



Dom Maklerski BDM S.A.

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 121,3 PLN

11 MARZEC 2019, 14:15 CEST

Kurs Budimexu od 3Q'18 porusza się w dość szerokim trendzie bocznym. Okres 2H'18 przyniósł lekką poprawę marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym. Nie uważamy jednak, by był to już trwały trend. Spodziewamy się, że spadek marży powinien kulminować dopiero w okolicy połowy 2019 roku, kiedy zaczną kończyć się duże kontrakty zawarte po 2015 roku. Historycznie najlepszym momentem na długoterminowy zakup akcji Budimexu następował, gdy wskaźnik cen w budownictwie nie tylko spowolnił swój wzrost (co jeszcze w tym cyklu nie nastąpiło), ale przechodził z dodatniej na ujemną dynamikę. Przy obecnej cenie rynkowej utrzymujemy zalecenie Redukuj. Cenę docelową nieznacznie podnosimy do poziomu 121,3 PLN (z 118,5 PLN poprzednio).

Zwracamy uwagę, że potencjalne przejęcie kontroli nad FB Serwis, może ograniczyć dywidendę w tym roku. Sama cena zakupu udziałów nie powinna być znacząca, ale konieczne będzie także skonsolidowanie zadłużenia, można także spodziewać się dalszego rozwijania spółki przez akwizycje. Globalnie Ferrovial wystawił na sprzedaż całą nogę utrzymaniowo-serwisową. Według wypowiedzi z telekonferencji za 4Q'18 Hiszpanie na dziś nie rozważają możliwości sprzedaży udziałów w Budimexie (znajdującego się w części budowlanej obok Agromana i Webbera). Ferrovial wyraźnie jednak sygnalizuje skupienie się na biznesie koncesyjnym (infrastruktura drogowa i lotnicza), który stanowi główny generator wartości dla grupy. Natomiast rynek dużych projektów PPP w Polsce, które mogłyby być interesujące z punktu widzenia Ferrovialu, jest od lat w zasadzie zastopowany (pewne nadzieje może rodzić CPK).

W 2018 roku Budimex wypracował blisko 7,4 mld PLN przychodów (+16% r/r), 417 mln PLN EBIT (z czego ok. 80-90 mln PLN to zdarzenia jednorazowe, m.in. wynik na sprzedaży Elektromontażu Poznań oraz ugodzie z PPL) oraz 305 mln PLN zysku netto (-34% r/r). Sam 4Q'18 przyniósł 2,0 mld PLN sprzedaży oraz 75 mln PLN zysku netto (-41% r/r, spółka szacunkowy wynik podała już w styczniu). W 4Q'18 w segmencie budowlanym spółka pokazała wyższą marżę brutto ze sprzedaży niż w 3Q'18 (7,9% vs 6,8%). Zakładamy, że na wzrost marży wpływ miał głównie mix kończących w tym okresie kontraktów (spółka ma jeszcze w backlogu umowy podpisywane w 2015 roku, a więc przed dołkiem cenowym na materiałach). Spodziewamy się, że spadek marży powinien kulminować dopiero w okolicy połowy 2019 roku, kiedy zaczną kończyć się duże kontrakty zawarte od 2016 roku.

Zarząd Budimexu, po przedstawieniu wyników za miniony rok, zapowiedział, że w 2019 roku spodziewa się stabilizacji (lub lekkiego wzrostu) przychodów oraz zbliżonej marży po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych z 2018 roku (ich pozytywny wpływ można szacować na 1-1,2% marży EBIT). Rentowność kolejnych kwartałów w branży oraz w segmencie budowlanym Budimexu może pozostawać pod presją. Uważamy natomiast, że na lepsze wyniki r/r można liczyć w segmencie deweloperski (utrzymanie marż przy lekkim wzroście przekazań oraz wyższej cenie jednostkowej lokali). Zakładamy, że w 2019 roku spółka wypracuje 7,47 mld PLN przychodów oraz 236 mln PLN zysku netto.

W scenariuszu bazowym nie zakładamy waloryzacji cen na obecnie posiadanych kontraktach. Zarząd spółki nadal mocno lobbuje za takim rozwiązaniem i ocenia swoje roszczenia na co najmniej 0,5 mld PLN (odzyskanie nawet części tej kwoty poprawiłoby wyniki spółki). Częściowa waloryzacja kontraktów (do max. 5% wartości i z podziałem ryzyka 50/50 z zamawiającym) będzie natomiast możliwa na nowych przetargach infrastrukturalnych (GDDKiA zaimplementowała „koszyk waloryzacyjny” z końcem stycznia). Nie jest to rozwiązanie idealne z punktu widzenia branży generalnych wykonawców - maksymalna waloryzacja nie przekroczy 5% wartości kontraktu (dodatkowo zmiana cen jest „tłumiona” przez 50% udział czynnika stałego), waloryzowane będą także umowy podwykonawcze.

Zwracamy uwagę, że wskaźnik cen produkcji budowlanej (publikowany przez GUS) nadal znajduje się na ścieżce wzrostowej (w styczniu: +3,7% r/r vs +3,7% w grudniu i +3,4% w listopadzie, na początku 2018 roku było to tylko +1,5% r/r). Ostatnia przecena na rynku surowców może rodzić nadzieje na spadek koszyka cen materiałów budowlanych. Uważamy jednak, że na lokalnych rynkach nie musi to być to szybki trend. Na ceny nadal negatywnie rzutować będą koszty energii i wynagrodzeń (które wpływają także bezpośrednio na koszty GW) oraz utrzymujący się wysoki popyt (scenariusz bazowy zakłada wzrost produkcji budowlanej w 2019). Historycznie najlepszym momentem na długoterminowy zakup akcji Budimexu następował, gdy wskaźnik cen nie tylko spowolnił swój wzrost (co jeszcze w tym cyklu nie nastąpiło), ale przechodził z dodatniej na ujemną dynamikę (VIII'12, VI'09, I'03). Kurs nie zawsze w takich momentach „łapał” lokalny dołek, ale zawsze we wskazanych wyżej okresach znajdował niżej niż przy cyklicznym szczycie cen w budownictwie (który następował odpowiednio w: XII'11, VIII'07, VII'00).

	2016	2017	2018*	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	5 572,3	6 369,3	7 387,1	7 468,8	7 322,4	6 918,4
EBITDA [mln PLN]	531,0	625,8	468,6	364,2	369,9	363,2
EBIT [mln PLN]	505,1	588,3	417,0	309,4	313,7	306,8
Zysk netto [mln PLN]	409,9	464,4	305,4	236,2	240,8	235,2
Gotówka netto [mln PLN]	2 632,5	2 283,4	1 145,0	1 123,0	861,3	788,9
P/BV	4,1	3,8	4,5	5,0	5,0	5,1
P/E	8,1	7,2	10,9	14,1	13,8	14,2
EV/EBITDA	1,3	1,7	4,7	6,1	6,7	7,0
EV/EBIT	1,4	1,8	5,2	7,1	7,9	8,3
DPS [PLN/akcję]	8,1	15,0	17,6	12,0	9,3	9,8

*na bazie wybranych danych finansowych za 2018 rok oraz prezentacji wyników

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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Wycena DCF [PLN]	125,8
Wycena porównawcza [PLN]	110,7
Wycena końcowa [PLN]	121,3
Potencjał do wzrostu / spadku	-7,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	130,6
Kapitalizacja [mln PLN]	3 334,2
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	131,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	100,0
Stopa zwrotu za 3 mc	3,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	27,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-9,3%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	55,1%
Aviva OFE	10,0%
NN OFE	5,4%
Pozostali	29,5%
stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend	

