

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

Według przedstawionych przez spółkę szacunków, zysk netto w 2Q'18 wyniesie 65 mln PLN (-41% r/r). Wynik na takim poziomie jest więc porównywalnym z 1Q'18. Przy spodziewanym sezonowym wzroście przychodów w 2Q'18, implikuje to dalszą erozję marży w segmencie budowlanym. Jeżeli wyniki nie są zaburzone przez zdarzenia jednorazowe, to według naszych szacunków mogła ona wynieść 6,0-6,5%, co oznaczałoby poziomy najniższy od połowy 2014 roku. Na wyzwania po stronie kosztów nadal wskazuje zarząd spółki (mocno podnosi w tym roku problem braku realnej indeksacji cen). Przy niskiej poduszce bezpieczeństwa w postaci zawiązanych rezerw na straty (po 1Q'18 były one na poziomie najniższym od 2Q'09), widzimy ograniczone pole do poprawy rentowności w 2H'18, co będzie tym samym implikować dalsze spadki EBITDA oraz zysku netto. W takich warunkach trudno będzie naszym zdaniem o trwałą odbudowę kursu. Po aktualizacji prognoz wyników (oraz uwzględnieniu odjęcia dywidendy) ustalamy cenę docelową na poziomie 115,2 PLN, utrzymując zalecenie Redukuj.

W scenariuszu bazowym nie zakładamy waloryzacji cen na obecnie posiadanych kontraktach. Budimex opiera się na takim działaniu dla kontraktów zawartych od początku 2016 roku – od tego czasu do końca 1Q'18 w drogach i kolejach spółka pozyskała ich ponad 7 mld PLN. Wymagałoby to ingerencji w już zawarte umowy na bazie przetargów, które miały już miejsce przy określonych warunkach oraz określonym zachowaniu konkurencji biorącej (lub nie) w nich udział. Uważamy natomiast, że jest możliwe zdjęcie części ryzyk cenowych z wykonawców w przypadku nowych przetargów publicznych (rozwiązaniem byłby np. nowy wskaźnik cenowy kosztów w branży lub zakupy materiałów przez GDDKiA czy PKP PLK, przy czym ten drugi zabieg nie jest raczej podnoszony w dyskusji). Przy tym skłaniamy się do scenariusza, że długoterminowo doprowadzi to do stabilizacji marż, ale raczej na niższych pułapach niż średnie historycznie (potencjalnie więcej podmiotów powinno uczestniczyć w przetargach, jeśli mniejsze będzie ich ryzyko).

Publikacja wybranych danych finansowych za 2Q'18 przewidziana jest na 26 lipca, a całego raportu na 30 sierpnia. W szacunkowych danych spółka pokazała jedynie zysk netto na poziomie 65 mln PLN. Wcześniej informowano także o skali przekazanych (419 vs 483 rok temu i 688 w 1Q'18) i przedsprzedanych mieszkań (239 vs odpowiednio 494 i 270). Spodziewamy się, że dynamika przychodów w części budowlanej w 2Q'18 była zbliżona do 1Q'18 (ok. 17%). Słabiej wyglądało to w deweloperce (niższy poziom przekazań) i tu nie należy spodziewać się przełomu w kolejnych kwartałach (także w 2019 roku), biorąc pod uwagę, że od 3Q'17 wyraźnie spada przedsprzedaż. Poziom wyniku netto w 2Q'18 implikuje, że raportowana marża brutto w części budowlanej mogła spaść w okolice 6-6,5% (jeżeli wyniki nie są obciążone przez saldo pozostałej działalności operacyjnej) a w deweloperce wypracowano standardowe ok. 20% marży. W 1Q'18 było to 8,5%, a 2Q'17 9,8%. Zwracamy uwagę, że okres 2H'17 był pod tym względem relatywnie dobry (>11%), więc baza na kolejne kwartały jest wymagająca. Dodatkowo w ostatnich kwartałach mocno spadało saldo rezerw na straty (po 1Q'18 było to <2% białego, w 2015 było to 9%), co daje niską poduszkę bezpieczeństwa na kolejne okresy.

W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy, że marża brutto ze sprzedaży w budowlance z ponad 11% spadnie w 2018 roku do ok. 8,5%-9%. Obecnie takie założenia mogą być zbyt optymistyczne – w aktualnych prognozach przyjmujemy poziom 6,5%-7,0%. W latach 2011-15 marża wynosiła 6,4%-8,6%, dopiero w okresie 2016-17 wzrosła do poziomów dwucyfrowych. W ostatnich kwartałach spółka dość mocno zwiększyła ekspozycję na segment kolejowy, gdzie rentowności uzyskiwane przez obecne na tym rynku spółki są dużo niższe niż poziomowi, do których przyzwyczaili inwestorów Budimex. W perspektywie 2019 roku zwracamy uwagę, że 1Q'18 był jeszcze okresem, gdzie mocno spadało saldo rezerw na straty, więc spora część marży mogła mieć charakter księgowy, tym samym zawyżając bazę na kolejne okresy.

Konsensus po stronie przychodowej na cały 2018 rok (7,0 mld PLN wg Bloomberg) naszym zdaniem nie powinien być dla spółki wyzwaniem. Natomiast ostrożniej podchodzimy do poziomu realizowanych marż (nasza prognoza wyniku netto to 244 mln PLN vs 326 mln PLN wg konsensusu, przy dolnych widełkach na poziomie 250 mln PLN). Zwracamy uwagę, że w ostatecznym rozliczeniu spółka może ewentualnie wesprzeć się one-offami (np. możliwość sprzedaży Elektromontażu Poznań), by np. utrzymać relatywnie wysoki poziom dywidendy.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	5 134,0	5 572,3	6 369,3	7 225,7	7 212,2	7 188,5
EBITDA [mln PLN]	314,6	531,0	625,8	354,6	299,0	308,5
EBIT [mln PLN]	292,2	505,1	588,3	308,1	244,9	254,6
Zysk netto [mln PLN]	235,8	409,9	464,4	243,8	188,4	194,7
Gotówka netto [mln PLN]	2 345,7	2 632,5	2 283,4	1 498,8	1 357,3	1 108,5
P/BV	5,2	3,9	3,6	4,7	5,2	5,0
P/E	13,4	7,7	6,8	12,9	16,7	16,2
EV/EBITDA	2,6	1,0	1,4	4,7	6,0	6,6
EV/EBIT	2,8	1,0	1,5	5,4	7,3	8,0
DPS [PLN/akcję]	6,1	8,1	15,0	17,6	10,3	6,7

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

REDUKUJ

(POPRIEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 115,2 PLN

12 LIPIEC 2018, 10:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	120,4
Wycena porównawcza [PLN]	103,1
Wycena końcowa [PLN]	115,2
Potencjał do wzrostu / spadku	-6,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	123,4
Kapitalizacja [mln PLN]	3 150,4
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]*	201,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	122,2
Stopa zwrotu za 3 mc*	-35,0%
Stopa zwrotu za 6 mc*	-32,9%
Stopa zwrotu za 9 mc*	-35,4%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	55,1%
Aviva OFE	9,8%
NN OFE	5,3%
Pozostali	29,8%

*po uwzględnieniu dywidendy

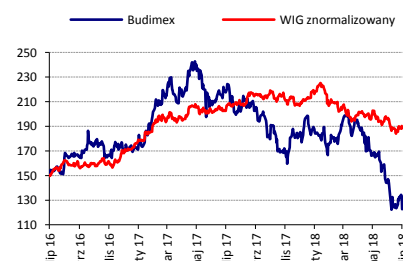
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	3
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	8
STRONA KOSZTOWA	9
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	10
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Budimex opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 120,4 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020, dała wartość 1 akcji na poziomie 103,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych (waga 50% w wycenie porównawczej) a także europejskich spółek budowlanych (50%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 115,2 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	120,4
Wycena metodą porównawczą	30%	103,1
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	87,1
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	119,1
Wycena 1 akcji Budimexu [PLN]		115,2

