

17 maja 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Polimex Mostostal

MOSD.WA; PXM.PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Słaba struktura wyników Q1 2010**Obecna cena 4,61 PLN, Cena docelowa 5,16 PLN**

Uważamy, że wyniki Q1 2010 są raczej słabe. Na naszą ocenę wpływa szereg czynników (odwrócenie rezerw powiększające wynik brutto: 10,5 mln PLN, duży spadek marży i przychodów zewnętrznych w segmencie produkcji: 12,1% marży w Q1 2010, duży ujemny cash flow: - 273,5 mln PLN, słaby wynik pozostałych spółek z Grupy w segmencie produkcji, osiągnięcie wyniku zbliżonego do konsensusu prognoz głównie dzięki zdarzeniom jednorazowym). Ostatecznie, uważamy, że walory Polimexu pozostają atrakcyjne, w kontekście zbliżających się inwestycji sektora energetycznego. Pierwsze rozstrzygnięcia dużych przetargów na modernizację w Bełchatowie (przetargi długoterminowe o wartości po kilkaset mln PLN) będą miały miejsce w czerwcu. Ze względu na podwykonawczy charakter działalności wielu spółek z Grupy, Polimex ma szansę na istotne zwiększenie realizowanych marż w latach 2012+. Z drugiej strony uważamy, że konsensus prognoz wyników Polimexu w 2010 roku jest zbyt optymistyczny. Nasze prognozy przychodów i zysku netto są o odpowiednio 6% i 7,1% niższe od konsensusu oczekiwań rynku. Naszym zdaniem portfel zamówień Polimexu nie pozwala na wzrost przychodów spółki (portfel zaprezentowany na 3 stronie komentarza). Czynnikiem ryzyka, m.in. z uwagi na wzrosty cen stali, są marże w segmencie produkcji. W przypadku gorszych wyników segmentu produkcji w kolejnych kwartałach, nie wykluczamy, że wyniki w 2010 roku mogą być o kilka procent niższe nawet od naszych, jednych z niższych na rynku, prognoz. Pomimo czynników ryzyka, uważamy, że szanse związane z rozwojem rynku energetycznego przeważają, w związku z tym podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki Q1 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Różnica	konsensus PAP	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	771,8	791,3	-2,5%	744,7	3,6%	831,6	-7,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	85,2	83,3	2,2%	-	-	111,5	-23,6%
Marża %	11,0%	10,5%	-	-	-	13,4%	-
EBIT	31,9	27,0	18,2%	32,6	-2,2%	57,5	-44,6%
Marża %	4,1%	3,4%	-	4,4%	-61,4%	6,9%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	21,7	16,4	32,0%	-	-	51,3	-57,7%
Marża %	2,8%	2,1%	-	-	-	6,2%	-
Zysk netto	16,8	9,8	70,8%	15,8	6,5%	34,2	-50,8%
Marża %	2,2%	1,2%	-	2,1%	177,8%	4,1%	-

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

Przychody Polimexu jedynie nieznacznie różniły się od prognoz, podobnie wynik brutto ze sprzedaży. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 11% (9,8% po korekcie o rezerwy potencjalnie wpływające na wynik brutto ze sprzedaży w wysokości 10,5 mln PLN, prognoza: 10,5%). Nie podoba nam się struktura przychodów i wyniku brutto ze sprzedaży w segmentach. Zwracamy uwagę głównie na segment produkcji oraz dróg i kolei.

Bardzo słaby wynik Grupa Polimex zaprezentowała w segmencie produkcji. Zwracamy uwagę na niskie przychody (97,4 mln PLN, Q1 2009: 164,0 mln PLN), aż 40,4 mln PLN sprzedaży wewnętrznej (może wskazywać na niski popyt zewnętrzny) oraz bardzo słabą marżę brutto w wysokości 12,1%. Struktura słabego wyniku segmentu produkcji jest następująca: lepszy był wynik zakładu w Siedlcach, słabszy był za to wynik segmentów produkcji pozostałych spółek (Stalfa, Energomontaż Północ, Coifer). Słaby wynik w segmencie produkcji może być pochodną niskich przychodów (efekt zimy, wpływ kosztów stałych), jak i wzrostu cen stali. Czekamy na rozwój sytuacji w kolejnym kwartale, przynajmniej jednak, że kontynuowany wzrost cen stali może nadal wywierać presję na marże. Bardzo dobra była za to rentowność w segmencie dróg i kolei. Jest ona zdecydowanie wyższa, niż poziom rentowności właściwy dla tej działalności. Uważamy, że wysoka rentowność to albo efekt przyporządkowanych do segmentu odwróconych rezerw, albo efekt bardzo korzystnej mieszanki realizowanych w Q1 2010 starych kontraktów budowlanych.

