

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	18,7 PLN
Cena docelowa	27,2 PLN
Kapitalizacja	0,37 mld PLN
Free float	0,09 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,25 mln PLN

Struktura akcjonariatu

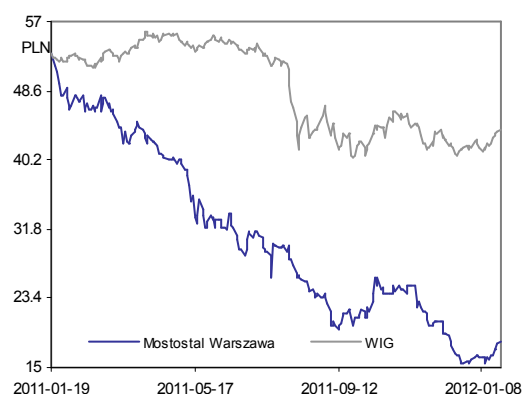
Acciona	50,09%
OFE PZU Złota Jesień	17,13%
AVIVA OFE Aviva BZ WBK	9,00%
Pozostali	23,78%

Strategia dotycząca sektora

Nowy rok, nowe „rozdanie”. W 2012 roku WIG Budownictwo nie będzie już słabszy, niż szeroki indeks WIG. Szansą sektora budownictwa są inwestycje energetyki, ryzykiem zaś kontrakty drogowe (słabe przepływy operacyjne, brak łatwej akceptacji roszczeń wykonawców). Na tle sektora zalecamy przeważanie małych i średnich spółek nad dużymi. Małe i średnie spółki realizują małe, relatywnie bezpieczne kontrakty, mają też silne bilanse.

Profil spółki

Grupa Kapitałowa Mostostal Warszawa jest jedną z największych polskich firm budowlanych. Spółka jest generalnym wykonawcą obiektów kubaturowych, przemysłowych oraz infrastrukturalnych. Zajmuje się także budownictwem chemicznym, energetycznym i ekologicznym.

Kurs akcji MSW na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Mostostal Warszawa Kupuj

MSW PW; MOWA.WA

(Podtrzymana)

Dyskontujemy negatywny scenariusz

Spadek kursu Mostostalu Warszawa w ostatnich miesiącach to próba zdyskontowania obaw przed dużą stratą netto w Q4 2011. Konserwatywnie zakładamy stratę netto na poziomie 71,9 mln PLN. Dyskontujemy negatywny scenariusz, w którym spółka stosująca ostrożną politykę księgową nie zdecyduje się w pełni rozpoznać uzasadnionych roszczeń na kontraktach drogowych w przychodach. Wynik Q4 2011 nie będzie jednoznacznie negatywny - zakończenie roku przyniesie duży napływ gotówki (oczekiwana gotówka netto na koniec 2011 roku: 134,0 mln PLN, na koniec Q3 2011: 102,9 mln PLN długu netto). Początek roku 2012 może przynieść podpisanie kontraktu na budowę bloku energetycznego w Opolu (2,3 mld PLN). Obecnie portfel zamówień na rok 2013 jest zapełniony w 44%; po podpisaniu kontraktu, z rocznym wyprzedzeniem zapełnienie portfela wyniosłoby aż 57%. Decyzja KIO, odrzucająca odwołanie Alstomu, pozwala uwzględnić realizację prac kontraktu w Opolu w prognozach. Na poziomie EV/S Mostostal Warszawa jest jedną z najtańszych spółek budowlanych na GPW (EV/S = 0,08; dla PBG: 1,01, dla Polimexu: 0,34). Przyjmujemy konserwatywne założenia w wycenie, dotyczące marż, stanów gotówki i wyników Q4 2011. Zakładamy ostrożnie, że średniorocznie w 2012 roku spółka będzie mieć zadłużenie netto, mimo oczekiwanej poprawy cash flow na koniec 2011 roku. **Podtrzymujemy rekomendację kupuj, z ceną docelową 27,2 PLN.**

Szansa na wybór oferty na budowę bloku w Opolu

PGE wybrało ofertę konsorcjum firm Rafako, Polimex Mostostal, Mostostal Warszawa jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu. Wartość oferty to 9,5 mld PLN, z czego około 2,3 mld PLN może przypadać na Mostostal Warszawa (81% prognozy przychodów na rok 2013). Kontrakt nie jest jeszcze podpisany, ale po decyzji KIO podpisanie kontraktu w ciągu 1-2 miesięcy jest już bardzo prawdopodobne.