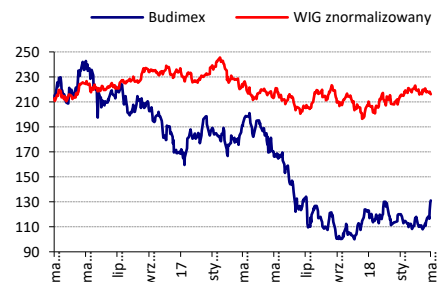
Krzysztof Pado

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
POTENCJALNY ZAKUP POZOSTAŁYCH UDZIAŁÓW W FB SERWIS	15
DANE FINANSOWE	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

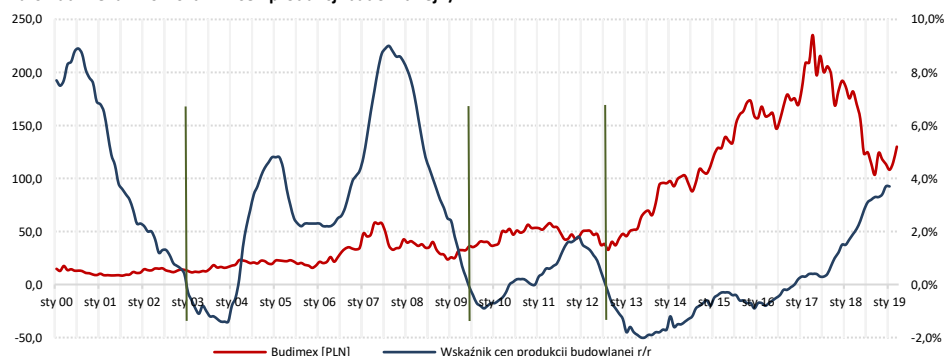
Wycena spółki Budimex opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 125,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021, dała wartość 1 akcji na poziomie 110,7 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 121,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	125,8
Wycena metodą porównawczą	30%	110,7
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	107,9
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	113,6
Wycena 1 akcji Budimexu [PLN]		121,3

Źródło: DM BDM S.A.

Kurs Budimexu * vs wskaźnik cen produkcji budowlanej r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, GUS, *kurs oczyszczony o dywidendy

Od końcówki 2016 roku wskaźnik cen produkcji budowlanej odnotowuje dodatnie wartości. Dynamika wzrostu cen jest już obecnie wyższa niż przy poprzednim lokalnym szczyście z końca 2011 roku. Taka sytuacja jest niekorzystna dla generalnych wykonawców, którzy opierają swoją działalność na współpracy z licznymi podwykonawcami.

Kurs Budimexu zmniejszał się od szczytu w najniższym momencie o ponad 60% (do <100 PLN). Ostatnie miesiące przyniosły próbę uformowania dołka. Zwracamy jednak uwagę, że historycznie najlepszy moment na zakup akcji spółki nastąpił dopiero w okolicach wejścia cen produkcji budowlanej w ujemną dynamikę. Uważamy, że perspektywa takiego scenariusza jest jeszcze ograniczona w krótkim terminie. Dodatkowo spółka w najbliższych kwartałach według naszych prognoz nadal będzie wykazywać ujemne dynamiki zysku netto r/r.

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:

- Rok 2018 rok dla branży budowlanej w obszarze przerobu w Polsce był rekordowy w historii. 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 2019 roku spółka osiągnie na poziomie skonsolidowanym blisko 7,5 mld PLN przychodów, 364 mln PLN EBITDA i 236 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że w 2020 roku przychody spadną do 7,3 mld PLN, natomiast EBITDA wzrośnie do 370 mln PLN. Lata 2018-20 to w naszym modelu cykliczny szczyt przychodów. W długim terminie przyjmujemy 6,6 mld PLN przychodów i ok. 338 mln PLN EBITDA. Zakładana marża EBIT w długim terminie to 4,2% (EBITDA: 5,1%). Dla segmentu budowlanego marżę brutto ze sprzedaży szacujemy w 2019 roku na 6,2% (7,2% w 2018 roku). W kolejnych latach zakładamy poziom ok. 6-6,5% (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 1,7 tys mieszkań 2019 roku i blisko 1,8 tys w 2020 roku. W długim terminie przyjmujemy sprzedaż na poziomie do 2,0 tys lokali oraz marżę EBIT w okolicach 12%.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji (spółka obecnie prowadzi negocjacje zakupu pozostałych udziałów w FB Serwis od spółki-matki, jednak nie dysponujemy na tyle szczegółowymi danymi, by ująć transakcje w modelu).
- 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 2028.
- Efektowną stopę podatku przyjęto na poziomie 20% (poziom odnotowany w latach 2014-17, w 2018 stopa wyniosła 24%).
- Wycena została sporządzona na dzień 11.03.2019 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3,21 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 125,8 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	7 468,8	7 322,4	6 918,4	6 573,8	6 277,7	6 352,9	6 413,7	6 477,0	6 542,2	6 608,9
EBIT [mln PLN]*	309,4	313,7	306,8	292,5	271,7	273,7	274,7	275,9	278,2	280,6
Stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Podatek od EBIT [mln PLN]	61,9	62,7	61,4	58,5	54,3	54,7	54,9	55,2	55,6	56,1
NOPLAT [mln PLN]	247,5	251,0	245,4	234,0	217,4	218,9	219,8	220,7	222,6	224,5
Amortyzacja [mln PLN]	54,8	56,2	56,5	56,7	56,8	57,0	57,1	57,2	57,3	57,3
CAPEX [mln PLN]	-61,2	-58,2	-58,1	-58,0	-57,9	-57,9	-57,9	-57,9	-58,0	-57,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	54,7	-257,9	-48,5	-280,9	-268,1	-89,7	-27,3	-19,1	-37,8	-32,9
FCF [mln PLN]	295,8	-8,9	195,3	-48,2	-51,8	128,3	191,6	200,9	184,1	191,2
DFCF [mln PLN]	276,0	-7,6	153,5	-34,8	-34,2	77,9	106,7	102,6	86,3	82,2
Suma DFCF [mln PLN]	808,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 834,2		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 218,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 026,8									
Dług netto 2018 [mln PLN]	-1 145,0									
Udziały w FB Serwis oraz Promos	39,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 211,0									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	125,8									

Przychody zmiana r/r	1,1%	-2,0%	-5,5%	-5,0%	-4,5%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-25,8%	1,4%	-2,2%	-4,7%	-7,1%	0,7%	0,4%	0,4%	0,8%	0,9%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	-	-	49,4%	4,8%	-8,4%	3,8%
Marża EBITDA	4,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%
Marża EBIT	4,1%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%
Marża NOPLAT	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	111,7%	103,6%	102,8%	102,3%	101,8%	101,7%	101,5%	101,3%	101,2%	100,7%
Zmiana KO / Przychody	-0,7%	3,5%	0,7%	4,3%	4,3%	1,4%	0,4%	0,3%	0,6%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-67,0%	-176,1%	-12,0%	-81,5%	-90,5%	119,2%	45,0%	30,1%	58,0%	49,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
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	98,8%	99,2%	99,4%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Udział kapitału obcego	1,2%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	9,0%	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	120,3	124,9	130,7	138,0	147,5	160,5	179,3	208,9	262,1
	0,8	116,0	120,0	125,0	131,2	139,2	149,8	164,7	187,1	224,3
	0,9	112,1	115,7	120,0	125,3	132,0	140,8	152,8	170,1	197,4
	1,0	108,6	111,7	115,5	120,1	125,8	133,1	142,9	156,7	177,3
	1,1	105,4	108,2	111,4	115,4	120,3	126,5	134,6	145,7	161,7
	1,2	102,5	104,9	107,8	111,3	115,5	120,8	127,6	136,6	149,3
	1,3	99,8	102,0	104,5	107,6	111,2	115,8	121,5	129,0	139,2