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Przyjmujemy, że 2018 rok dla branży budowlanej w obszarze przerobu w Polsce będzie bardzo dobry, co pokazują odczyty z pierwszej połowy roku. W latach 2020-21 zakładamy, że branża osiągnie swój cykliczny szczyt (najwyższe nakłady na drogi przyjmujemy w latach 2019-20, a w przypadku infrastruktury kolejowej w okresie 2020-21).
- Spodziewamy się, że w 2018 roku spółka osiągnie na poziomie skonsolidowanym 7,2 mld PLN przychodów, 355 mln PLN EBITDA i 244 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że w 2019 roku przychody utrzymają się na zbliżonym poziomie, natomiast EBITDA spadnie do 299 mln PLN. Szczyt przychodów zakładamy na lata 2018-20. W długim terminie przyjmujemy 6,3 mld PLN przychodów i ok. 290 mln PLN EBITDA. Zakładana marża EBIT w długim terminie to 3,8% (EBITDA: 4,6%).
- Dla segmentu budowlanego marżę brutto ze sprzedaży szacujemy w 2018 roku na 6,7% (11,4% w 2017 roku). W kolejnych latach zakładamy poziom ok. 6% (zwracamy uwagę, że w porównaniu do poprzednich lat mocno wzrosła presja kosztowa, nie tylko po stronie materiałów, ale także wynagrodzeń i siły przetargowej podwykonawców).
- Zakładamy, że w segmencie deweloperskim uda się zrealizować sprzedaż notarialną na poziomie 1,9-2,0 tys mieszkań 2018 roku i 1,4-1,5 tys w 2019 roku. W długim terminie przyjmujemy sprzedaż na poziomie do 2,0 tys lokali (zakładamy odbudowę bieżącej oferty od 2H'18) oraz marżę EBIT w okolicach 10-11%.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji (w długim terminie można oczekiwać zakupu pozostałych udziałów w FB Serwis od spółki-matki) czy zbycia aktywów.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0% (w tym zmiana kapitału obrotowego w okresie rezydualnym została ustalona na 0 mln PLN).
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027. W latach 2018 założyliśmy zwiększone nakłady inwestycyjne w stosunku do historycznej średniej w związku z zakładanym dalszym rozwojem spółki na rynku kolejowym.
- Wycena została sporządzona na dzień 12.07.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3,07 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 120,4 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	7 225,7	7 212,2	7 188,5	6 836,9	6 532,8	6 136,0	6 137,7	6 196,7	6 261,9	6 317,9
EBIT [mln PLN]	308,1	244,9	254,6	245,4	236,9	226,6	229,5	232,2	235,2	237,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	58,5	46,5	48,4	46,6	45,0	43,1	43,6	44,1	44,7	45,1
NOPLAT [mln PLN]	249,6	198,4	206,2	198,8	191,8	183,6	185,9	188,1	190,6	192,2
Amortyzacja [mln PLN]	46,5	54,1	53,9	53,5	53,3	53,1	52,9	52,8	52,7	52,7
CAPEX [mln PLN]	-120,2	-51,2	-53,2	-53,1	-53,0	-52,8	-52,8	-52,9	-52,9	-52,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-512,1	-70,2	-273,3	-311,2	-195,7	-93,5	-17,4	27,0	32,3	35,9
FCF [mln PLN]	-336,2	131,1	-66,3	-112,0	-3,6	90,3	168,6	215,0	222,7	227,9
DFCF [mln PLN]	-322,8	115,6	-53,6	-83,1	-2,4	56,4	96,7	113,1	107,5	100,9
Suma DFCF [mln PLN]	128,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 426,6		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 074,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 202,6									
Dług netto 2017 [mln PLN]	-2 283,4									
Dywidenda 2018 [mln PLN]	449,6									
Udziały w FB Serwis oraz Promos	39,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 074,9									
Ilość akcji [mln szt.]	25 530									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	120,4									

Przychody zmiana r/r	13,4%	-0,2%	-0,3%	-4,9%	-4,4%	-6,1%	0,0%	1,0%	1,1%	0,9%
EBIT zmiana r/r	-47,6%	-20,5%	4,0%	-3,6%	-3,5%	-4,3%	1,2%	1,2%	1,3%	0,9%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	-	-	86,8%	27,6%	3,6%	2,3%
Marża EBITDA	4,9%	4,1%	4,3%	4,4%	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża EBIT	4,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%
Marża NOPLAT	3,5%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
CAPEX / Przychody	1,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	258,3%	94,5%	98,7%	99,1%	99,4%	99,6%	99,9%	100,1%	100,3%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	7,1%	1,0%	3,8%	4,6%	3,0%	1,5%	0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	59,8%	-519,4%	-1156,1%	-88,5%	-64,4%	-23,6%	1009,2%	-45,7%	-49,5%	-64,1%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	98,2%	98,9%	99,2%	99,3%	99,5%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	115,3	119,4	124,5	130,9	139,2	150,7	167,2	193,1	239,8
	0,8	111,6	115,2	119,6	125,0	132,0	141,4	154,5	174,1	206,8
	0,9	108,3	111,4	115,2	119,9	125,8	133,6	144,1	159,4	183,4
	1,0	105,3	108,1	111,4	115,4	120,4	126,9	135,6	147,7	165,9
	1,1	102,6	105,0	107,9	111,4	115,7	121,2	128,4	138,2	152,3
	1,2	100,1	102,2	104,8	107,8	111,6	116,2	122,3	130,3	141,5
	1,3	97,8	99,7	102,0	104,6	107,9	111,9	117,0	123,6	132,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	119,4	124,1	130,0	137,6	147,7	161,9	183,1	218,5	289,3
	4%	111,6	115,2	119,6	125,0	132,0	141,4	154,5	174,1	206,8
	5%	105,3	108,1	111,4	115,4	120,4	126,9	135,6	147,7	165,9
	6%	100,1	102,2	104,8	107,8	111,6	116,2	122,3	130,3	141,5
	7%	95,7	97,4	99,4	101,8	104,6	108,1	112,4	118,0	125,4
	8%	92,0	93,4	95,0	96,8	99,0	101,6	104,8	108,8	114,0
	9%	88,8	89,9	91,2	92,7	94,4	96,4	98,9	101,9	105,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	167,3	160,0	153,5	147,7	142,5	137,7	133,4	129,4	125,8
	4%	151,5	144,2	137,7	132,0	127,0	122,5	118,5	114,9	111,6
	5%	139,2	132,0	125,8	120,4	115,7	111,6	107,9	104,6	101,6
	6%	129,4	122,5	116,6	111,6	107,2	103,4	100,0	97,1	94,4
	7%	121,5	114,9	109,3	104,6	100,6	97,1	94,0	91,3	89,0
	8%	114,9	108,6	103,4	99,0	95,3	92,1	89,3	86,9	84,8
	9%	109,3	103,4	98,5	94,4	91,0	88,0	85,5	83,3	81,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz europejskich spółek budowlanych (waga 50%). Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2018-20), dla których przyjęto równe wagi.

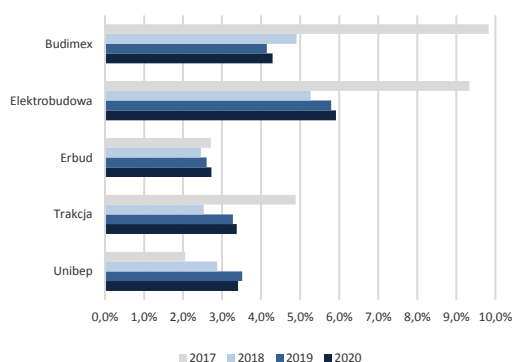
Porównując wyniki Budimexu ze wskaźnikami innych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 103,1 PLN (87,1 PLN na bazie spółek polskich oraz 119,1 PLN na bazie spółek zagranicznych). Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		103,1
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	87,1
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	119,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA – spółki polskie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA – spółki zagraniczne



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza na bazie spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Elektrobudowa	13,2	10,8	10,7	5,8	5,3	5,2
Erbud	11,0	9,6	8,1	3,8	3,3	2,9
Unibep	6,4	5,5	6,1	4,1	3,1	2,9
Trakcja	69,0	7,6	5,7	4,6	3,1	2,9
Mediana	12,1	8,6	7,1	4,4	3,2	2,9
Budimex	12,9	16,7	16,2	4,7	6,0	6,6
Premia / dyskonto	6,5%	93,9%	127,8%	6,3%	86,5%	127,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	115,9	63,6	54,2	119,5	90,8	78,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		77,9			96,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	87,1					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Wycena porównawcza na bazie spółek europejskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Balfour Beatty	18,8	13,3	11,7	8,3	7,0	6,2
Bilfinger	38,2	22,3	15,7	14,8	9,2	6,9
Hochtief	20,4	17,9	16,2	6,5	5,8	5,1
Koninklijke BAM Groep	8,1	7,0	6,6	3,4	2,7	2,1
Peab	10,6	10,4	10,2	6,4	6,1	5,9
Porr	11,4	9,9	8,5	3,9	3,5	3,0
Skanska	13,8	12,5	11,5	9,0	8,0	7,5
Strabag	12,2	11,9	11,2	3,2	3,1	2,7
YIT	14,0	7,4	7,3	10,0	6,6	6,1
Tecnicas Reunidas	32,5	15,2	13,1	13,7	7,8	6,6
Mediana	13,9	12,2	11,4	7,4	6,4	6,0
Budimex	12,9	16,7	16,2	4,7	6,0	6,6
Premia / dyskonto	-6,9%	37,0%	42,3%	-36,9%	-5,7%	9,6%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	132,6	90,1	86,7	161,3	127,6	116,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		103,1			135,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	119,1					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