Spory portfel zamówień na rok 2012 i 2013

Szacujemy, że portfel zamówień Grupy Mostostal Warszawa na rok 2012 ma wartość około 2,27 mld PLN (wypełnienie: 80%). Portfel zamówień na rok 2013 ma wartość około 1,24 mld PLN (wypełnienie portfela: 44%). Realizacja kontraktu na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu mogłaby powiększyć portfel zleceń na rok 2013 o około 380 mln PLN (zapełnienie portfela: 57%, z praktycznie rocznym wyprzedzeniem).

Czy rozpoznać uzasadnione roszczenia w postaci przychodów?

Spółki budowlane mają roszczenia z tytułu realizacji kontraktów drogowych. Roszczenia dotyczą kwot częściowo już wydatkowanych na prace dodatkowe. Roszczenia te mają uzasadnienie, GDDKiA jednak na razie nie chce ich akceptować. Mostostal może nie być skłonny rozpoznawać roszczeń w przychodach, choć standardy MSR na to pozwalają - stąd ryzyko strat.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	2 712,1	2 570,4	3 227,6	2 843,7	2 832,8
EBITDA	209,1	119,7	-61,8	100,9	121,8
marża EBITDA	7,7%	4,7%	-1,9%	3,5%	4,3%
EBIT	181,2	84,3	-102,3	58,7	78,6
Zysk netto	117,3	62,5	-85,3	38,8	52,8
P/E	3,2	6,0	-	9,6	7,1
P/CE	2,6	3,8	-	4,6	3,9
P/BV	0,8	0,7	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	0,5	0,7	-	3,5	2,7
DYield	1,6%	9,6%	3,3%	0,0%	3,1%

Portfel zamówień Mostostalu Warszawa

Wartość portfela zleceń Grupy Mostostal Warszawa na rok 2012 szacujemy na 2,27 mld PLN. Oznacza to, że przyszłoroczny portfel zamówień jest wypełniony w około 80%. Nie jest to mało, gdyż za około 25% rocznych przychodów Grupy odpowiadają spółki podwykonawcze, realizujące relatywnie krótsze kontrakty budowlane.

Wielkość portfela podpisanych zamówień na rok 2013 szacujemy na 1,24 mld PLN (wypełnienie portfela: 44%). Duży portfel zamówień na rok 2013, połączony z wyborem oferty na budowę bloku w Opolu, daje szansę, że przychody w 2013 roku nie spadną.

