

10 lutego 2010

Komentarz specjalny


Budownictwo

Polska

Mostostal Warszawa

MOWA.WA; MSW.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Podpisanie umowy z Gminą Wrocław
Obecna cena 63,25 PLN, Cena docelowa 79,6 PLN

Mostostal Warszawa wraz z J&P Avax i Wrobis podpisał umowę z Gminą Wrocław w sprawie zakończenia kontraktu na budowę stadionu we Wrocławiu. Na mocy porozumienia, kara została zredukowana do 20,5 mln PLN z blisko 73 mln PLN (w części przypadającej na Grupę Mostostal z około 36 mln PLN do 10,25 mln PLN, czyli o 25,75 mln PLN). Jest to bardzo dobra wiadomość. Porozumienie z Wrocławiem to nie tylko mniejsze kary do zapłaty, ale przede wszystkim ostateczny brak realizacji ryzyk dotyczących ewentualnego wpisania Mostostalu na czarną listę. Uważamy, że wiadomość rozwiewa obawy o przyszły wzrost przychodów w spółce. Nominalnie, po podpisaniu porozumienia, kary ulegają redukcji o 25,75 mln PLN w części przypadającej na Grupę Mostostal, czyli o 2% kapitalizacji spółki. Wpływ zdarzenia na wyniki Q4 2009 będzie pozytywny - w stosunku do poprzedniej prognozy wyników zakładamy rozwiązanie rezerw o wartości 8 mln PLN i brak utworzenia dodatkowych rezerw na kwotę 9 mln PLN. Ostatecznie, prognozowany wynik EBIT rośnie z 34,1 mln PLN do 51,1 mln PLN, zaś prognozowany zysk netto z 24,1 mln PLN do 37,9 mln PLN (P/E 2009 = 10,9, EV/EBITDA = 5,1). Fakt, że zysk netto za cały rok rośnie o 13,8 mln PLN, nie zaś o 25,75 mln PLN, ile wynosi redukcja rezerw, wynika ze zmiany naszego szacunku rezerw utworzonych w Q3 2009 i wcześniej, związanych z realizacją kontraktu. W poprzedniej prognozie, kierując się oczekiwaniami niewielkiego wpływu sporu na wyniki Q4 2009 zakładaliśmy, że zawiązane już rezerwy na opóźnienia na kontrakcie wynosiły 33 mln PLN. Obecnie, przyjmując bardziej konserwatywny scenariusz i zakładając, że spółka od dłuższego czasu spodziewała się umowy zakładamy, że rezerwy już utworzone, w tym w Q3 2009, wynosiły 18,5 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Głównymi atutami Mostostalu Warszawa pozostają duże zasoby gotówki, relatywnie niska wycena i możliwość znacznego wzrostu przychodów w latach 2011+. W momencie poprawy koniunktury w budownictwie spółka powinna bardziej aktywnie pozyskiwać kontrakty, w tym w dziedzinie budownictwa energetycznego.

Możliwość sporu sądowego z Gminą Wrocław generowała ryzyko niekorzystnego dla Mostostalu rozstrzygnięcia sprawy, a w efekcie, ryzyko wpisania spółki na czarną listę na okres 3 lat, co uniemożliwiłoby staranie się o kontrakty od instytucji publicznych. Umowa oznacza brak realizacji związanych z tym ryzyk. W dodatku, umowa wpływa na rewizję prognoz wyników spółki na Q4 2009. Obecnie zakładamy, że przychody Grupy wyniosą 724 mln PLN, zysk brutto ze sprzedaży 90,6 mln PLN (marża: 12,5%, 18,5 mln PLN to wynik rozwiązania rezerw). Z 18,5 mln PLN powiększających zysk brutto ze sprzedaży, 8 mln PLN to rozwiązanie rezerw utworzonych już w Q3 2009, zaś pozostałe 10,5 mln PLN to przeksięgowanie rezerw z kosztów własnych sprzedaży do pozostałych kosztów operacyjnych. Prognoza kosztów ogólnych pozostaje bez zmian (28,9 mln PLN).

Oczekujemy pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości 10,5 mln PLN. Pozostałe koszty to rezerwa przeksięgowana z kosztów własnych sprzedaży do pozostałych kosztów operacyjnych. Prognoza pozostałych przychodów operacyjnych pozostaje bez zmian (0,6 mln PLN), podobnie jak prognozy wyników Mostostalu Płock (45 mln PLN przychodów, marża brutto: 13,5%) i Remaku (54 mln PLN przychodów, marża brutto: 7,6%). Ostatecznie, prognoza zysku netto rośnie z 24,1 mln PLN do 37,9 mln PLN.

Rewizja prognozy wyników Q4 2009 oraz wyników 2009 roku

(mln PLN)	IVQ 2009 nowa prognoza	IVQ 2009 stara prognoza	Zmiana	2009P nowa prognoza	2009P stara prognoza	Zmiana	2009P	2008	Zmiana
Przychody	724,0	724,0	0,0%	2668,1	2668,1	0,0%	2668,1	2211,3	20,7%
EBITDA	58,1	41,1	41,4%	218,2	201,2	8,4%	218,2	144,7	50,8%
%	8,0%	5,7%	-	8,2%	7,5%	-	8,2%	6,5%	-
EBIT	51,1	34,1	49,8%	190,7	173,7	9,8%	190,7	121,9	56,5%
Zysk brutto	51,7	34,7	49,0%	167,8	150,8	11,3%	167,8	119,5	40,4%
Zysk netto	37,9	24,1	57,1%	114,5	100,7	13,7%	114,5	81,1	41,1%

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, Mondi, Nepentes, Optopol, 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 Klima, LW Bogdanka, PGE.

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.