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%	125,0	130,4	137,1	145,8	157,3	173,5	197,7	238,1	318,9
	4%	116,0	120,0	125,0	131,2	139,2	149,8	164,7	187,1	224,3
	5%	108,6	111,7	115,5	120,1	125,8	133,1	142,9	156,7	177,3
	6%	102,5	104,9	107,8	111,3	115,5	120,8	127,6	136,6	149,3
	7%	97,4	99,3	101,6	104,2	107,4	111,3	116,2	122,5	130,8
	8%	93,1	94,6	96,4	98,5	100,9	103,9	107,5	112,0	117,8
	9%	89,3	90,6	92,0	93,7	95,6	97,9	100,6	103,9	108,1

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%	180,0	171,6	164,1	157,3	151,3	145,8	140,8	136,2	132,0
	4%	161,7	153,2	145,8	139,2	133,4	128,2	123,5	119,3	115,5
	5%	147,5	139,2	132,0	125,8	120,3	115,5	111,2	107,4	104,0
	6%	136,2	128,2	121,4	115,5	110,4	106,0	102,1	98,7	95,6
	7%	127,0	119,3	112,9	107,4	102,7	98,7	95,1	92,0	89,2
	8%	119,3	112,0	106,0	100,9	96,6	92,8	89,6	86,8	84,3
	9%	112,9	106,0	100,3	95,6	91,6	88,1	85,2	82,6	80,3

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 - dla każdego roku przyjąłmy wagę 33%.

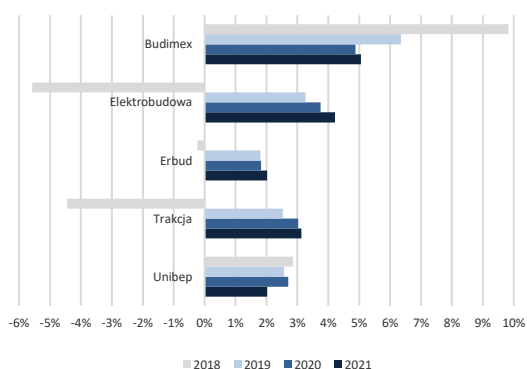
Porównując wyniki Budimexu ze wskaźnikami innych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 110,7 PLN (107,9 PLN na bazie spółek polskich oraz 113,6 PLN na bazie spółek zagranicznych). Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		110,7
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	107,9
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	113,6

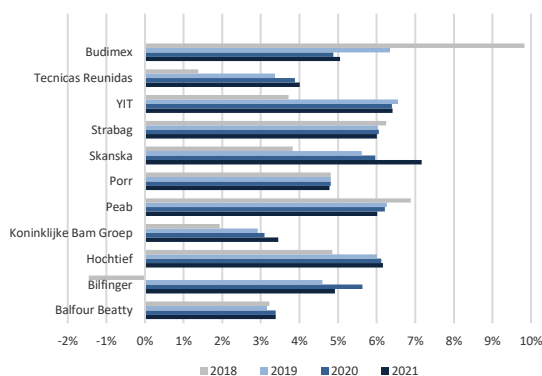
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Elektrobudowa	19,7	11,5	8,9	5,0	4,5	4,0
Erbud	14,9	14,0	12,0	4,9	4,5	3,2
Unibep	8,8	8,1	11,9	4,8	4,3	5,3
Trakcja	24,9	9,6	8,3	3,6	2,7	2,3
Mediana	17,3	10,6	10,4	4,8	4,4	3,6
Budimex	14,1	13,8	14,2	6,1	6,7	7,0
Premia / dyskonto	-18,4%	31,2%	36,4%	26,1%	53,2%	94,6%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	160,1	99,6	95,7	112,7	97,0	82,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		118,5			97,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	107,9					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Wycena porównawcza na bazie spółek europejskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Balfour Beatty	12,6	11,1	12,6	6,5	5,7	5,6
Bilfinger	17,9	11,2	13,0	7,5	5,6	6,2
Hochtief	14,5	13,3	12,1	5,3	4,8	4,3
Koninklijke BAM Groep	8,0	7,3	7,5	3,4	2,9	1,9
Peab	11,2	11,2	11,8	8,1	7,9	8,2
Porr	7,4	6,8	6,7	2,8	2,6	2,4
Skanska	13,6	12,6	11,5	7,5	6,9	5,7
Strabag	10,7	10,5	10,3	2,4	2,3	2,2
YIT	8,5	9,0	9,3	6,9	6,9	6,5
Tecnicas Reunidas	15,3	12,7	11,3	7,0	5,8	4,9
Mediana	11,9	11,1	11,4	6,7	5,7	5,3
Budimex	14,1	13,8	14,2	6,1	6,7	7,0
Premia / dyskonto	18,5%	24,6%	24,2%	-9,3%	18,3%	32,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	110,2	104,8	105,2	139,5	115,6	106,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		106,7			120,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	113,6					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Na koniec 4Q'18 portfel zamówień Budimexu sięgał 10,1 mld PLN (-2% r/r). Był to pierwszy spadek r/r od 3Q'14. Wartość podpisanych nowych umów (<1,0 mld PLN) była najniższa od 2Q'14. Dla porównania w 2 i 3Q'18 wartość ta przekraczała 2 mld PLN na kwartał. Spadek portfela r/r jest głównie pochodną zmniejszania ekspozycji na budownictwo nieinfrastrukturalne. Backlog w segmencie dróg oraz kolei nadal rośnie r/r, a aczkolwiek w ujęciu q/q także tu zanotowano spadek.

W 1Q'19 spółka jak na razie nie podpisywała dużych umów (>100 mln PLN), możliwe jest jednak wyraźne zwiększenie portfela w części kolejowej, jeżeli PKP PLK zdecyduje się na podpisanie kontraktów. Uważamy, że akurat w dwóch przypadkach, gdzie oferty Budimexu są najwyższej ocenione, jest to prawdopodobne ze względu i) lutowe informacje o zwiększeniu finansowania na kontrakty dotyczące dostępu do portów, ii) kontrakt na linii kolejowej nr 7 to kontrakt, który wcześniej realizowało Astaldi.