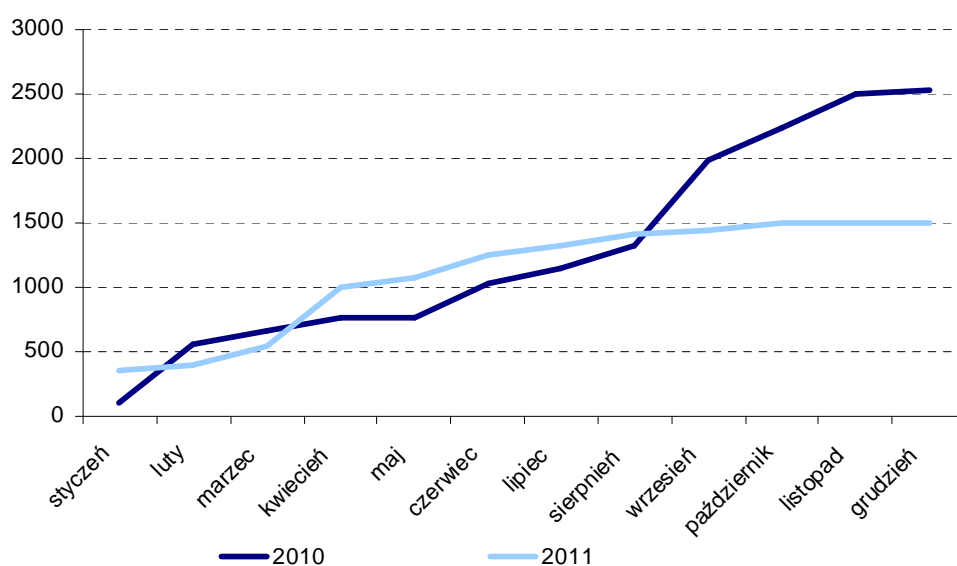
Portfel zleceń Mostostalu Warszawa

(mln PLN)	2012	2013	2013+	Suma
Mostostal Warszawa *	1 901,2	1 093,5	750,6	3 745,3
Remak	250,7	130,7	-53,5	327,9
Mostostal Płock	115,0	20,0	0,0	135,0
Suma	2 266,9	1 244,2	697,1	4 208,2

Źródło: DI BRE Banku S.A., Mostostal Warszawa; * oraz spółki zależne nie notowane na GPW

Rok do roku, Mostostal Warszawa pozyskuje mniej kontraktów. Warto jednak zwrócić uwagę, że: a) w ubiegłym roku za duży przyrost portfela zamówień odpowiadały m.in. kontrakty drogowe o długim terminie realizacji; b) podpisanie umowy na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu mogłoby odwrócić trend w roku przyszłym (możliwe podpisanie umowy o wartości około 9,5 mld PLN, z czego na Mostostal Warszawa przypadłoby 2,3 mld PLN (81% prognozowanych przychodów na rok 2013)).

Skumulowana wartość kontraktów podpisanych od początku roku (mln PLN)



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

Straty na kontraktach drogowych: szacunki i założenia

Prawdopodobnie rentowność 3 dużych kontraktów drogowych realizowanych przez Mostostal Warszawa jest znacznie niższa, niż zakładała spółka w momencie ich podpisania. Kontrakty te to:

- Odcinek B autostrady A2 Stryków – Konotopa (430,2 mln PLN, podpisanie: IX 2009).
- Odcinek A4 Rzeszów Centralny – Rzeszów Wschód (439,4 mln PLN, podpisanie: II 2010).
- Rozbudowa drogi S7 na odcinku obwodnicy Kielc (525,9 mln PLN, podpisanie: IX 2010).

Prawdopodobnie rentowność kontraktów została już obniżona z około 2,5% do 0% marży EBIT, co oznacza, że budżety kontraktów zostały również skorygowane o około 34,9 mln PLN. Dodatkowo, na realizację kontraktów mogły zostać utworzone rezerwy. Na koniec Q3 2011

wartość rezerw Mostostalu Warszawa na straty na kontraktach sięga 37,4 mln PLN. Zakładając, że 85% z tego to rezerwy na duże kontrakty drogowe, mówimy o dodatkowej obniżce budżetów zleceń o 31,8 mln PLN.

Łącznie daje to kwotę 66,7 mln PLN, czyli niedoszacowanie budżetów kontraktów o 7,3%. Nasza prognoza zakłada, że niedoszacowanie budżetów zleceń będzie większe i wyniesie 14%. Korekta budżetów kontraktów drogowych obciąży wyniki Q4 2011.

Poniższa tabela prezentuje analizę wrażliwości wyceny Mostostalu Warszawa na założenia dotyczące potencjalnych strat na kontraktach drogowych. Z jednej strony, ryzykiem są straty, z drugiej zaś szansą rozszczenia, które spółki budowlane stawiają GDDKiA.

Roszczenia spółek dotyczą prac już częściowo wykonanych (historyczny odpływ gotówki), jak i prac pozostających do wykonania (przyszły odpływ gotówki). Generalnie, sądzimy, że roszczenia firm są uzasadnione, problem jednak w tym, kiedy zostaną uznane.