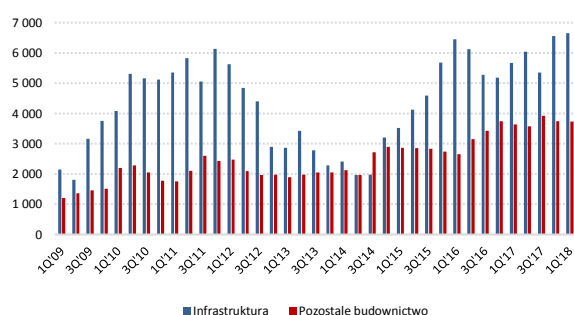
Na koniec 1Q'18 portfel zamówień Budimexu sięgał 10,4 mld PLN (+12% r/r) i był to najwyższy poziom w historii. Dla porównania po 1Q'17 było to 9,3 mld PLN a po 4Q'17: 10,3 mld PLN. Wzrost wartości portfela na przestrzeni ostatnich kwartałów jest pochodną dużej ilości podpisanych nowych umów z GDDKiA (wartość nowych umów w segmencie drogowym na przestrzeni ostatnich 4 kwartałów to 2,7 mld PLN, czyli +36% r/r) oraz PKP PLK (wartość nowych umów w segmencie kolejowym to 1,4 mld PLN). W 2Q'18 spółka podpisała duże (>100 mln PLN) umowy o wartości blisko 1,5 mld PLN, na samym początku 3Q'18 kolejną umowę drogową na 0,4 mld PLN – można spodziewać się więc, że backlog nadal rośnie q/q. W „poczekalni” spółka ma do podpisania umowy za kolejne ok 2 mld PLN. W 2018 roku spodziewamy się wyhamowania nowych przetargów ze strony GDDKiA, natomiast w ożywienie pojawiło się obecnie po stronie PKP PLK (przy czym może pojawić problem z podpisywaniem nowych umów, ponieważ na sporej liczbie przetargów oferty wykonawców przekraczają budżety).

Kontrakty budowlane o wartości >100 mln PLN podpisane przez Budimex od 2016 roku

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Udział**	Termin
	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A-1 węzeł Kamieńsk- węzeł Radomsko	233,0	50%	-
	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S61 odc. Szczuczyn – Elk Pld.	546,8	-	-
	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A-1 węzeł Tuszyn- węzeł Bełchatów	194,7	50%	-
	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59 odcinek Rokietnica - Wronki	479,0	-	-
	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S14 Zachodniej Obwodnicy Łodzi „Łódź Lublinek” – „Łódź Teofilów”	228,4	50%	-
	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S19 w. Podgórze – w. Kamień	271,2	-	-
2018-07-04	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S61 odc. w. Wysokie – m. Raczek	393,7	-	2020-12
2018-06-11	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S6 Łębork - obwodnica Trójmiasta	273,1	-	2021-04
2018-06-08	Zarząd Morskiego Portu Gdańsk	Rozbudowa Nabrzeża Dworzec Drzewny w Porcie Gdańsk	153,7	-	2020-04
2018-05-30	Muzeum Historii Polski	Budowa Muzeum Historii Polski w Warszawie.	459,7	-	2021-02
2018-05-08	KGHM	Budowa Kwatery Południowej OUOW Żelazny Most - Etap I	578,0	-	2021-12
2018-03-05	DR Miasta Gdańska	Budowa wiaduktu Biskupia Górka.	116,8	-	2019-07
2018-02-28	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych na stacji Idzikowice	103,0	80%	2020-06
2018-02-21	Dom Development	GW II etapu inwestycji mieszkaniowej „Marina Mokotów II”	125,9	-	2020-06
2017-12-18	GDDKiA	Obwodnica Brzozowa oraz dostosowanie DK3 do parametrów drogi ekspresowej	293,1	-	2021-07
2017-12-18	GDDKiA	Dostosowanie DK3 do parametrów drogi ekspresowej (Miękowo – Rzęśnia)	102,7	-	2021-07
2017-11-30	RZGW w Gliwicach	Dokończenie budowy zbiornika przeciwpowodziowego Racibórz Dolny	698,1	95%	2019-12
2017-10-31	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S-61 węzeł Stawiski - obwodnica Szczuczyna	278,2	-	2020-11
2017-10-10	GDDKiA	Budowa drogi S7 na odcinku: granica woj. maz./świętok. – Skarżysko-Kamienna	211,2	-	2019-08
2017-10-02	PKP PLK	Modernizacja odcinka Trzebinia – Krzeszowice	298,4	50%	2019-12
2017-08-03	Lidl	Budowa Centrum Dystrybucyjnego Lidl Mińsk Mazowiecki	146,4	-	2018-07
2017-08-01	Xeos	Budowa zakładu utrzymania naprawy i konserwacji silników lotniczych w Środzie Śląskiej	120,6	-	2018-05
2017-07-13	Tameh	Budowa turbozespołu parowego wraz z gospodarkami pomocniczymi w ZW Kraków	125,7	-	2019-08
2017-06-26	LC Corp	GW budynku biurowo – usługowego Wola Retro	125,0	-	2019-06
2017-06-05	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej nr 7 na odcinku Otwock-Pilawa	370,1	95%	2020-08
2017-05-31	Vkj	Budowa nowej elektrociepłowni w Wilnie - Lot1	362,9	48%	2020-01
2017-05-29	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej nr 7 na odcinku Otwock-Lublin	268,8	45%	2019-07
2017-04-05	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	184,8	33%	2020-10
2017-03-17	Trasa Łagiewnicka	Budowa Trasy Łagiewnickiej w Krakowie	619,6	95%	2020-12
2016-11-24	UM w Białymstoku	Budowa Alei J.J. Paderewskiego w Białymstoku	145,2	-	2018-08
2016-11-24	UM w Białymstoku	Budowa Alei Niepodległości w Białymstoku	140,8	-	2018-08
2016-11-22	K-P Inwest. Medyczne	Rozbudowa Wojewódzkiego Szpitala Zespołowego im. L. Rydygiera w Toruniu	261,4	95%	2019-11
2016-06-14	Mlepol	Budowa zespołu budynków produkcyjnych	118,0	-	2018-09
2016-06-10	Lidl	Budowa Centrum Dystrybucyjnego Będzin	118,9	-	2017-02
2016-06-06	Gdański UM	Budowa Centrum Medycyny Nieinwazyjnej w Gdańsku	285,7	-	2018-07
2016-05-05	GDDKiA	Budowa drogi SS Leszno Pld. (z węzłem) – Kaczkowo	189,1	-	2018-07
2016-04-13	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi S5 Wronczyn-Kościan Południe	292,1	-	2019-09
2016-03-29	GDDKiA	Budowa S51 na odc. Olsztyn Wschód – Olsztyn Południe	742,3	-	2019-04
2016-02-05	GDDKiA	Budowa drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 Niedoradz-Nowa Sól	145,6	95%	2018-06
2016-01-28	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Kołbiel - Garwolin	235,8	-	2019-10

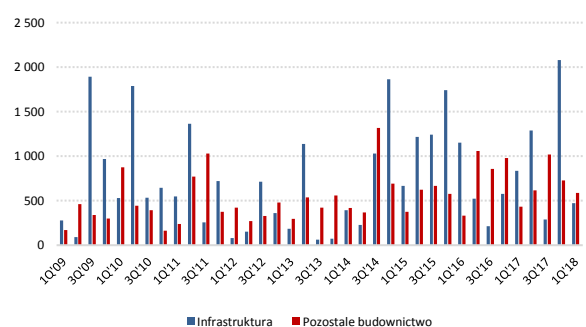
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, * w części przypadającej na Budimex, **domyślnie 100%

Struktura portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



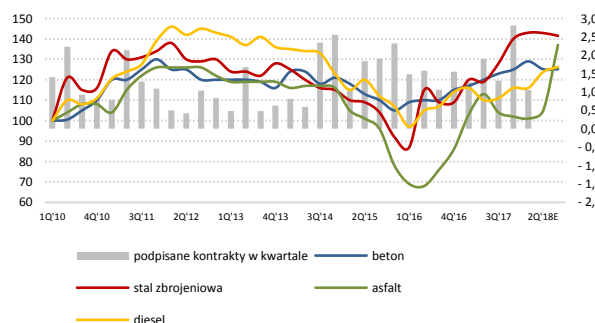
Źródło: DM BDM S.A., spółka

STRONA KOSZTOWA

W 2016 i 2017 roku spółka pokazała bardzo dobrą marżę w segmencie budowlanym. W 2016 roku było to 12,3%, natomiast w 2017 roku 11,4%. Poziomy te były wyraźnie wyższe niż prezentowane 6-9% w okresie 2010-15. Spółce paradoksalnie sprzyjał kryzys na rynku budowlanym – niskie ceny podwykonawców oraz materiałów budowlanych (tu pomagał także czynnik makro (ceny na światowych rynkach zaczęły rosnąć dopiero na przestrzeni 2016 roku, co umożliwiło wcześniejsze zahedgowanie części pozycji) pozwoliły uzyskać bardzo dobre wyniki. Część wyniku to także efekt ruchów na rezerwach. W okresie 2013-15 spółka budowała dużą pozycję rezerw na straty (w kulminacyjnym momencie sięgała ona aż 665,7 mln PLN, by w okresie 2016-17 wyraźnie ją wygaszać (przez rozwiązanie bądź wykorzystanie), po 1Q'18 wynosiła ona już tylko 166,4 mln PLN.

