

9 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Polimex Mostostal

MOSD.WA; PXM.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Q3 2009: bez większych zaskoczeń

Obecna cena 3,78 PLN, Cena docelowa 4,4 PLN

Wyniki Q3 2009 Polimexu nie stanowią dużego zaskoczenia. Przychody okazały się wyższe od naszych oczekiwań i od konsensusu prognoz. Niższy od naszych oczekiwań był wynik brutto na sprzedaży (marża: 9,9%, oczekiwaliśmy: 11,2%), jednocześnie niższe niż w prognozie okazały się koszty ogólne (57,7 mln PLN, oczekiwaliśmy: 65,0 mln PLN). W efekcie, wynik operacyjny bez uwzględnienia pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych wyniósł w Q3 2009 66,2 mln PLN, czyli o 3,2 mln PLN mniej niż oczekiwaliśmy (-4,5%). Prawdopodobnie na niższy wynik brutto na sprzedaży wpłynęła struktura przychodów, a więc mniej przychodów z segmentu produkcji, więcej nisko marżowych przychodów z segmentu dróg i kolei. Kolejnym wytłumaczeniem mogą być zjawiska księgowo - koszty, których spodziewaliśmy się w kosztach ogólnych a pojawiły się w kosztach własnych sprzedaży.

Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły jedynie 1,2 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy 10,5 mln PLN. Prawdopodobnie w wyniku Polimexu nie pojawiło się zdarzenie jednorazowe, które wystąpiło w Energomontażu Północ, a mianowicie umorzenie zobowiązań układowych na kwotę 11,5 mln PLN (w wynikach nie znajdujemy tej kwoty, nie znajdujemy jej też w części opisowej sprawozdania). Po pominięciu zdarzenia jednorazowego, wynik na poziomie operacyjnym jest tylko nieznacznie (o 1,4%) niższy od naszych oczekiwań. Saldo pozostałych kosztów finansowych i wyniku jednostek stowarzyszonych wyniosło 15,9 mln PLN (oczekiwaliśmy: 12,0 mln PLN). Znacznie wyższa niż oczekiwaliśmy okazała się efektywna stopa podatkowa (wyniosła 28%, oczekiwaliśmy 15%), niższy natomiast okazał się wynik akcjonariuszy mniejszościowych (3,5 mln PLN, oczekiwaliśmy 10,4 mln PLN, 6,4 mln PLN bez zdarzenia jednorazowego w Energomontażu Północ). Ostatecznie, wynik netto jest niższy od naszych oczekiwań włączając zdarzenie jednorazowe w Energomontażu i jedynie o 1% niższy niż nasze oczekiwania z wyłączeniem zdarzenia jednorazowego.

Podsumowując, wyniki oceniamy neutralnie. Są one w zasadzie zgodne z oczekiwaniami. Zwracamy uwagę, że odchylenia w stosunku do konsensusu prognoz spowodowane są tym, że część analityków uwzględniła w prognozach umorzenie zobowiązań układowych w Energomontażu, część zaś nie.

Wyniki Polimexu Q3 2009 vs. prognozy i konsensus PAP

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	Różnica	Prognoza DI BRE	Różnica	Prognoza DI BRE bez one-off	Różnica	Konsensus PAP	Różnica
Przychody	1 258,2	1 086,0	15,9%	1 200,0	4,8%	1 200,0	4,8%	1 197,0	5,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	123,9	113,0	9,7%	134,4	-7,8%	134,4	-	-	-
%	9,9%	10,4%	-	11,2%	-12,0%	11,2%	-	-	-
EBIT	67,4	65,0	3,8%	79,9	-15,6%	68,4	-1,4%	65,4	3,1%
%	5,4%	6,0%	-	6,7%	-	5,7%	-	5,5%	-
Zysk brutto	51,6	47,6	8,2%	61,6	-16,3%	50,1	-	-	-
Zysk netto	33,8	33,3	1,4%	41,7	-18,9%	34,2	-1,0%	37,3	-9,4%
%	2,7%	3,1%	-	3,5%	-	2,8%	-	3,1%	-

Źródło: Polimex, PAP, DI BRE

Przychody Polimexu w segmentach działalności

(mln PLN)	Produkcja	Budownictwo	Energetyka	Chemia	Drogi i koleje	Pozostała działalność	Razem
Q3 2009							
Przychody	123,52	318,63	274,04	229,11	290,15	22,79	1258,23
Marża brutto	17,8%	10,3%	10,5%	8,4%	6,4%	-	-
Q2 2009							
Przychody	138,09	333,12	235,94	235,98	211,85	21,46	1176,44
Marża brutto	21,2%	7,9%	12,3%	11,7%	6,6%	-	-
Q1 2009							
Przychody	164,03	235,10	186,78	167,03	105,22	19,11	877,27
Marża brutto	25,1%	10,8%	13,8%	11,6%	1,7%	-	-

Źródło: Polimex, DI BRE

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

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.