Roszczenia musi uznać:

- a) Inżynier kontraktu (firma zewnętrzna);
- b) GDDKiA.

Problem jednak w tym, że GDDKiA roszczeń na razie nie uznaje (uznanie roszczeń to duże ryzyko dla pracowników Dyrekcji, chodzi m.in. o obawy korupcyjne). W takim przypadku, jedyną drogą do odzyskania uzasadnionych roszczeń jest droga sądowa. Ryzyko nie uregulowanych przez GDDKiA roszczeń uwzględniamy w wycenie w postaci bardziej konserwatywnych założeń co do zmian zadłużenia netto.

Wrażliwość wyceny Mostostalu na straty na kontraktach drogowych (mln PLN)

Wariant	Wartość kontraktów	Budżetowana rentowność EBIT	Niedoszacowanie budżetu inwestycji	Wynik finansowy	W tym kwota pokryta rezerwami	Strata pozostała do rozpoznania	Vs. scenariusz bazowy	Różnica w PLN / akcję
1	1 395,5	2,5%	3%	-7,0	-66,7	-59,7	153,5	7,7
2	1 395,5	2,5%	5%	-34,9	-66,7	-31,8	125,6	6,3
3	1 395,5	2,5%	7%	-62,8	-66,7	-3,9	97,7	4,9
4	1 395,5	2,5%	10%	-104,7	-66,7	38,0	55,8	2,8
5	1 395,5	2,5%	12%	-132,6	-66,7	65,9	27,9	1,4
6	1 395,5	2,5%	14%	-160,5	-66,7	93,8	0,0	0,0
7	1 395,5	2,5%	20%	-244,2	-66,7	177,6	-83,7	-4,2
8	1 395,5	2,5%	25%	-314,0	-66,7	247,3	-153,5	-7,7

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników Mostostalu Warszawa w segmentach

Prognozy przychodów Mostostalu Warszawa w segmentach działalności

(mln PLN)	2012P	2013P	2014P	2015P
Segment				
Budownictwo przemysłowe	877,2	1 209,1	1 257,5	1 307,8
- w tym Remak	280,0	336,0	349,4	363,4
- w tym Mostostal Płock	141,3	151,2	157,2	163,5
- w tym budowa nowych bloków energ.	0	0,0	0,0	0,0
Budownictwo drogowe i inżynieryjne	598,4	460,8	474,6	488,8
Budownictwo kubaturowe	1 368,1	1 162,9	1 209,4	1 257,8
Suma	2 843,7	2 832,8	2 941,5	3 054,4

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy marż brutto na sprzedaży Mostostalu Warszawa w segmentach

Segment	2012P	2013P	2014P	2015P
Segment				
Budownictwo przemysłowe	6,9%	7,3%	7,5%	7,5%
Budownictwo drogowe i inżynierskie	2,7%	5,0%	5,0%	5,0%
Budownictwo kubaturowe	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%
Suma	5,0%	6,0%	6,1%	6,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Mostostalu Warszawa

Akcje Mostostalu Warszawa wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 27,2 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 45,3% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Mostostalu.

Wycena akcji Mostostalu Warszawa

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	25,9	50%
Wycena metodą porównawczą	24,6	50%
Średnia	25,2	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%	
Cena docelowa	27,2	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Mostostalu Warszawa metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Mostostalu Warszawa są spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. W prognozach uwzględniamy poprawę bilansu kapitału obrotowego Mostostalu Warszawa. Na tle grupy porównawczej, Mostostal wyceniany jest z około 37,9% dyskonta.