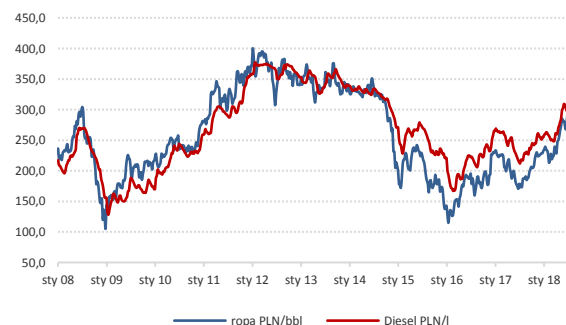
W 2018 roku w zasadzie niemożliwe jest utrzymanie dwucyfrowego poziomu marży w segmencie budowlanym. Na bazie rosnących kosztów i niskiej bazy rezerw spodziewamy się powrotu marży nawet poniżej 7%. Zwracamy uwagę, że w 2017 roku spółka zbudowała spory portfel zleceń w segmencie kolejowym a krajowa konkurencja pokazała w tym obszarze bardzo słabe wyniki w 2017 roku i 1Q'18. Budimex realizuje także szeroką akcję zatrudniania nowych pracowników – pytanie na ile szybko nowe kadry będą w stanie osiągnąć dotychczasowy poziom efektywności grupy, przy rosnącej presji po stronie wynagrodzeń.

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



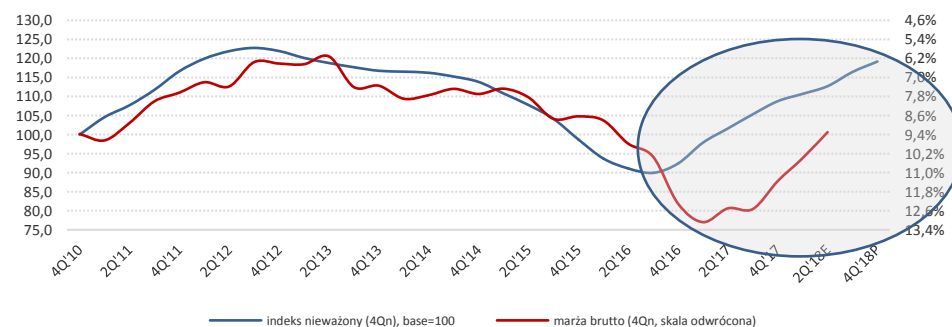
Źródło: DM BDM S.A., Budimex, zmiany w 2/3Q'18 na bazie szacunków DM BDM

Ceny ropy [PLN/bbl] i diesla



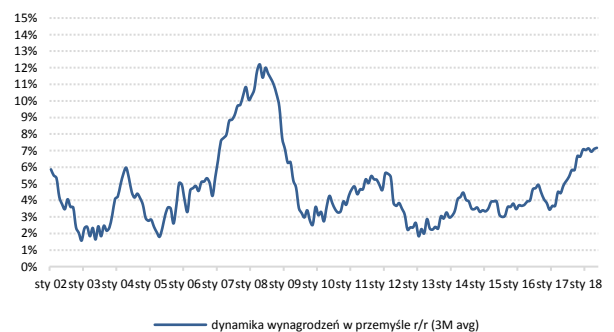
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Raportowana marża w segmencie budowlanym Budimexu vs indeks (nieważony) cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



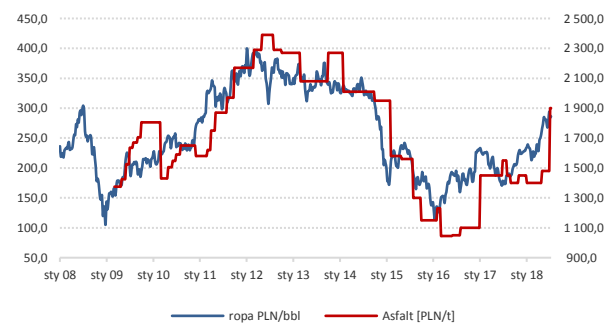
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Dynamika wynagrodzeń w przemyśle w Polsce



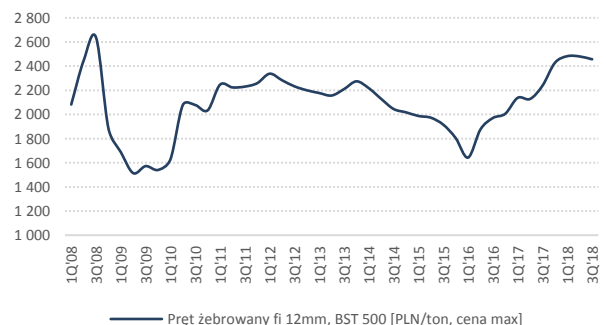
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Ceny ropy [PLN/bbl] i asfaltu [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, Lotos

Ceny prętów żebrowanych Polska [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., PUDS

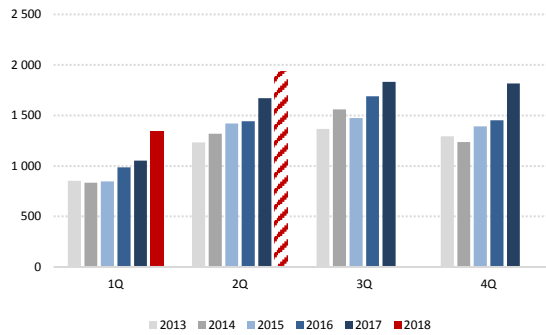
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów + prognoza* za 2Q'18 wg segmentów [mln PLN]