Koszty ogólne wyniosły w Q1 2010 55,2 mln PLN (prognoza: 55,1 mln PLN). Wynik na sprzedaży wyniósł 30,0 mln PLN (prognoza: 28,3 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły za to 1,85 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości 1,3 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe są prawie dokładnie zgodne z oczekiwaniami (11,8 mln PLN, prognoza: 11,7 mln PLN), trochę różna jest jednak ich struktura (niższe koszty odsetkowe, wyższe ujemne różnice kursowe netto). Udział w zyskach jednostek podporządkowanych jest zbliżony do naszych oczekiwań (1,5 mln PLN, prognoza: 1,25 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 24%. Dużym źródłem odchyień w stosunku do naszych prognoz jest także wynik akcjonariuszy mniejszościowych. Wyniósł on w Q1 2010 -0,3 mln PLN (prognoza: 3,45 mln PLN, Q1

2009: 6,6 mln PLN). Na niski wynik akcjonariuszy mniejszościowych wpłynęły głównie spółki produkcyjne oraz segmenty produkcji wybranych spółek zależnych (np. Energomontaż Północ).

Wyniki Q1 2010 w segmentach działalności

(mln PLN)	Wyniki		Prognoza	
	Przychody	Marża brutto	Przychody	Marża brutto
Produkcja	97,4	12,1%	178,8	14,5%
Drogi i koleje	94,4	16,4%	60,0	8,5%
Budownictwo	263,6	9,4%	240,8	9,5%
Energetyka	143,6	11,4%	175,8	9,0%
Chemia	172,8	9,8%	136,0	10,0%

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

Wyniki Grupy Polimex a wyniki jednostkowe Polimexu

(mln PLN)	Grupa	Jednostka	Różnica
Przychody ze sprzedaży	771,8	545,4	226,4
Zysk brutto ze sprzedaży	85,2	60,0	25,1
Marża %	11,0%	11,0%	11,1%
EBIT	31,9	40,5	-8,6
Marża %	4,1%	7,4%	-3,8%
Zysk brutto przed opodatkowaniem	21,7	26,6	-4,9
Marża %	2,8%	4,9%	-2,2%
Zysk netto (bez mniejszościowych)	16,5	24,2	-7,8
Marża %	2,1%	4,4%	-3,4%

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

Ruchy na rezerwach w Q1 2010 prawdopodobnie powiększające wynik brutto na sprzedaży

(mln PLN)	Zwiększenia	Zmniejszenia	Netto	Typowa klasyfikacja
Koszty kontraktów i pozostałe koszty	3,5	4,2	-0,7	Koszty własne sprzedaży
Świadczenia pracownicze	5,7	12,0	-6,3	Koszty ogólne/koszty własne sprzedaży
Rezerwa na straty	1,0	1,5	-0,5	Koszty własne sprzedaży
Rezerwa na naprawy gwarancyjne	1,1	4,1	-3,0	Koszty własne sprzedaży/pozostałe koszty operacyjne
Suma	11,4	21,9	-10,5	

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

Wyniki Grupy Polimex korygowane o potencjalne ruchy na rezerwach:

(mln PLN)	Wyniki Q1 2010 niekorygowane	Wyniki Q1 2010 korygowane
Przychody ze sprzedaży	771,8	761,3
Zysk brutto ze sprzedaży	85,2	74,7
Marża %	11,0%	9,8%
EBIT	31,9	21,4
Marża %	4,1%	2,8%
Zysk brutto przed opodatkowaniem	21,7	11,2
Marża %	2,8%	1,5%
Zysk netto (bez mniejszościowych)	16,5	8,0
Marża %	2,1%	1,0%

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



Portfel zamówień Grupy Polimex Mostostal

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2009
Chemia	600	975
Energetyka	954	720
Budownictwo	1801	1980
Drogi i koleje	1402	1038
Produkcja *	1972	1490
Suma:	6729	6203
Suma z wyłączeniem produkcji:	4757	4713

Źródło: DI BRE Banku S.A., Polimex Mostostal; * portfel produkcji ma charakter umowny i opiera się na ogólnych zapisach umów o dostawę produktów



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@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 Szczepaniak 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, Mondii, 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, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, 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, Sokołów, 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.

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.