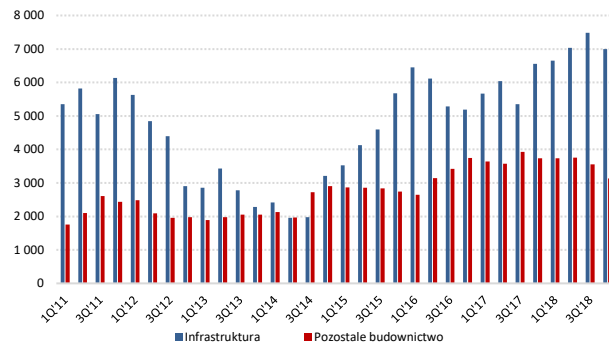
W 2018 roku nastąpił zastój w nowych przetargach ze strony GDDKiA (podpisywano głównie umowy z przetargów ogłoszonych w 2017 roku), natomiast w ożywienie widoczne od 2H'18 było po stronie PKP PLK - przy czym pojawił się problem z podpisywaniem nowych umów, ponieważ na sporej liczbie przetargów oferty wykonawców zdecydowanie przekraczają budżety. Zdaniem inwestora może brakować nawet 10-12 mld PLN na wykonanie planowanego planu rzeczowego KPK (mimo sporych oszczędności w pierwszej fazie rozstrzygania umów z wykonawcami) - zdaniem PLK 62% pierwotnego planu wartościowego (liczącego 66 mld PLN) jest zrealizowane (14%) lub w realizacji. W lutym zdecydowano o zwiększeniu budżetu KPK o 3,2 mld PLN – środki mają umożliwić rozstrzygnięcie przetargów na dostęp do portów morskich oraz rozszerzyć zakres prac na linii Poznań – Szczecin. W przypadku GDDKiA ożywienie w nowych przetargach ma nastąpić w 2019 roku (głównie w 2H'19) – w tym przypadku inwestor także zderza się już z sytuacją zbyt niskich budżetów vs oferty (do rozstrzygnięcia została ok. 1/3 pierwotnego planu rzeczowego opiewającego na 3,3 tys km dróg).

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
28.02.2019	PKP PLK	Wykonanie robót modernizacji linii kolejowej nr 7 na odcinku Dąbłin – Nałęczów	616,4	0%	no
25.01.2019	GDDKiA	Budowa Obwodnicy Wałbrzyskiej	249,6	0%	nko
08.01.2019	PKP PLK	Poprawa dostępu kolejowego do portu morskiego w Gdyni	1 487,4	0%	no
21.12.2018	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S19 Kamień - Sokółów Małopolski Północ	232,8	0%	2021.10
05.10.2018	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S14 Zachodniej Obwodnicy Łodzi „Łódź Lublinek” – „Łódź Teofilów”	228,4	50%	2021.12
14.09.2018	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A-1 węzeł Kamieńsk- węzeł Radomsko	233,0	50%	2021.11
14.09.2018	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59 odcinek Rokietnica - Wronki	479,0	0%	2020.07
09.08.2018	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S19 węzeł Podgórze - węzeł Kamień	271,2		2021.06
30.07.2018	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A-1 węzeł Tuszyn- węzeł Bełchatów	194,7	50%	2021.12
04.07.2018	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S61 odc. w. Wysokie – m. Raczk	393,7		2020.12
11.06.2018	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S6 Łęka - obwodnica Trójmiasta	273,1		2021.04
08.06.2018	Port Gdańsk	Rozbudowa Nabrzeża Dworzec Drzewny w Porcie Gdańsk	153,7		2020.04
30.05.2018	Muzeum Historii Polski	Budowa Muzeum Historii Polski w Warszawie.	459,7		2021.02
08.05.2018	KGHM	Budowa Kwatery Południowej OUOW Żelazny Most - Etap I	578,0		2021.12
05.03.2018	DR Miasta Gdańska	Budowa wiaduktu Biskupia Górka.	116,8		2019.07
28.02.2018	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych na stacji Idzikowice	103,0	80%	2020.06
21.02.2018	Dom Development	GW II etapu inwestycji mieszkaniowej „Marina Mokotów II”	125,9		2020.06
18.12.2017	GDDKiA	Obwodnica Brzozowa oraz dostosowanie DK3 do parametrów drogi ekspresowej	293,1		2021.07
18.12.2017	GDDKiA	Dostosowanie DK3 do parametrów drogi ekspresowej (Miękowo – Rzęśnia)	102,7		2021.07
30.11.2017	RZGW w Gliwicach	Dokończenie budowy zbiornika przeciwpowodziowego Racibórz Dolny	698,1	95%	2019.12
31.10.2017	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S-61 węzeł Stawiski - obwodnica Szczuczyna	278,2		2020.11
10.10.2017	GDDKiA	Budowa drogi S7 na odcinku: granica woj. maz/świętok. – Skarżysko-Kamienna	211,2		2019.08
02.10.2017	PKP PLK	Modernizacja odcinka Trzebinia – Krzeszowice	298,4	50%	2019.12
03.08.2017	Lidl	Budowa Centrum Dystrybucyjnego Lidl Mińsk Mazowiecki	146,4		2018.07
01.08.2017	Xeos	Budowa zakładu utrzymania naprawy i konserwacji silników lotniczych w Środzie Śląskiej	120,6		2018.05
13.07.2017	Tameh	Budowa turbozespołu parowego wraz z gospodarkami pomocniczymi w ZW Kraków	125,7		2019.08
26.06.2017	LC Corp	GW budynku biurowo – usługowego Wola Retro	125,0		2019.06
05.06.2017	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej nr 7 na odcinku Otwock-Piława	370,1	95%	2020.08
31.05.2017	Vkj	Budowa nowej elektrociepłowni w Wilnie - Lot1	362,9	48%	2020.01
29.05.2017	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej nr 7 na odcinku Piława - Dębilin	268,8	45%	2019.07
05.04.2017	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	184,8	33%	2020.10
17.03.2017	Trasa Łagiewnicka	Budowa Trasy Łagiewnickiej w Krakowie	619,6	95%	2020.12
24.11.2016	UM w Białymstoku	Budowa Alei J.J. Paderewskiego w Białymstoku	145,2		2018.08
24.11.2016	UM w Białymstoku	Budowa Alei Niepodległości w Białymstoku	140,8		2018.08
22.11.2016	K-P Inwest. Medyczne	Rozbudowa Wojewódzkiego Szpitala Zespołowego im. L. Rydygiera w Toruniu	261,4	95%	2019.11
14.06.2016	Mlepol	Budowa zespołu budynków produkcyjnych	118,0		2018.09
10.06.2016	Lidl	Budowa Centrum Dystrybucyjnego Będzin	118,9		2017.02
06.06.2016	Gdański UM	Budowa Centrum Medycyny Nieinwazyjnej w Gdańsku	285,7		2018.07
05.05.2016	GDDKiA	Budowa drogi S5 Leszno Półd. (z węzłem) – Kaczkowo	189,1		2018.07
13.04.2016	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi S5 Wronczyn-Kościół Południe	292,1		2019.09
29.03.2016	GDDKiA	Budowa S51 na odc. Olsztyn Wschód – Olsztyn Południe	742,3		2019.04
05.02.2016	GDDKiA	Budowa drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 Niedoradz-Nowa Sól	145,6	95%	2018.06
28.01.2016	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Kołbiel - Garwolin	235,8		2019.10

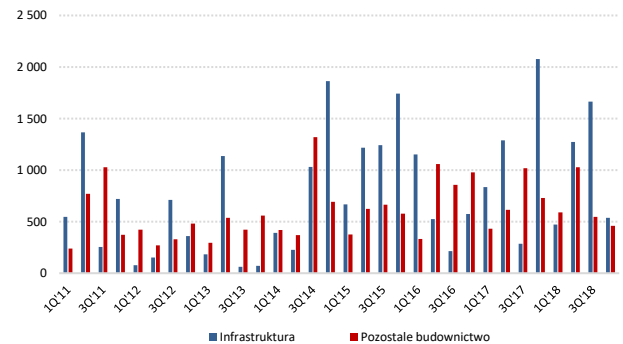
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, * w części przypadającej na Budimex, **domyślnie 100%

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

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym w 2018 roku była najniższa od 2012 roku i wyniosła 7,2%. W poprzednich latach notowane poziomy były wyraźnie wyższe, w 2016 roku było to 12,3%, natomiast w 2017 roku 11,4%. W poprzednich latach spółce paradoksalnie sprzyjał niski poziom aktywności rynku budowlanego – możliwe były do uzyskania 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 zahędogowanie części pozycji). Wygenerowana w 2018 roku marża jest i tak wysoka na tle innych generalnych wykonawców. Pomogło w tym m.in. ostrożne podejście w latach poprzednich (w okresie 2013-15 spółka budowała dużą pozycję rezerw na straty, która później systematycznie topniała - w kulminacyjnym momencie sięgała ona aż 665,7 mln PLN, by po 2Q'18 spaść do 164 mln PLN, w 3Q'18 pozycja nieznacznie powiększyła się do 202 mln PLN), ugoda z PPL zawarta w 2018 roku oraz kończenie na dość dobrych marżach kontraktów pozyskanych jeszcze przed 2016 rokiem.