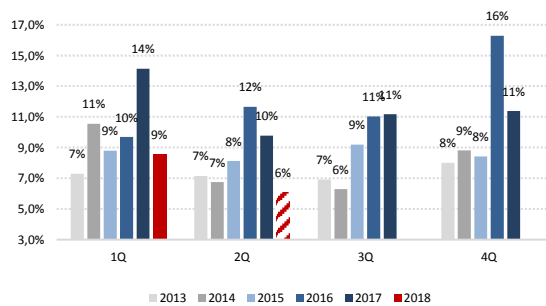
	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	2015	2016	2017
Razem (po wyłączeniach)																
Przychody ze sprzedaży	1 421,8	1 474,8	1 391,0	987,7	1 442,0	1 689,3	1 453,3	1 052,7	1 669,0	1 831,6	1 816,0	1 338,8	1 939,9	5 134,0	5 572,3	6 369,3
Wynik brutto ze sprzedaży	133,3	144,8	133,8	115,0	185,3	195,1	255,8	163,0	189,1	229,8	228,0	140,2	143,7	492,7	751,3	809,8
SG&A	52,6	49,3	65,1	56,7	57,3	57,4	60,1	60,4	58,2	59,4	72,6	61,0	60,8	219,8	231,4	250,6
Saldo PPO/PKO	1,4	-25,4	24,5	4,6	-12,6	-7,0	0,3	7,7	8,0	6,7	6,7	4,6	-1,7	19,3	-14,7	29,1
Zysk z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	82,1	70,2	93,3	62,9	115,4	130,8	196,1	110,4	138,8	177,1	162,0	83,9	81,3	292,2	505,1	552,6
Przychody zmiana r/r	7,8%	-5,4%	12,4%	16,7%	1,4%	14,5%	4,5%	6,6%	15,7%	8,4%	25,0%	27,2%	16,2%	3,7%	8,5%	14,3%
Marża brutto ze sprzedaży	9,4%	9,8%	9,6%	11,6%	12,8%	11,6%	17,6%	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	10,5%	7,4%	9,6%	13,5%	12,7%
Marża EBIT	5,8%	4,8%	6,7%	6,4%	8,0%	7,7%	13,5%	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	6,3%	4,2%	5,7%	9,1%	8,7%
Działalność budowlana																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	1 280,5	1 400,7	1 213,5	861,7	1 358,7	1 572,1	1 286,9	921,1	1 516,6	1 643,0	1 675,4	1 098,0	1 789,5	4 673,7	5 079,4	5 756,1
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	60,4	71,4	84,0	68,2	83,2	82,3	78,3	69,5	90,2	73,7	80,2	61,5	84,7	263,2	312,0	313,6
Wynik brutto ze sprzedaży	109,0	135,3	109,2	90,1	168,2	182,4	222,3	140,1	157,2	191,9	199,9	99,1	114,1	426,3	663,0	689,0
SG&A	45,1	42,0	55,5	48,9	49,0	48,2	49,8	51,5	48,7	49,9	60,9	51,9	50,9	188,2	195,9	211,0
Saldo PPO/PKO	2,3	-22,5	21,3	3,1	-11,9	-7,0	1,6	6,8	7,3	5,0	9,3	4,7	-1,7	6,7	-14,2	28,4
Zysk z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	66,2	70,7	75,0	44,2	107,3	127,3	174,1	95,5	115,8	147,0	148,2	51,9	61,5	244,7	452,9	506,4
Przychody razem zmiana r/r	6,1%	-5,1%	7,6%	12,5%	7,5%	12,4%	5,2%	6,5%	11,4%	3,8%	28,6%	17,1%	16,7%	4,7%	9,2%	12,6%
Marża brutto ze sprzedaży	8,1%	9,2%	8,4%	9,7%	11,7%	11,0%	16,3%	14,1%	9,8%	11,2%	11,4%	8,5%	6,1%	8,6%	12,3%	11,4%
Marża EBIT	4,9%	4,8%	5,8%	4,8%	7,4%	7,7%	12,8%	9,6%	7,2%	8,6%	8,4%	4,5%	3,3%	5,0%	8,4%	8,3%
Działalność deweloperska																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	104,6	22,5	130,3	77,9	48,5	81,8	140,3	100,7	128,5	154,4	114,4	210,6	125,9	291,4	348,5	498,0
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	1,2	1,1	0,6
Wynik brutto ze sprzedaży	23,8	7,6	25,2	18,8	14,7	18,0	30,4	19,6	26,4	32,2	23,8	37,3	24,6	65,4	81,9	102,0
SG&A	7,7	5,9	9,7	7,5	7,4	8,8	10,5	8,9	10,1	10,3	11,7	10,4	10,3	29,4	34,2	41,0
Saldo PPO/PKO	0,0	0,1	-1,3	0,0	0,1	0,0	-1,1	0,5	3,6	1,7	-2,3	-0,1	0,0	10,7	-1,0	3,6
Zysk z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	16,1	1,8	14,2	11,3	7,4	9,2	18,8	11,2	20,0	23,6	9,8	26,8	14,3	46,7	46,7	64,6
Przychody razem zmiana r/r	79,9%	68,7%	227,3%	128,5%	-53,5%	259,3%	7,6%	29,1%	163,9%	88,3%	-18,5%	108,8%	-2,0%	16,8%	19,5%	42,6%
Marża brutto ze sprzedaży	22,7%	33,4%	19,3%	24,0%	30,2%	22,0%	21,6%	19,4%	20,6%	20,8%	20,8%	17,7%	19,5%	22,3%	23,4%	20,5%
Marża EBIT	15,4%	7,8%	10,9%	14,5%	15,2%	11,2%	13,4%	11,1%	15,5%	15,3%	8,6%	12,7%	11,3%	16,0%	13,4%	13,0%
Pozostała działalność																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	36,7	51,6	47,1	48,0	34,9	35,4	26,1	31,0	24,0	34,2	26,1	30,3	24,4	168,9	144,4	115,2
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	2,0	2,3	10,5	3,7	1,1	1,4	12,4	10,6	11,8	8,2	8,1	6,9	11,8	17,9	18,6	38,7
Wynik brutto ze sprzedaży	4,4	7,1	2,7	8,5	4,0	4,3	3,8	5,3	5,1	5,6	5,2	6,2	5,1	19,2	20,7	21,2
SG&A	2,4	2,3	3,0	2,6	2,5	2,7	3,2	2,6	2,5	2,8	3,1	2,9	2,6	9,8	10,9	11,0
Saldo PPO/PKO	-0,9	-2,9	2,4	1,5	-0,8	0,0	-0,2	0,4	0,1	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,2	0,5	1,9
Zysk z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,1	1,8	2,1	7,5	0,8	1,6	0,4	3,1	2,6	2,9	3,5	3,3	2,5	9,2	10,3	12,1
Przychody razem zmiana r/r	-5,1%	29,7%	45,4%	41,1%	-6,9%	-31,6%	-33,3%	-19,6%	-0,8%	15,0%	-11,1%	-10,6%	1,3%	16,8%	-12,7%	-5,6%
Marża brutto ze sprzedaży	11,4%	13,1%	4,7%	16,5%	11,2%	11,7%	10,0%	12,8%	14,2%	13,2%	15,3%	16,8%	14,0%	10,3%	12,7%	13,8%
Marża EBIT	3,0%	3,4%	3,7%	14,4%	2,1%	4,4%	1,1%	7,5%	7,3%	6,8%	10,3%	8,9%	6,8%	4,9%	6,3%	7,9%
Wyłączenia																
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-62,6	-73,9	-94,8	-72,2	-84,5	-84,0	-91,0	-80,4	-102,0	-82,0	-88,4	-68,6	-96,7	-282,3	-331,8	-352,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-4,0	-5,2	-3,3	-2,4	-1,6	-9,6	-0,7	-2,0	0,4	0,1	-0,9	-2,5	0,0	-18,1	-14,3	-2,5
EBIT	-1,4	-4,2	1,9	-0,1	0,0	-7,4	2,7	0,6	0,4	3,7	0,4	1,9	3,0	-8,3	-4,8	5,2

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *przy założeniu szacunkowego skonsolidowanego wyniku 65 mln PLN na poziomie netto

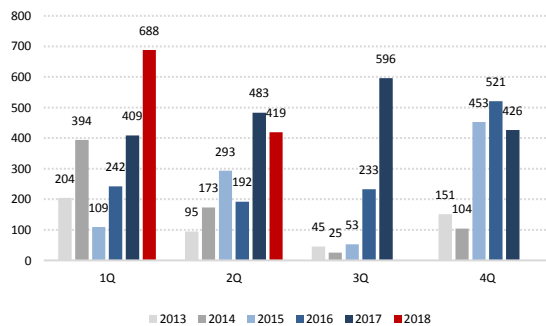
Przychody wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, 2Q'18 – prognoza DM BDM
Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym

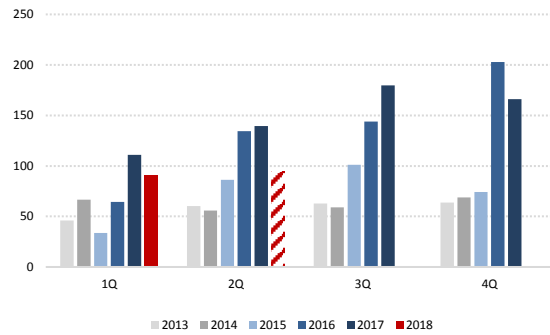


Źródło: DM BDM S.A., spółka, 2Q'18 – prognoza DM BDM
Kwartalna sprzedaż notarialna mieszkań

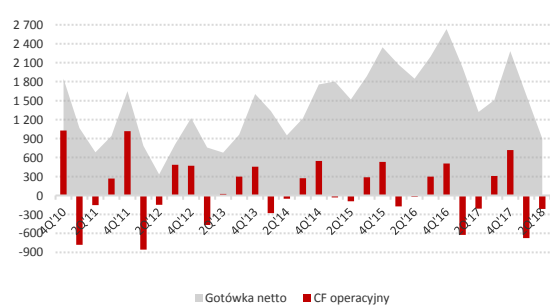


Źródło: DM BDM S.A., spółka

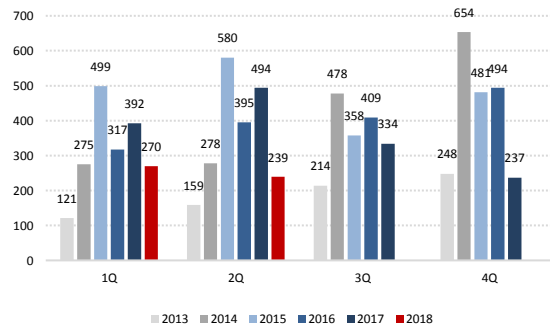
Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja, 2Q'18 – prognoza DM BDM
Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, 2Q'18 – prognoza DM BDM
Kwartalna przedsprzedaż mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Budimex – szacunkowe wyniki 2Q'18 [mln PLN]

