

2 marca 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

MOSD.WA; PXM.PW

(Niezmieniona)

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

Polimex Mostostal Trzymaj

Dobre wyniki na poziomie operacyjnym

Obecna cena 4,2 PLN, Cena docelowa 4,5 PLN

Polimex Mostostal zaprezentował dobre wyniki Q4 2009. Źródłem zaskoczenia pozytywnego jest poziom przychodów. Marża brutto na sprzedaży wyniosła w Q4 2009 9,9%, przy czym tak wysoka marża wynika z zaprezentowania sprzedaży Hotelu Warszawa na poziomie przychodów i kosztów własnych sprzedaży. Transakcja wygenerowała 36 mln PLN przychodów i 25 mln PLN kosztów własnych sprzedaży. Korygując wynik brutto na sprzedaży i przychody o wynik transakcji, marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 9,4%. Bardzo dobry wynik operacyjny pogarszają wysokie koszty operacyjne netto (8,7 mln PLN, oczekiwaliśmy 0,5 mln PLN ex Hotel Warszawa) oraz pozostałe koszty finansowe netto (oczekiwaliśmy 12,0 mln PLN, jest: 18,4 mln PLN). Podsumowując, wyniki Q4 2009 są bardzo dobre na poziomie operacyjnym, jednak zaskoczenie pozytywne na przychodach raczej nie ma wartości prognostycznej i samo w sobie, pomijając kształtowanie się portfela zamówień, nie jest podstawą do rewizji w górę prognoz przychodów w kolejnych kwartałach.

W Q4 2009 Polimex zaprezentował 1,54 mld PLN przychodów, czyli o 14,1% więcej, niż oczekiwaliśmy i o 12,3% więcej, niż zakładał konsensus prognoz. Skorygowana o efekt przedstawienia transakcji zbycia Hotelu Warszawa marża zysku brutto ze sprzedaży wyniosła 9,4%, czyli była zgodna z oczekiwaniami. Koszty ogólne wyniosły w Q4 2009 62,5 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 62,1 mln PLN. Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 8,7 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych pozostałych przychodów operacyjnych netto w wysokości 10,5 mln PLN (w tym 11 mln PLN zysku ze sprzedaży Hotelu Warszawa). Największy wpływ na ujemne saldo pozostałych kosztów operacyjnych miały odpisy należności i rezerwy na naprawy gwarancyjne. Ostatecznie, EBIT wyniósł 81,1 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 75,3 mln PLN i oczekiwań konsensusu w wysokości 71,9 mln PLN.

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 18,4 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 12,0 mln PLN. Różnica wynika z wyższych niż szacowane kosztów odsetkowych, a także ujemnego wpływu wyceny instrumentów pochodnych i różnic kursowych netto. Oczekiwaliśmy, że zdarzenia związane ze zmianą kursów walut będą neutralne, spółka zaś zaksięgowwała ujemne różnice kursowe w wysokości 2,25 mln PLN i brak zysków na wycenie instrumentów pochodnych. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 18,2%, zysk akcjonariuszy mniejszościowych zaś 3,6 mln PLN (oczekiwaliśmy 4,4 mln PLN).

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica konsensus PAP	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 540,8	1 350,0	14,1%	1 372,0	12,3%	1 234,0
Zysk brutto ze sprzedaży	152,3	126,9	20,0%	-	-	107,6
Marża %	9,9%	9,4%	-	-	-	8,7%
EBIT	81,1	75,3	7,7%	71,9	12,8%	48,5
Marża %	5,3%	5,6%	-	5,2%	104,0%	3,9%
Zysk brutto przed opodatkowaniem	65,3	64,5	1,3%	-	-	24,7
Marża %	4,2%	4,8%	-	-	-	2,0%
Zysk netto	49,8	49,1	1,4%	46,9	6,2%	29,8
Marża %	3,2%	3,6%	-	3,4%	50,2%	2,4%

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

Wyniki Q4 2009 korygowane o zdarzenia jednorazowe vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009 ex one off*	Q4 2009P	Q4 2009P ex one off*	Różnica
Przychody ze sprzedaży	1 540,8	1 504,8	1 350,0	1 350,0	11,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	152,3	141,3	126,9	126,9	11,3%
Marża %	9,9%	9,4%	9,4%	9,4%	-
EBIT	81,1	78,8	75,3	64,8	21,5%
Marża %	5,3%	5,2%	5,6%	4,8%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	65,3	63,0	64,5	54,0	16,7%
Marża %	4,2%	4,2%	4,8%	4,0%	-
Zysk netto	49,8	47,9	49,1	40,5	18,2%
Marża %	3,2%	3,2%	3,6%	3,0%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polimex Mostostal; *korekcie podlega transakcja zbycia Hotelu Warszawa i pozostałe koszty operacyjne netto

Q4 2009: ruchy na rezerwach

Tytuł	Klasyfikacja*	Wartość
Grupa Polimex Mostostal		
Zwiększenia		
Rezerwa na opcje managerskie	K.O.	2,9
Rezerwa na koszty kontraktów	KWS	21,5
Odpisy na należności	PKO	19,3
Rezerwa na świadczenia pracownicze	K.O./KWS	16,1
Rezerwa na sprawy sądowe	PKO/KWS	8,7
Rezerwa na naprawy gwarancyjne	PKO	14,5
Pozostałe rezerwy	-	7,2
Suma		90,1
Zmniejszenia		
Rezerwa na koszty kontraktów	KWS	29,8
Odpisy na należności	PKO	15,0
Rezerwy na świadczenia pracownicze	K.O./KWS	13,8
Rezerwa na naprawy gwarancyjne	PKO/KWS	4,7
Rezerwa na restrukturyzację	K.O./KWS	1,1
Pozostałe rezerwy	-	2,7
Suma		67,1
Ruchy na rezerwach netto		23,0
Pozostałe koszty operacyjne i koszty ogólne		21,7
Pozostałe		1,3

Tytuł	Klasyfikacja*	Wartość
Polimex Mostostal (jednostka)		
Zwiększenia		
Rezerwa na opcje managerskie	K.O.	2,9
Rezerwa na koszty kontraktów	KWS	4,8
Odpisy na należności	PKO	13,4
Rezerwa na świadczenia pracownicze	K.O./KWS	3,6
Rezerwa na sprawy sądowe	PKO/KWS	8,6
Rezerwa na naprawy gwarancyjne	PKO	10,5
Pozostałe rezerwy	-	5,8
Suma		49,6
Zmniejszenia		
Rezerwa na koszty kontraktów	KWS	5,6
Odpisy na należności	PKO	8,0
Rezerwy na świadczenia pracownicze	K.O./KWS	2,6
Rezerwa na sprawy sądowe	PKO/KWS	0,1
Rezerwa na naprawy gwarancyjne	K.O./KWS	2,1
Pozostałe rezerwy	-	0,7
Suma		19,0
Ruchy na rezerwach netto		30,6
Pozostałe koszty operacyjne i koszty ogólne		18,8
Pozostałe		11,8

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polimex Mostostal; * K.O.: koszty ogólne, PKO: pozostałe koszty operacyjne, KWS: koszty własne sprzedaży



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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, Mondí, 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 Klimat, 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.