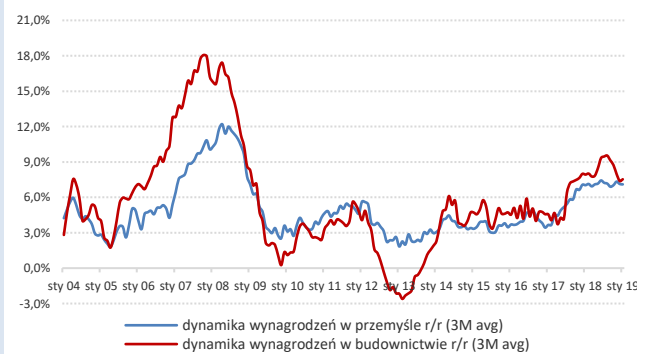
Zwracamy jednocześnie uwagę, że warunki makro nadal nie są sprzyjające dla spółki, a finiszowanie w 2019 roku z kontraktami z okresu 2016-17 może skutkować potrzebą wykorzystania posiadanych rezerw. Uważamy, że najtrudniejsza sytuacja pod względem marży może być widoczna w 1H'19. Wskaźnik cen produkcji budowlanej nadal znajduje się na ścieżce wzrostowej (w styczniu: +3,7% r/r vs +3,7% w grudniu i +3,4% w listopadzie, na początku 2018 roku było to tylko +1,5% r/r). Ostatnia przecena na rynku surowców może rodzić nadzieje na spadek koszyka cen materiałów budowlanych. Uważamy jednak, że na lokalnych rynkach nie musi to być to szybki trend. Na ceny nadal negatywnie rzutować będą koszty energii i wynagrodzeń (które wpływają także bezpośrednio na koszty GW) oraz utrzymujący się wysoki popyt (scenariusz bazowy zakłada wzrost produkcji budowlanej w 2019). Od 3Q'19 dostrzegamy szansę na stopniową odbudowę marżowości, jako konsekwencji spowolnienia dynamiki produkcji budowlanej i prawdopodobnie miejsce na spadki cen części materiałów budowlanych.

W scenariuszu bazowym nie zakładamy waloryzacji cen na obecnie posiadanych kontraktach. Zarząd spółki nadal mocno lobbuje za takim rozwiązaniem i ocenia swoje roszczenia na co najmniej 0,5 mld PLN (odzyskanie nawet części tej kwoty poprawiłoby wyniki spółki). Częściowa waloryzacja kontraktów (do max. 5% wartości i z podziałem ryzyka 50/50 z zamawiającym) będzie natomiast możliwa na nowych przetargach infrastrukturalnych (GDDKiA zaimplementowała „koszyk waloryzacyjny” z końcem stycznia). Nie jest to rozwiązanie idealne z punktu widzenia branży generalnych wykonawców - maksymalna waloryzacja nie przekroczy 5% wartości kontraktu (dodatkowo zmiana cen jest „tłumiona” przez 50% udział czynnika stałego), waloryzowane będą także umowy podwykonawcze.

Modelowy koszyk waloryzacyjny GDDKiA dla nawierzchni bitumicznych zbudowany jest następująco: 50% wartość stała, 20% CPI, 8% asfalt, 6% robocizna, 5% paliwo, 4% cement, 4% kruszywo, 3% stal (dla nawierzchni betonowych relatywnie większy jest udział cementu).

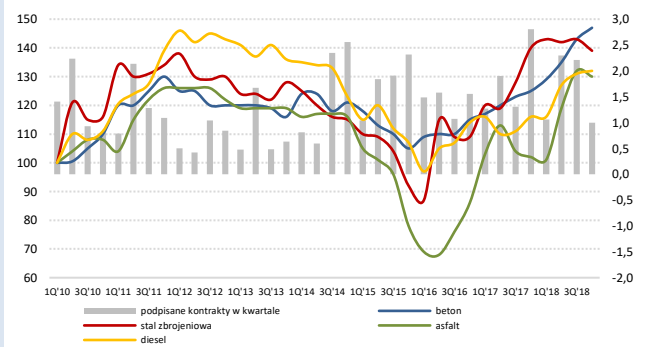
Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



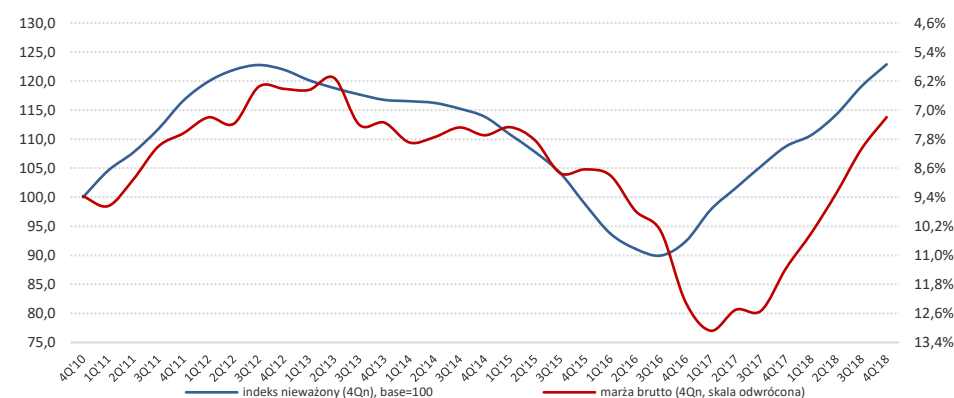
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



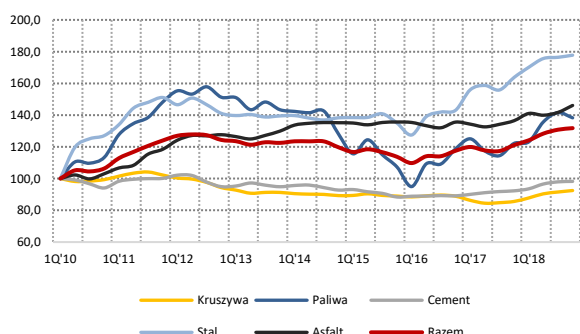
Źródło: DM BDM S.A., Budimex

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



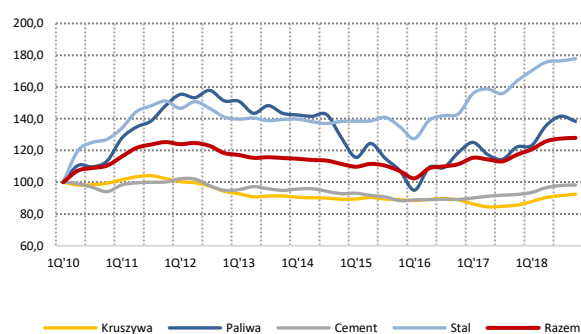
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeksy cen materiałów z koszyka waloryzacyjnego drogowego