	2Q'17	2Q'18*	zmiana r/r	2Q'18P BDM**	odchyl.	2Q'17	2Q'18P BDM***	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 669,0	-	-	1 856,6	-	1 669,0	1 939,9	16,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	189,1	-	-	183,0	-	189,1	143,7	-24,0%
Zysk na sprzedaży	130,9	-	-	122,5	-	130,9	83,0	-36,6%
EBITDA	147,6	-	-	132,4	-	147,6	93,0	-37,0%
EBIT	138,8	-	-	122,3	-	138,8	81,3	-41,4%
Zysk (strata) brutto	136,8	-	-	121,3	-	136,8	80,3	-41,3%
Zysk (strata) netto	109,5	65,0	-40,6%	98,2	-33,8%	109,5	65,0	-40,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,3%	-	-	9,9%	-	11,3%	7,4%	-
Marża EBITDA	8,8%	-	-	7,1%	-	8,8%	4,8%	-
Marża EBIT	8,3%	-	-	6,6%	-	8,3%	4,2%	-
Marża zysku netto	6,6%	-	-	5,3%	-	6,6%	3,4%	-

Źródło: DM BDM S.A., spółka, PAP, *szacunki zarządu za 2Q'18, **prognozy z rekomendacji Redukuj z 11/05/2018, ***prognozy aktualne

Publikacja wybranych danych finansowych za 2Q'18 przewidziana jest na 26 lipca, a całego raportu na 30 sierpnia. Według przedstawionych już przez spółkę szacunków, zysk netto w 2Q'18 wyniesie 65 mln PLN (-41% r/r). Wynik na takim poziomie jest więc porównywalnym z 1Q'18. Przy spodziewanym sezonowym wzroście przychodów w 2Q'18, implikuje to dalszą erozję marży w segmencie budowlanym. Jeżeli wyniki nie są zaburzone przez zdarzenia jednorazowe, to według naszych szacunków mogła ona wynieść 6,0-6,5%, co oznaczałoby poziomy najniższy od połowy 2014 roku

Na poziomie skonsolidowanym w 2Q'18 spodziewamy się, że przychody wyniosą 1,94 mld PLN (+16% r/r). Dobra dynamika to zasługa obszaru budowlanego, bazującego obecnie na rekordowym backlogu (po 1Q'18 był o 12% wyższy r/r). W deweloperce liczby przekazania mieszkań była niższa r/r oraz q/q (od 2H'17 spada przedsprzedaż, wzrost bieżącej oferty planowany jest dopiero na 2H'18). Na niższych liniach rachunku zysków i strat należy spodziewać się wyraźnie słabszych r/r wyników. Raportowany EBIT szacujemy na 81,3 mln PLN, z czego 61,5 mln PLN zakładamy w części budowlanej a 14,3 mln PLN w części deweloperskiej. Baza na rentowności jest wysoka. Dla przypomnienia marża brutto ze sprzedaży w budowlance wynosiła rok temu jeszcze blisko 10% (w 2H'17 przekraczała nawet 11%).

Sezonowo w 2Q spółka notowała zwykle odpływ gotówki na działalność operacyjną, dodatkowo należy pamiętać o wypłacie dywidendy (blisko 450 mln PLN). Pozycja gotówkowa netto sezonowo po 1Q'18 wynosiła poniżej 1,6 mld PLN. Spodziewamy się, że po 2Q'18 mogło to być w okolicy 0,9-1,0 mld PLN.

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q16	2Q'16	3Q16	4Q'16	2016	1Q17	2Q'17	3Q17	4Q'17	2017	1Q18	2Q'18P	3Q18P	4Q'18P	2018P
Przychody ze sprzedaży	987,7	1 442,0	1 689,3	1 453,3	5 572,3	1 052,7	1 669,0	1 831,6	1 816,0	6 369,3	1 338,8	1 939,9	2 051,5	1 895,5	7 225,7
Zysk brutto ze sprzedaży	115,0	185,3	195,1	255,8	751,3	163,0	189,1	229,8	228,0	809,8	140,2	143,7	156,5	147,3	587,8
Zysk na sprzedaży	58,3	128,0	137,8	195,8	519,8	102,6	130,9	170,4	155,3	559,2	79,3	83,0	93,2	50,6	306,0
Saldo PPO/PKO	4,6	-12,6	-7,0	0,3	-14,7	7,7	8,0	6,7	6,7	29,1	4,6	-1,7	-0,5	-0,4	2,1
EBITDA	69,0	121,8	137,0	203,2	531,0	118,9	147,6	186,6	172,8	625,8	95,6	93,0	104,2	61,9	354,6
EBIT	62,9	115,4	130,8	196,1	505,1	110,4	138,8	177,1	162,0	588,3	83,9	81,3	92,7	50,2	308,1
Zysk (strata) brutto	66,1	116,8	130,6	197,9	511,4	106,9	136,8	176,8	159,9	580,4	80,9	80,3	90,7	49,9	301,7
Zysk (strata) netto	51,5	94,5	105,0	158,8	409,9	85,2	109,5	142,4	127,4	464,4	63,3	65,0	74,3	41,1	243,8
Marża brutto ze sprzedaży	11,6%	12,8%	11,6%	17,6%	13,5%	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	12,7%	10,5%	7,4%	7,6%	7,8%	8,1%
Marża EBITDA	7,0%	8,4%	8,1%	14,0%	9,5%	11,3%	8,8%	10,2%	9,5%	9,8%	7,1%	4,8%	5,1%	3,3%	4,9%
Marża EBIT	6,4%	8,0%	7,7%	13,5%	9,1%	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	9,2%	6,3%	4,2%	4,5%	2,6%	4,3%
Marża zysku netto	5,2%	6,6%	6,2%	10,9%	7,4%	8,1%	6,6%	7,8%	7,0%	7,3%	4,7%	3,4%	3,6%	2,2%	3,4%

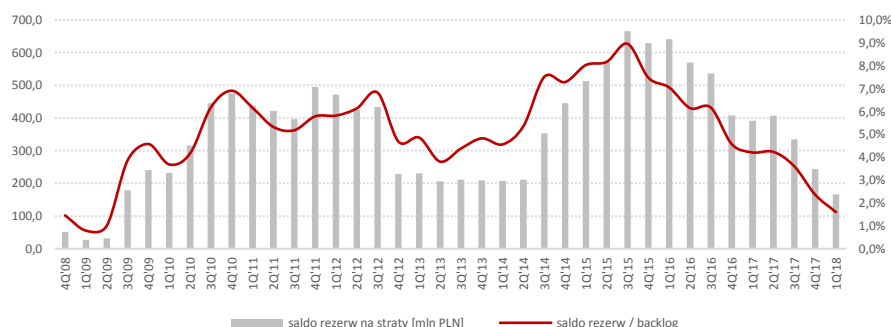
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Tak jak zaznaczaliśmy w poprzedniej rekomendacji, w 2018 spodziewamy się, że spółka będzie miała wyraźnie dodatnie dynamiki przychodów, jednocześnie marże w budowlance ulegną normalizacji. Obecnie celem spółki jest utrzymywanie rentowności lepszej niż rynek, powtórzenie marży z 2017 roku w latach 2018-19 jest zdaniem zarządu niemożliwe. Zdaniem spółki możliwe wewnętrzne działania w celu poprawy rentowności są mocno ograniczone. Wyjściem jest lepsze ofertowanie na nowych przetargach, które stopniowo będą zastępować stare zlecenia.

Szacujemy, że spadek marży brutto ze sprzedaży w 2Q'18 jest większy niż to wcześniej zakładaliśmy (spodziewaliśmy się 8% marży brutto w segmencie budowlanym, wiele wskazuje na to, że marża spadła do 6-6,5%). Nie oczekujemy istotnej poprawy w kolejnych kwartałach (zwracamy np. uwagę na znaczne podwyżki cen asfaltu od początku 3Q'18). Na wyzwania po stronie kosztów nadal wskazuje także zarząd spółki Saldo rezerw na straty przy backlogu na poziomie 10,4 mld PLN to jedynie 1,6% (w szczytowym momencie

3Q'15 było to nawet 9,0%). Przy niskiej poduszce bezpieczeństwa w postaci zawiązanych rezerw, widzimy ograniczone pole do poprawy rentowności w 2H'18, co będzie tym samym implikować dalsze spadki EBITDA oraz zysku netto. Zwracamy uwagę na wysoką bazę na poziomie marży w segmencie budowlanym (11% w 3/4'17) oraz na wysokie prawdopodobieństwo, że 1Q'18 był najlepszy w 2018 roku pod względem przekazania mieszkań (baza z 2Q-4Q'17 jest dość wysoka porównując ją z realizowaną ostatnio przez spółkę sprzedażą).

Saldo rezerw na straty / backlog



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prezes wskazał ostatnio, że spółka będzie miała „problemy”, jeśli nie dojdzie do waloryzacji cen, wprowadzonej do kontraktów podpisanych po 1 stycznia 2016 (od tego czasu do końca 1Q'18 w drogach i kolei Budimex pozyskał ponad 7 mld PLN kontraktów). Uważamy, że to element gry negocjacyjnej na stronę rządową i ugrania lepszej pozycji dla strony wykonawców (obecne warunki waloryzacji opierają się o mało przystające do rzeczywistości wskaźniki GUS). Zwracamy uwagę, że Budimex, mimo wszystko nadal wykazuje księgowo zyski.