Wycena porównawcza akcji Mostostalu Warszawa

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,1	8,3	11,0	2,2	4,1	6,9
Erbud	<0	8,6	8,4	<0	5,2	4,6
Elektrobudowa	11,9	10,3	8,7	6,7	6,3	5,3
PBG	5,1	10,9	7,0	10,7	9,4	6,9
Polimex Mostostal	8,3	8,9	8,3	5,9	5,7	5,3
Rafako	7,6	8,2	7,0	6,1	5,0	3,7
Unibep	9,2	7,6	7,5	5,7	6,8	4,1
ZUE	7,5	8,0	7,9	5,5	4,0	3,6
Mediana	8,1	8,4	8,1	5,9	5,4	4,9
Mostostal Warszawa	-4,2	9,3	6,8	-4,7	3,3	2,5
Premia (dyskonto)	-152,1%	9,7%	-15,8%	-179,3%	-39,2%	-48,3%
Waga wskaźnika	0,0%	30,0%	30,0%	0,0%	20,0%	20,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; wskaźniki wyceny porównawczej na dzień 23 stycznia 2012

Wycena akcji metodą DCF**Założenia modelu DCF:**

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Poprawa rentowności od H2 2012, wraz z zakończeniem dużych zleceń drogowych.
- Konserwatywnie zakładamy, że średnioroczne stany gotówki netto będą niższe, niż stany na koniec roku, co uwzględniamy w modelu wyceny.
- Wydłużone cykle obrotu należności w okresie prognozy.
- Wycena udziałów mniejszościowych na poziomie wyceny rynkowej.

Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+	
Przychody ze sprzedaży	3 227,6	2 843,7	2 832,8	2 941,5	3 054,4	3 171,7	3 293,5	3 420,0	3 545,7	3 661,1		
<i>zmiana</i>	25,6%	-11,9%	-0,4%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,3%		
EBITDA	-61,8	100,9	121,8	128,7	133,2	135,7	137,1	140,4	143,7	146,7		
<i>marża EBITDA</i>	-1,9%	3,5%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%		
Amortyzacja	40,5	42,1	43,3	44,4	45,6	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8		
EBIT	-102,3	58,7	78,6	84,3	87,6	89,0	90,3	93,6	96,9	99,9		
<i>marża EBIT</i>	-3,2%	2,1%	2,8%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%		
Opodatkowanie EBIT	-19,4	11,2	14,9	16,0	16,6	16,9	17,2	17,8	18,4	19,0		
NOPLAT	-82,9	47,6	63,7	68,3	71,0	72,1	73,1	75,8	78,5	80,9		
CAPEX	-38,3	-50,6	-51,9	-53,3	-54,7	-56,1	-52,4	-51,5	-51,5	-46,8		
Kapitał obrotowy	-126,5	-72,9	-7,5	-9,2	-8,8	-8,5	-8,8	-9,7	-9,7	-8,9		
FCF	-207,2	-33,8	47,5	50,2	53,1	54,2	58,7	61,4	64,1	72,0	74,2	
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%		
<i>współczynnik dyskonta</i>	100,0%	90,3%	81,6%	73,7%	66,6%	60,2%	54,3%	49,1%	44,3%	40,1%		
PV FCF	-207,2	-30,5	38,8	37,0	35,3	32,6	31,9	30,1	28,4	28,9		
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%		
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%		
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%		
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%						Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	976,3						Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	391,4						2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	25,3						WACC -1,0pp	27,9	29,5	31,3	33,4	35,9
Wartość firmy (EV)	416,8						WACC -0,5pp	26,5	27,9	29,5	31,3	33,4
Dług netto	-363,8						WACC	25,3	26,5	27,9	29,5	31,3
Korekta o średnioroczne poziomy gotówki netto	176,0						WACC +0,5pp	24,3	25,3	26,5	27,9	29,5
Udziałowcy mniejszościowi	76,1						WACC +1,0pp	23,3	24,3	25,3	26,5	27,9
Wyplacona dywidenda	11,0											
Wartość firmy	517,5											
Liczba akcji (mln)	20,0											
Wartość firmy na akcję (PLN)	25,9											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%											
Cena docelowa	27,9											
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej	-7,3											
P/E('11) dla ceny docelowej	-6,5											
Udział TV w EV	76%											

