 mln PLN). Ostatecznie, EBIT przed pozostałymi zdarzeniami operacyjnymi wyniósł w Q4 2009 88 mln PLN.

Pozostałe koszty operacyjne netto obniżyły wynik operacyjny Mostostalu o 43,8 mln PLN netto. W jednostce pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 30,7 mln PLN, z czego 13,1 mln PLN to odpis należności, zaś 15,6 mln PLN to rezerwy na kary netto (głównie rezerwy przeksięgowane z kosztów własnych sprzedaży w związku z ugodą z Gminą Wrocław). Pozostałe koszty operacyjne netto w innych spółkach, w wysokości 13,1 mln PLN, to także efekt stadionu (rezerwy we Wrocławiu), a także innych mniejszych zdarzeń w pozostałych spółkach. Efekt pozostałych przychodów finansowych netto wyniósł w Q4 2009 8,6 mln PLN, z czego 4,5 mln PLN to zysk stoczni Centrum z Grupy Mostostal Płock. Ostatecznie, wynik przed opodatkowaniem wyniósł 52,8 mln PLN, efektywna stopa podatkowa była zbliżona do oczekiwań, a strata mniejszości wyniosła aż 7,5 mln PLN.

Tak wysoka strata mniejszości to głównie efekt strat firmy Terramost, a także strat w spółkach AMK Kraków i MPB Mielec. Tak wysokie straty nie są powtarzalne. Wynik Terramost będą nadal bardzo zły w Q1 2010, następnie powinny jednak ulegać poprawie. Nie wykluczone, że spółka wyjdzie w 2010 roku na zero.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	756,7	724,0	4,5%	795,0	-4,8%	636,6	18,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	113,9	90,6	25,8%	-	-	66,8	70,5%
Marża %	15,1%	12,5%	-	-	-	10,5%	-
EBIT	44,2	51,1	-13,5%	43,3	2,1%	27,9	58,3%
Marża %	5,8%	7,1%	-	5,4%	-44,1%	4,4%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	52,8	51,7	2,2%	-	-	14,8	257,5%
Marża %	7,0%	7,1%	48,7%	-	-	2,3%	-
Zysk netto	43,7	37,9	15,5%	30,9	41,5%	4,7	829,7%
Marża %	5,8%	5,2%	-	3,9%	-	0,7%	-

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, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

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 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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, LW Bogdanka.

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.