W scenariuszu bazowym nie zakładamy waloryzacji cen na obecnie posiadanych kontraktach. Wymagałoby to ingerencji w już zawarte umowy na bazie przetargów, które miały już miejsce przy określonych warunkach oraz określonym zachowaniu konkurencji biorącej (lub nie) w nich udział. Uważamy natomiast, że jest możliwe zdjęcie części ryzyk cenowych z wykonawców w przypadku nowych przetargów publicznych, np. poprzez stworzenie bardziej rynkowego wskaźnika cenowego (przy czym mógłby on działać w obie strony, więc branża ryzykuje, że nowe zasady wejdą w życie na górze cenowej). Rozwiązaniem mogłyby być też np. zakupy materiałów przez GDDKiA czy PKP PLK, przy czym taki zabieg nie jest na razie podnoszony w dyskusji w tym temacie (to bardziej strona rządowa zdaje się naciskać na jak najszybsze zakupy materiałów przez wykonawców, co odbija się na ich pozycji gotówkowej). Jeżeli jakieś ograniczenie ryzyk cenowych wejdzie w życie, to skłaniamy się do scenariusza, że długoterminowo doprowadzi to do stabilizacji marż, ale raczej na niższych poziomach niż średnie historycznie (potencjalnie więcej podmiotów powinno uczestniczyć w przetargach, jeśli mniejsze będzie ich ryzyko).

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2018 poprzednio	2018 aktualnie	zmiana	2019 poprzednio	2019 aktualnie	zmiana	2020 poprzednio	2020 aktualnie	zmiana
Przychody	7 100,4	7 225,7	1,8%	7 161,2	7 212,2	0,7%	7 133,5	7 188,5	0,8%
EBITDA	478,4	354,6	-25,9%	430,4	299,0	-30,5%	424,6	308,5	-27,3%
EBIT	437,9	308,1	-29,6%	384,0	244,9	-36,2%	377,8	254,6	-32,6%
Zysk (strata) netto	351,0	243,8	-30,6%	304,5	188,4	-38,1%	298,3	194,7	-34,7%
Gotówka netto	1 865	1 499	-19,6%	1 677	1 357	-19,1%	1 554	1 109	-28,7%
Marża EBITDA	6,7%	4,9%		6,0%	4,1%		6,0%	4,3%	
Marża EBIT	6,2%	4,3%		5,4%	3,4%		5,3%	3,5%	
Marża zysku netto	4,9%	3,4%		4,3%	2,6%		4,2%	2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *raport z 18.04.2018

W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy, że marża brutto ze sprzedaży w budowlance z ponad 11% spadnie w 2018 roku do ok. 8,5%-9%. Obecnie takie założenia mogą być zbyt optymistyczne – w aktualnych prognozach przyjmujemy poziom 6,5%-7,0%. W latach 2011-15 marża wynosiła 6,4%-8,6%, dopiero w okresie 2016-17 wzrosła do poziomów dwucyfrowych. W ostatnich kwartałach spółka dość mocno zwiększyła ekspozycję na segment kolejowy, gdzie rentowności uzyskiwane przez obecne na tym rynku spółki są dużo niższe niż poziomowi, do których przyzwyczaili inwestorów Budimex. W perspektywie 2019 roku zwracamy uwagę, że 1Q'18 był jeszcze okresem, gdzie mocno spadało saldo rezerw na straty, więc spora część marży mogła mieć charakter księgowy, tym samym zawyżając bazę na kolejne okresy.

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2018	2018	odchylenie	2019	2019	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	7 225,7	7 014,4	3,0%	7 212,2	7 018,0	2,8%
EBITDA	354,6	448,0	-20,8%	299,0	422,8	-29,3%
EBIT	308,1	425,8	-27,6%	244,9	379,0	-35,4%
Zysk (strata) netto	243,8	326,2	-25,3%	188,4	300,0	-37,2%
Gotówka netto	1 499	1 759	-14,8%	1 357	1 364	-0,5%
Marża EBITDA	4,9%	6,4%		4,1%	6,0%	
Marża EBIT	4,3%	6,1%		3,4%	5,4%	
Marża zysku netto	3,4%	4,7%		2,6%	4,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg na dzień 11/07/2018

Konsensus po stronie przychodowej na cały 2018 rok (7,0 mld PLN wg Bloomberg) naszym zdaniem nie powinien być dla spółki wyzwaniem. Natomiast ostrożniej podchodzimy do poziomu realizowanych marż (nasza prognoza wyniku netto to 244 mln PLN vs 326 mln PLN wg konsensusu, przy dolnych widełkach na poziomie 250 mln PLN). Zwracamy uwagę, że w ostatecznym rozliczeniu spółka może ewentualnie wesprzeć się one-offami (np. możliwość sprzedaży Elektromontażu Poznań), by np. utrzymać wysoki poziom dywidendy.

Patrząc w szerszej perspektywie zakładamy, że w latach 2020-21 branża budowlana w Polsce osiągnie swój cykliczny szczyt (najwyższe nakłady na drogi przyjmujemy w latach 2019-20, a w przypadku infrastruktury kolejowej w okresie 2020-21). Zakładamy, że w 2019 roku przychody Budimexu utrzymają się na poziomie 7,2 mld PLN a EBITDA spadnie do 299 mln PLN. Podobny poziom przychodów zakładamy w 2020, spodziewamy się wtedy poprawy EBITDA r/r. W kolejnych latach spodziewamy się już presji po stronie przychodowej. W długim terminie przyjmujemy ok. 6,3 mld PLN przychodów i ok. 290 mln PLN EBITDA.

Prognoza wyników wg segmentów działalności

Wyniki spółki [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	4 950	5 134	5 572	6 369	7 226	7 212	7 189	6 837	6 533	6 136	6 138	6 197	6 262	6 318
Zysk brutto ze sprzedaży	433	493	751	810	588	525	541	521	502	479	482	487	492	497
Marża brutto ze sprzedaży	8,7%	9,6%	13,5%	12,7%	8,1%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
EBIT	247	292	505	588	308	245	255	245	237	227	229	232	235	237
Marża EBIT	5,0%	5,7%	9,1%	9,2%	4,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%
Zysk netto	192	236	410	464	244	188	195	186	177	169	171	173	175	177
Marża netto	3,9%	4,6%	7,4%	7,3%	3,4%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Działalność budowlana [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	4 717	4 937	5 391	6 070	6 837	7 004	6 848	6 460	6 150	5 758	5 744	5 801	5 863	5 931
-infrastruktura	2 680	2 497	3 146	3 204	4 048	3 842	3 483	2 981	2 621	2 173	2 120	2 135	2 155	2 177
-budownictwo ogólne	2 037	2 440	2 245	2 866	2 789	3 161	3 365	3 479	3 529	3 585	3 624	3 665	3 709	3 753
Zysk brutto ze sprzedaży	363	426	663	689	458	427	419	392	371	346	346	350	355	358
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	8,6%	12,3%	11,4%	6,7%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	196	245	453	506	223	186	179	164	154	143	144	146	148	149
Marża EBIT	4,2%	5,0%	8,4%	8,3%	3,3%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Działalność deweloperska [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	251	293	350	499	577	440	594	633	641	647	666	673	679	686
Zysk brutto ze sprzedaży	54	65	82	102	109	83	107	114	116	117	120	122	123	124
Marża brutto ze sprzedaży	21,4%	22,3%	23,4%	20,5%	18,8%	18,9%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
EBIT	39	47	47	65	63	44	61	65	66	67	70	70	71	72
Marża EBIT	15,6%	16,0%	13,4%	13,0%	10,9%	9,9%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%
sprzedaż notarialna mieszkań [szt]	695	908	1 188	1 914	1 906	1 448	1 872	1 960	1 960	1 960	2 000	2 000	2 000	2 000
Pozostała działalność [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	160	187	163	154	157	159	161	164	165	166	166	166	166	166
Zysk brutto ze sprzedaży	15	19	21	21	21	21	21	21	21	22	22	22	22	22
Marża brutto ze sprzedaży	9,2%	10,3%	12,7%	13,8%	13,7%	13,2%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
EBIT	4	9	10	12	10	10	9	10	10	10	10	10	10	10
Marża EBIT	2,6%	4,9%	6,3%	7,9%	6,5%	6,1%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]*	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	-178	-282	-332	-353	-344	-391	-414	-420	-423	-435	-439	-443	-447	-465
Zysk brutto ze sprzedaży	1	-18	-14	-2	0	-6	-6	-6	-6	-7	-7	-7	-7	-7
EBIT	8	-8	-5	5	12	6	6	6	6	6	6	6	6	6

Źródło: DM BDM S.A., * wynik głównie zależy od skali przekazanych mieszkań vs prace na własnych projektach