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Indeksy cen materiałów z koszyka waloryzacyjnego kolejowego



Źródło: DM BDM S.A., GUS

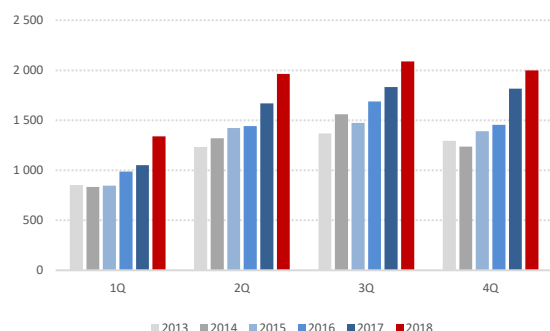
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów wg segmentów [mln PLN]

Razem (po wyłączeniach)	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży	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	1 963,8	2 087,0	1 997,5	5 572,3	6 369,3	7 387,1
Wynik brutto ze sprzedaży	133,8	115,0	185,3	195,1	255,8	163,0	189,1	229,8	228,0	140,2	146,3	159,2	183,4	751,3	809,8	629,1
SG&A	65,1	56,7	57,3	57,4	60,1	60,4	58,2	59,4	72,6	61,0	64,4	61,5	73,3	231,4	250,6	260,2
Saldo PPO/PKO	24,5	4,6	-12,6	-7,0	0,3	7,7	8,0	6,7	6,7	4,6	4,4	43,9	-4,8	-14,7	29,1	48,2
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	93,3	62,9	115,4	130,8	196,1	110,4	138,8	177,1	162,0	83,9	86,2	141,6	105,3	505,1	552,6	417,0
Przychody zmiana r/r	12,4%	16,7%	1,4%	14,5%	4,5%	6,6%	15,7%	8,4%	25,0%	27,2%	17,7%	13,9%	10,0%	8,5%	14,3%	16,0%
Marża brutto ze sprzedaży	9,6%	11,6%	12,8%	11,6%	17,6%	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	10,5%	7,4%	7,6%	9,2%	13,5%	12,7%	8,5%
Marża EBIT	6,7%	6,4%	8,0%	7,7%	13,5%	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	6,3%	4,4%	6,8%	5,3%	9,1%	8,7%	5,6%
Działalność budowlana	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	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	1 811,2	1 984,2	1 861,1	5 079,4	5 756,1	6 754,4
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	84,0	68,2	83,2	82,3	78,3	69,5	90,2	73,7	80,2	61,5	72,4	71,6	87,7	312,0	313,6	293,2
Wynik brutto ze sprzedaży	109,2	90,1	168,2	182,4	222,3	140,1	157,2	191,9	199,9	99,1	114,2	140,0	154,0	663,0	689,0	507,3
SG&A	55,5	48,9	49,0	48,2	49,8	51,5	48,7	49,9	60,9	51,9	55,1	53,2	65,1	195,9	211,0	225,4
Saldo PPO/PKO	21,3	3,1	-11,9	-7,0	1,6	6,8	7,3	5,0	9,3	4,7	4,5	0,6	-15,0	-14,2	28,4	-5,3
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	75,0	44,2	107,3	127,3	174,1	95,5	115,8	147,0	148,2	51,9	63,6	87,3	73,9	452,9	506,4	276,7
Przychody razem zmiana r/r	7,6%	12,5%	7,5%	12,4%	5,2%	6,5%	11,4%	3,8%	28,6%	17,1%	17,2%	19,8%	11,0%	9,2%	12,6%	16,1%
Marża brutto ze sprzedaży	8,4%	9,7%	11,7%	11,0%	16,3%	14,1%	9,8%	11,2%	11,4%	8,5%	6,1%	6,8%	7,9%	12,3%	11,4%	7,2%
Marża EBIT	5,8%	4,8%	7,4%	7,7%	12,8%	9,6%	7,2%	8,6%	8,4%	4,5%	3,4%	4,2%	3,8%	8,4%	8,3%	3,9%
Działalność deweloperska	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	130,3	77,9	48,5	81,8	140,3	100,7	128,5	154,4	114,4	210,6	119,8	80,6	136,1	348,5	498,0	547,1
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	1,1	0,6	1,0
Wynik brutto ze sprzedaży	25,2	18,8	14,7	18,0	30,4	19,6	26,4	32,2	23,8	37,3	28,9	20,7	36,2	81,9	102,0	123,2
SG&A	9,7	7,5	7,4	8,8	10,5	8,9	10,1	10,3	11,7	10,4	9,7	8,6	11,7	34,2	41,0	40,4
Saldo PPO/PKO	-1,3	0,0	0,1	0,0	-1,1	0,5	3,6	1,7	-2,3	-0,1	0,0	-0,8	10,2	-1,0	3,6	9,4
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	14,2	11,3	7,4	9,2	18,8	11,2	20,0	23,6	9,8	26,8	19,3	11,3	34,7	46,7	64,6	92,1
Przychody razem zmiana r/r	227,3%	128,5%	-53,5%	259,3%	7,6%	29,1%	163,9%	88,3%	-18,5%	108,8%	-6,6%	-47,7%	19,1%	19,5%	42,6%	9,9%
Marża brutto ze sprzedaży	19,3%	24,0%	30,2%	22,0%	21,6%	19,4%	20,6%	20,8%	20,8%	17,7%	24,1%	25,6%	26,6%	23,4%	20,5%	22,5%
Marża EBIT	10,9%	14,5%	15,2%	11,2%	13,4%	11,1%	15,5%	15,3%	8,6%	12,7%	16,0%	14,0%	25,5%	13,4%	13,0%	16,8%
Pozostała działalność	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	47,1	48,0	34,9	35,4	26,1	31,0	24,0	34,2	26,1	30,3	32,9	22,3	0,2	144,4	115,2	85,7
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	10,5	3,7	1,1	1,4	12,4	10,6	11,8	8,2	8,1	6,9	4,6	3,1	0,4	18,6	38,7	15,0
Wynik brutto ze sprzedaży	2,7	8,5	4,0	4,3	3,8	5,3	5,1	5,6	5,2	6,2	4,7	2,9	0,3	20,7	21,2	14,2
SG&A	3,0	2,6	2,5	2,7	3,2	2,6	2,5	2,8	3,1	2,9	3,0	1,9	0,1	10,9	11,0	7,9
Saldo PPO/PKO	2,4	1,5	-0,8	0,0	-0,2	0,4	0,1	0,0	1,4	0,0	-0,1	44,1	0,0	0,5	1,9	44,0
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	2,1	7,5	0,8	1,6	0,4	3,1	2,6	2,9	3,5	3,3	1,7	45,2	0,2	10,3	12,1	50,4
Przychody razem zmiana r/r	45,4%	41,1%	-6,9%	-31,6%	-33,3%	-19,6%	-0,8%	15,0%	-11,1%	-10,6%	4,7%	-40,0%	-98,1%	-12,7%	-5,6%	-34,6%
Marża brutto ze sprzedaży	4,7%	16,5%	11,2%	11,7%	10,0%	12,8%	14,2%	13,2%	15,3%	16,8%	12,7%	11,5%	45,5%	12,7%	13,8%	14,1%
Marża EBIT	3,7%	14,4%	2,1%	4,4%	1,1%	7,5%	7,3%	6,8%	10,3%	8,9%	4,5%	17,8%	35,5%	6,3%	7,9%	50,1%
Wyłączenia	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-94,8	-72,2	-84,5	-84,0	-91,0	-80,4	-102,0	-82,0	-88,4	-68,6	-77,2	-75,0	-88,5	-331,8	-352,9	-309,2
Wynik brutto ze sprzedaży	-3,3	-2,4	-1,6	-9,6	-0,7	-2,0	0,4	0,1	-0,9	-2,5	-1,6	-4,4	-7,1	-14,3	-2,5	-15,5
EBIT	1,9	-0,1	0,0	-7,4	2,7	0,6	0,4	3,7	0,4	1,9	1,7	-2,2	-3,5	-4,8	5,2	-2,2