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 928,4	2 211,3	2 712,1	2 570,4	3 227,6	2 843,7	2 832,8
<i>zmiana</i>	62,3%	14,7%	22,7%	-5,2%	25,6%	-11,9%	-0,4%
Koszt własny sprzedaży	1 822,2	1 994,0	2 399,9	2 413,8	3 251,3	2 702,6	2 663,4
Zysk brutto na sprzedaży	106,2	217,3	312,2	156,6	-23,7	141,1	169,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,5%	9,8%	11,5%	6,1%	-0,7%	5,0%	6,0%
Koszty sprzedaży	-0,8	-1,1	-2,2	-1,1	-1,6	-1,4	-1,4
Koszty ogólnego zarządu	-59,2	-74,8	-89,9	-86,8	-73,0	-76,8	-85,0
Pozostała działalność operacyjna netto	12,7	-19,5	-38,9	15,6	-4,1	-4,2	-4,4
EBIT	58,9	121,9	181,2	84,3	-102,3	58,7	78,6
<i>zmiana</i>	178,0%	107,0%	48,7%	-53,5%	-221,3%	-157,4%	33,8%
<i>marża EBIT</i>	3,1%	5,5%	6,7%	3,3%	-3,2%	2,1%	2,8%
Wynik na działalności finansowej	1,3	1,0	-5,1	7,6	-2,5	-4,9	-5,2
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	2,2	-3,3	-6,7	-4,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	62,3	119,5	169,5	88,0	-104,8	53,9	73,3
Podatek dochodowy	-3,7	-27,2	-43,5	-22,1	17,4	-10,2	-13,9
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	5,7	11,2	8,7	3,4	-2,1	4,9	6,6
Zysk netto	52,9	81,1	117,3	62,5	-85,3	38,8	52,8
<i>zmiana</i>	211,7%	53,2%	44,6%	-46,7%	-236,5%	-145,5%	36,1%
<i>marża</i>	2,7%	3,7%	4,3%	2,4%	-2,6%	1,4%	1,9%
Amortyzacja	19,6	22,8	27,9	35,4	40,5	42,1	43,3
EBITDA	78,5	144,6	209,1	119,7	-61,8	100,9	121,8
<i>zmiana</i>	93,2%	84,3%	44,6%	-42,8%	-151,6%	-263,2%	20,8%
<i>marża EBITDA</i>	4,1%	6,5%	7,7%	4,7%	-1,9%	3,5%	4,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
EPS	2,6	4,1	5,9	3,1	-4,3	1,9	2,6
CEPS	3,6	5,2	7,3	4,9	-2,2	4,0	4,8
ROAE	20,8%	26,1%	28,6%	12,5%	-18,2%	8,8%	11,0%
ROAA	6,0%	7,1%	8,4%	4,0%	-5,0%	2,3%	3,2%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 009,0	1 275,8	1 504,9	1 627,4	1 767,5	1 636,4	1 665,4
Majątek trwały	184,2	246,4	361,8	406,5	403,9	412,3	420,9
WNIp	1,2	2,2	1,6	6,0	6,4	6,4	6,4
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	4,2	1,0	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	150,7	188,1	285,0	301,1	318,2	326,6	335,3
Inwestycje długoterminowe	1,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pozostałe	26,8	54,3	68,5	98,4	78,3	78,3	78,3
Majątek obrotowy	824,8	1 029,4	1 143,1	1 220,9	1 363,6	1 224,1	1 244,5
Zapasy	54,6	41,3	35,7	65,9	71,1	59,1	58,2
Należności	332,0	516,3	490,0	462,9	676,5	638,9	636,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	147,3	162,0	187,0	230,9	397,9	350,6	349,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	287,7	309,3	429,2	460,1	217,8	175,3	200,3
Inne	3,2	0,5	1,2	1,1	0,3	0,3	0,3
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	1 009,0	1 275,8	1 504,9	1 627,4	1 767,5	1 636,4	1 665,4
Kapitał własny	284,9	337,7	482,5	517,6	421,0	459,8	501,0
Kapitał mniejszości	59,5	65,3	73,7	70,0	66,8	66,8	66,8
Zobowiązania długoterminowe	34,4	46,0	74,5	114,4	115,7	115,7	115,7
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	16,5	29,0	60,1	60,6	61,1	61,1	61,1
Rezerwy i inne	17,9	17,0	14,4	53,8	54,6	54,6	54,6
Zobowiązania krótkoterminowe	630,2	826,8	874,3	925,4	1 164,0	994,1	982,0
Pożyczki i kredyty	29,3	30,1	30,4	35,7	22,6	22,6	22,6
Zobowiązania wobec dostawców	311,7	338,5	368,5	425,0	516,6	429,5	423,2
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	217,3	283,6	311,6	309,4	489,9	407,2	401,3
Inne	71,9	174,5	163,7	155,3	134,8	134,8	134,8
Dług	45,8	59,1	90,6	96,3	83,8	83,8	83,8
Dług netto	-241,9	-250,2	-338,6	-363,8	-134,0	-91,5	-116,5
(Dług netto / Kapitał własny)	-84,9%	-74,1%	-70,2%	-70,3%	-31,8%	-19,9%	-23,3%
(Dług netto / EBITDA)	-3,1	-1,7	-1,6	-3,0	2,2	-0,9	-1,0
BVPS	14,2	16,9	24,1	25,9	21,1	23,0	25,0