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	857	927	1 017	1 013	1 012	1 005	999	992	992	993	994	996
Wartości niematerialne i prawne	103	103	100	97	95	93	91	90	89	88	87	86
Rzeczowe aktywa trwałe	115	162	239	239	241	243	244	246	247	248	249	250
Pozostałe aktywa trwałe	639	662	677	677	676	670	664	657	656	657	658	659
Aktywa obrotowe	4 737	5 070	4 141	4 333	3 986	3 569	3 277	3 064	3 036	3 076	3 122	3 171
Zapasy	1 184	1 425	1 145	1 513	1 439	1 419	1 401	1 379	1 373	1 370	1 367	1 366
Należności krótkoterminowe	819	1 232	1 397	1 395	1 390	1 322	1 263	1 186	1 187	1 198	1 211	1 222
Inwestycje krótkoterminowe	2 717	2 413	1 599	1 425	1 156	829	613	499	476	507	544	584
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2 715	2 406	1 591	1 418	1 149	821	605	491	469	500	537	576
-pozostałe	2	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Pozostałe aktywa obrotowe	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	5 594	5 997	5 157	5 346	4 998	4 575	4 277	4 056	4 028	4 069	4 117	4 167
Kapitał (fundusz) własny	801	881	676	601	624	620	613	605	609	612	615	618
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 788	5 115	4 480	4 743	4 371	3 952	3 660	3 447	3 414	3 451	3 495	3 542
Rezerwy na zobowiązania	380	489	489	489	489	489	489	489	489	489	489	489
Zobowiązania długoterminowe	270	298	266	234	214	204	204	204	204	204	204	204
- w tym dług oprocentowany	62	92	62	30	10	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	4 130	4 322	3 719	4 014	3 662	3 253	2 961	2 748	2 715	2 752	2 796	2 843
- w tym dług oprocentowany	20	30	30	30	30	30	20	10	0	0	0	0
Pasywa razem	5 594	5 997	5 157	5 346	4 998	4 575	4 277	4 056	4 028	4 069	4 117	4 167

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	5 572	6 369	7 226	7 212	7 189	6 837	6 533	6 136	6 138	6 197	6 262	6 318
Koszty produktów, tow. i materiałów	4 821	5 559	6 638	6 687	6 648	6 316	6 031	5 657	5 656	5 710	5 770	5 821
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	751	810	588	525	541	521	502	479	482	487	492	497
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	231	251	282	277	283	273	262	249	249	252	254	257
Zysk (strata) na sprzedaży	520	559	306	248	258	249	240	230	232	235	238	240
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-15	29	2	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Wynik na instrumentach pochodnych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	531	626	355	299	308	299	290	280	282	285	288	290
EBIT	505	588	308	245	255	245	237	227	229	232	235	237
Saldo działalności finansowej	9	-4	-6	-12	-13	-15	-17	-17	-18	-18	-18	-18
Jednostki stowarzyszone	-2	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	511	580	302	233	241	230	220	209	212	214	217	220
Zysk (strata) netto mniejszości	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zysk (strata) netto	410	464	244	188	195	186	177	169	171	173	175	177

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	612	196	-234	158	-37	-84	26	120	203	250	257	262
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-49	-357	-98	-35	-39	-43	-46	-48	-49	-49	-48	-48
Przepływy z działalności finansowej	-223	-400	-482	-297	-193	-201	-196	-187	-177	-170	-172	-175
Przepływy pieniężne netto	340	-561	-815	-174	-269	-328	-216	-114	-22	31	37	40
Środki pieniężne na początek okresu*	2 184*	2 524*	2 406	1 591	1 418	1 149	821	605	491	469	500	537
Środki pieniężne na koniec okresu*	2 524*	1 962*	1 591	1 418	1 149	821	605	491	469	500	537	576

*Różnica pomiędzy bilansem i CF wg danych prezentacyjnych spółki (środki pieniężne i ich ekwiwalenty o ograniczonej możliwości dysponowania)

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	14,3%	13,4%	-0,2%	-0,3%	-4,9%	-4,4%	-6,1%	0,0%	1,0%	1,1%	0,9%
EBITDA zmiana r/r	17,8%	-43,3%	-15,7%	3,2%	-3,1%	-2,9%	-3,6%	1,0%	0,9%	1,0%	0,7%
EBIT zmiana r/r	16,5%	-47,6%	-20,5%	4,0%	-3,6%	-3,5%	-4,3%	1,2%	1,2%	1,3%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	13,3%	-47,5%	-22,7%	3,4%	-4,6%	-4,5%	-4,8%	1,1%	1,3%	1,5%	1,1%
Marża brutto na sprzedaży	12,7%	8,1%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża EBITDA	9,8%	4,9%	4,1%	4,3%	4,4%	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża EBIT	9,2%	4,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%
Marża brutto	9,1%	4,2%	3,2%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%
Marża netto	7,3%	3,4%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
COGS / przychody	87,3%	91,9%	92,7%	92,5%	92,4%	92,3%	92,2%	92,2%	92,1%	92,1%	92,1%
SG&A / przychody	3,9%	3,9%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
SG&A / COGS	4,5%	4,2%	4,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
ROE	52,7%	36,1%	31,4%	31,2%	30,0%	28,9%	27,9%	28,0%	28,2%	28,5%	28,7%
ROA	7,7%	4,7%	3,5%	3,9%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%
Dług	122	92	60	40	30	20	10	0	0	0	0
D / (D+E)	2,0%	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	2,1%	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-0,6%	-2,1%	-4,7%	-5,3%	-6,3%	-7,3%	-7,7%	-7,8%	-7,7%	-7,6%	-7,4%
Dług / kapitał własny	13,9%	13,7%	10,0%	6,5%	4,9%	3,3%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-2 283	-1 499	-1 357	-1 109	-791	-585	-481	-469	-500	-537	-576
Dług netto / kapitał własny	-2,59	-2,22	-2,26	-1,78	-1,28	-0,96	-0,80	-0,77	-0,82	-0,87	-0,93
Dług netto / EBITDA	-3,6	-4,2	-4,5	-3,6	-2,6	-2,0	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0
Dług netto / EBIT	-3,9	-4,9	-5,5	-4,4	-3,2	-2,5	-2,1	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4
EV	867	1 652	1 793	2 042	2 360	2 565	2 669	2 682	2 651	2 614	2 574
Dług / EV	14,1%	5,6%	3,4%	2,0%	1,3%	0,8%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	1,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	86,1%	258,3%	94,5%	98,7%	99,1%	99,4%	99,6%	99,9%	100,1%	100,3%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,6%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Przychody	5,7%	7,1%	1,0%	3,8%	4,6%	3,0%	1,5%	0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	45,7%	59,8%	-519,4%	-1156,1%	-88,5%	-64,4%	-23,6%	1009,2%	-45,7%	-49,5%	-64,1%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	6,8	12,9	16,7	16,2	17,0	17,8	18,7	18,5	18,2	18,0	17,8
P/BV*	3,6	4,7	5,2	5,0	5,1	5,1	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1
P/CE*	6,3	10,9	13,0	12,7	13,2	13,7	14,2	14,1	14,0	13,8	13,7
EV/EBITDA*	1,4	4,7	6,0	6,6	7,9	8,8	9,5	9,5	9,3	9,1	8,9
EV/EBIT*	1,5	5,4	7,3	8,0	9,6	10,8	11,8	11,7	11,4	11,1	10,8
EV/S*	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	34,5	26,5	23,5	24,5	24,3	24,0	23,7	23,9	24,0	24,1	24,2
EPS	18,2	9,5	7,4	7,6	7,3	6,9	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9
CEPS	19,7	11,4	9,5	9,7	9,4	9,0	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0
DPS	15,0	17,6	10,3	6,7	7,4	7,2	6,9	6,5	6,7	6,7	6,8
Payout ratio	93,4%	96,8%	107,9%	91,0%	97,6%	99,5%	99,6%	98,6%	99,5%	99,5%	99,5%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 123,4 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	115,2	redukuj	171,3	12.07.2018	10:15 CEST	123,4	56 650
redukuj	171,3	redukuj	192,3	11.05.2018	12:25 CEST	184,4	60 420
redukuj	192,3	redukuj	170,1	18.04.2018	12:40 CEST	209,0	60 157
redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196,0	47 654
trzymaj	125,6	trzymaj	128,9	8.09.2014		124,1	54 380
trzymaj	128,9	redukuj	69,9	5.06.2014		131,7	52 892
redukuj	69,9	redukuj	70,4	9.05.2013		77,9	44 970
redukuj	70,4	redukuj	82,6	21.10.2011		74,0	39 045
redukuj	82,6	redukuj	64,5	11.06.2010		91,8	40 840
redukuj	64,5	-	-	19.05.2009		73,0	30 300

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	1	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	50%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 12.07.2018 roku (10:15 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.07.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 12.07.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.