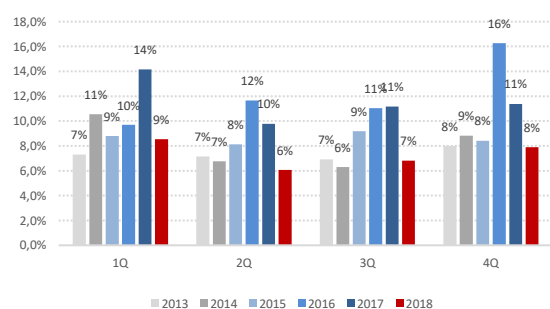
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



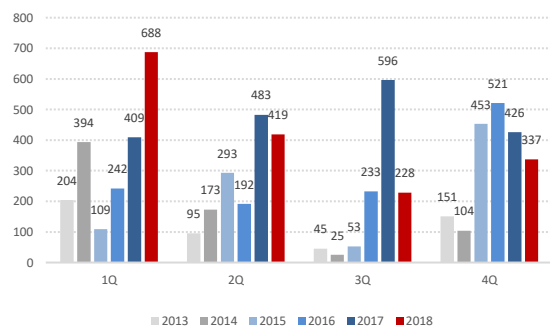
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



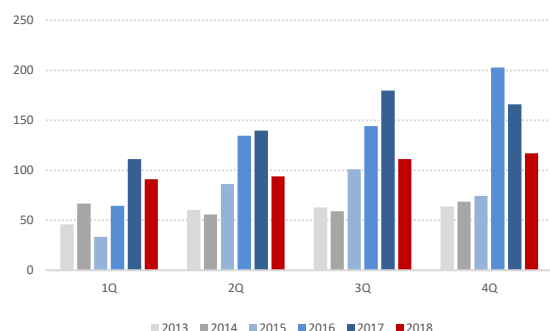
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartałna sprzedaż notarialna mieszkań



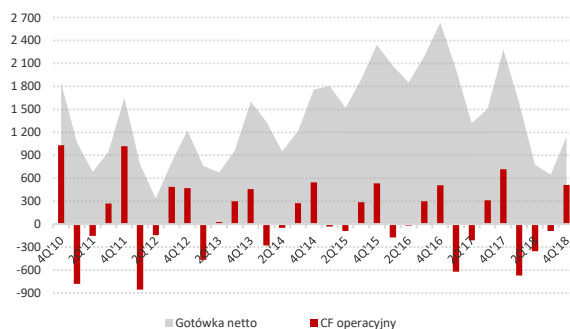
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



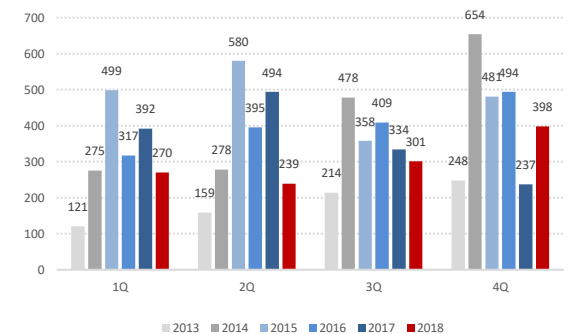
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, w 4Q'18 stan CFO -szacunki BDM

Kwartałna przedsprzedaż mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Budimex – wyniki za 4Q'18 [mln PLN]

	4Q'17	4Q'18	zmiana r/r	4Q'18P BDM	odchyl.	2017	2018	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 816,0	1 997,5	10,0%	1 949,6	2,5%	6 369,3	7 387,1	16,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	228,0	183,4	-19,6%	165,9	10,5%	809,8	629,1	-22,3%
Zysk na sprzedaży	155,3	110,1	-29,1%	93,2	18,1%	559,2	368,8	-34,0%
EBIT	162,0	105,3	-35,0%	91,3	15,3%	588,3	417,0	-29,1%
Zysk (strata) brutto	159,9	99,4	-37,9%	92,2	7,8%	580,4	403,4	-30,5%
Zysk (strata) netto	127,4	74,7	-41,3%	74,6	0,2%	464,4	305,4	-34,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,6%	9,2%		8,5%		12,7%	8,5%	
Marża EBIT	8,9%	5,3%		4,7%		9,2%	5,6%	
Marża zysku netto	7,0%	3,7%		3,8%		7,3%	4,1%	

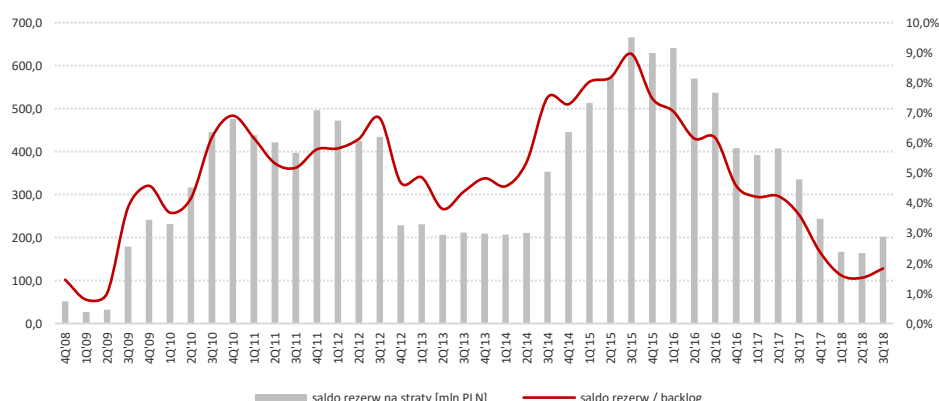
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Spółka pod koniec lutego opublikowała wybrane dane finansowe za 4Q'18/2018 (w styczniu pojawił się już szacunek zysku netto na poziomie 75 mln PLN). W 4Q'18 Budimex zaprezentował piąty z rzędu spadkowy kwartał na poziomie wyniku netto (-41% r/r). Główną przyczyną jest spadek EBIT w segmencie budowlanym (74 mln PLN EBIT vs 148 mln PLN w 4Q'18).

W segmencie budowlanym spółka pokazała wyższą marżę brutto ze sprzedaży niż w 3Q'18 (7,9% vs 6,8%). Jednocześnie na saldzie pozostałej działalności operacyjnej segmentu zaksięgowano stratę na -15 mln PLN. Wzrost marży w 4Q'18 może mieć naszym zdaniem bardziej związek z mixem kończonych w tym okresie kontraktów lub operacjami księgowymi (np. wyksięgowanie części kosztów w pozostałe koszty operacyjne), niż z fundamentalną zmianą sytuacji. Pytanie także jak po 4Q'18 wygląda saldo rezerw na straty – spółka pokaże je dopiero w pełnym raporcie za 2018 rok (publikacja 26 marca). W segmencie deweloperskim wynik został wsparty przez +10 mln PLN dodatniego saldo pozostałej działalności operacyjnej. Jednocześnie warto podkreślić wysoką marżę brutto segmentu (blisko 27%). W zapasach spółce zostało także sporo już ukończonych i sprzedanych mieszkań, co powinno wskazywać na mocny 1Q'19 w segmencie (1Q'18 także był dobry).