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	101,7	66,9	213,8	127,4	-165,2	12,9	93,8
Zysk netto	52,9	81,1	117,3	62,5	-85,3	38,8	52,8
Amortyzacja	19,6	22,8	27,9	35,4	40,5	42,1	43,3
Kapitał obrotowy	81,9	-135,9	-37,6	-2,9	-10,8	-10,8	-11,0
Pozostałe	-52,7	98,9	106,2	32,4	-109,6	-57,2	8,7
Przepływy inwestycyjne	28,9	-25,7	-69,5	-36,1	-21,9	-50,6	-51,9
CAPEX	28,3	-22,3	-66,8	-28,6	-34,4	-50,6	-51,9
Inwestycje kapitałowe	0,0	-4,5	-3,5	-0,3	0,0	-0,1	0,0
Pozostałe	0,5	1,2	0,8	-7,1	12,5	0,1	0,0
Przepływy finansowe	-13,5	-19,7	-24,4	-60,4	-55,1	-4,9	-16,9
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-9,1	-10,4	-14,8	-19,2	-35,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,9	-5,2	-6,2	-35,8	-12,4	0,0	-11,6
Pozostałe	-3,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	117,1	21,5	119,9	30,9	-242,3	-42,5	25,0
Środki pieniężne na koniec okresu	287,7	309,3	429,2	460,1	217,8	175,3	200,3
DPS (PLN)	0,0	0,3	0,3	1,8	0,6	0,0	0,6
FCF	68,3	11,6	137,8	111,1	-207,2	-33,8	47,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-1,5%	1,0%	2,5%	1,1%	1,1%	1,8%	1,8%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	7,1	4,6	3,2	6,0	-4,4	9,6	7,1
P/CE	5,2	3,6	2,6	3,8	-8,4	4,6	3,9
P/BV	1,3	1,1	0,8	0,7	0,9	0,8	0,7
P/S	0,2	0,2	0,1	0,1	0,12	0,13	0,13
FCF/EV	35,6%	6,1%	125,9%	137,7%	-67,5%	-9,7%	14,6%
EV/EBITDA	2,4	1,3	0,5	0,7	-5,0	3,5	2,7
EV/EBIT	3,3	1,6	0,6	1,0	-3,0	6,0	4,1
EV/S	0,1	0,1	0,0	0,03	0,10	0,12	0,11
DYield	0,2%	1,4%	1,6%	9,6%	3,3%	0,0%	3,1%
Cena (PLN)	18,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
MC (mln PLN)	374,4	374,4	374,4	374,4	374,4	374,4	374,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	59,5	65,3	73,7	70,0	66,8	66,8	66,8
EV (mln PLN)	192,0	189,5	109,5	80,6	307,2	349,7	324,7



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

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

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Mostostal Warszawa

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-05-20	2011-09-08	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	34,00	20,15	17,95
WIG w dniu rekomendacji	48747,55	40418,30	39518,87