Pozycja gotówkowa netto (wg metodologii przedstawianej przez spółkę w prezentacji) wyniosła 1 145 mln PLN (vs 2 237 mln PLN rok temu). Spółka tym samym tradycyjnie pokazała dodatni cash flow operacyjny w 4Q'18 (szacujemy, że na ok. +0,5 mld PLN vs +0,7 mld PLN w 4Q'17). Portfel zamówień na koniec grudnia 2018 kształtował się na poziomie 10,1 mld PLN (vs 10,3 mld PLN rok temu).

Saldo rezerw na straty / backlog do 3Q'18



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, brak danych za 4Q'18

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody ze sprzedaży	1 052,7	1 669,0	1 831,6	1 816,0	6 369,3	1 338,8	1 963,8	2 087,0	1 997,5	7 387,1	1 393,6	1 998,2	2 126,6	1 950,5	7 468,8
Zysk brutto ze sprzedaży	163,0	189,1	229,8	228,0	809,8	140,2	146,3	159,2	183,4	629,1	133,7	141,8	149,4	154,2	579,1
Zysk na sprzedaży	102,6	130,9	170,4	155,3	559,2	79,3	81,8	97,7	110,1	368,8	71,1	77,5	86,5	77,8	312,9
Saldo PPO/PKO	7,7	8,0	6,7	6,7	29,1	4,6	4,4	43,9	-4,8	48,2	-0,8	-0,8	-1,0	-1,1	-3,6
EBITDA	118,9	147,6	186,6	172,8	625,8	95,6	98,4	155,2	119,4	468,6	82,8	89,7	100,0	91,6	364,2
EBIT	110,4	138,8	177,1	162,0	588,3	83,9	86,2	141,6	105,3	417,0	70,4	76,8	85,5	76,7	309,4
Zysk (strata) brutto	106,9	136,8	176,8	159,9	580,4	80,9	82,5	140,6	99,4	403,4	66,3	72,8	81,5	74,7	295,3
Zysk (strata) netto	85,2	109,5	142,4	127,4	464,4	63,3	64,7	102,7	74,7	305,4	53,0	58,2	65,1	59,8	236,2
Marża brutto ze sprzedaży	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	12,7%	10,5%	7,4%	7,6%	9,2%	8,5%	9,6%	7,1%	7,0%	7,9%	7,8%
Marża EBITDA	11,3%	8,8%	10,2%	9,5%	9,8%	7,1%	5,0%	7,4%	6,0%	6,3%	5,9%	4,5%	4,7%	4,7%	4,9%
Marża EBIT	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	9,2%	6,3%	4,4%	6,8%	5,3%	5,6%	5,0%	3,8%	4,0%	3,9%	4,1%
Marża zysku netto	8,1%	6,6%	7,8%	7,0%	7,3%	4,7%	3,3%	4,9%	3,7%	4,1%	3,8%	2,9%	3,1%	3,1%	3,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2018 roku Budimex wypracował blisko 7,4 mld PLN przychodów (+16% r/r), 417 mln PLN EBIT (z czego ok. 80-90 mln PLN to zdarzenia jednorazowe, m.in. wynik na sprzedaży Elektromontażu Poznań oraz ugodzie z PPL) oraz 305 mln PLN zysku netto (-34% r/r). Sam 4Q'18 przyniósł 2,0 mld PLN sprzedaży oraz 75 mln PLN zysku netto (-41% r/r). W 4Q'18 w segmencie budowlanym spółka pokazała wyższą marżę brutto ze sprzedaży niż w 3Q'18 (7,9% vs 6,8%). Zakładamy, że na wzrost marży wpływ miał głównie mix kończonych w tym okresie kontraktów (spółka ma jeszcze w backlogu umowy podpisywane w 2015 roku, a więc przed dołkiem cenowym na materiałach).

Spodziewamy się, że spadek marży powinien kulminować dopiero w okolicy połowy 2019 roku, kiedy zaczną kończyć się duże kontrakty zawarte od 2016 roku. Zwracamy uwagę, że wskaźnik cen produkcji budowlanej (publikowany przez GUS) nadal znajduje się na ścieżce wzrostowej (w styczniu: +3,7% r/r vs +3,7% w grudniu i +3,4% w listopadzie, na początku 2018 roku było to tylko +1,5% r/r). Ostatnia przecena na rynku surowców może rodzić nadzieje na spadek koszyka cen materiałów budowlanych. Uważamy jednak, że na lokalnych rynkach nie musi to być to szybki trend. Na ceny nadal negatywnie rzutować będą koszty energii i wynagrodzeń (które wpływają także bezpośrednio na koszty GW) oraz utrzymujący się wysoki popyt (scenariusz bazowy zakłada wzrost produkcji budowlanej w 2019).

Zarząd Budimexu, po przedstawieniu wyników za miniony rok, zapowiedział, że w 2019 roku spodziewa się stabilizacji (lub lekkiego wzrostu) przychodów oraz zbliżonej marży po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych z 2018 roku (ich pozytywny wpływ można szacować na 1-1,2% marży EBIT). Rentowność kolejnych kwartałów w branży oraz w segmencie budowlanym Budimexu może pozostawać pod presją. Uważamy natomiast, że na lepsze wyniki r/r można liczyć w segmencie deweloperskim (utrzymanie marż przy lekkim wzroście przekazania oraz wyższej cenie jednostkowej lokali). Zakładamy, że w 2019 roku spółka wypracuje 7,47 mld PLN przychodów oraz 236 mln PLN zysku netto. W najbliższych poszczególnych kwartałach spółce może nadal być trudno o poprawę wyników r/r poniżej linii przychodów - w miarę dobra marża w budowlance w 1Q'18, spora liczba przekazania 1H'18 (aczkolwiek w 2019 także przekazania z pierwszej części roku powinny być dobre), pozytywny wpływ one-offów w 3Q'18, na tle branży dobry wynik w 4Q'18.

W scenariuszu bazowym nie zakładamy waloryzacji cen na obecnie posiadanych kontraktach. Zarząd spółki nadal mocno lobbuje za takim rozwiązaniem i ocenia swoje roszczenia na co najmniej 0,5 mld PLN (odzyskanie nawet części tej kwoty poprawiłoby wyniki spółki). Częściowa waloryzacja kontraktów (do max. 5% wartości i z podziałem ryzyka 50/50 z zamawiającym) będzie natomiast możliwa na nowych przetargach infrastrukturalnych (GDDKiA zaimplementowała „koszyk waloryzacyjny” z końcem stycznia).

W stosunku do poprzedniej rekomendacji nieco podnieśliśmy nasze szacunki wyników na lata 2019-20. Wynika to przede wszystkim z wyższych założeń dla segmentu deweloperskiego (wyższe ceny jednostkowe i wyższe marże). Nasze prognozy zysku netto na 2019-20 są obecnie powyżej konsensusu (Bloomberg), przy czym jest on dość mocno rozstrzelony (na 2019 rok prognozy wahają się w zakresie 161-257 mln PLN). Nasze prognozy przychodów czy zysku netto na 2021 są natomiast bardzo bliskie konsensusowi.

Nasze prognozy nie uwzględniają pełnego przejęcia FB Serwis (obecnie Budimex posiada 49% udziałów w spółce i konsoliduje jedynie przypadającą mu część wyniku netto). W 2018 roku można szacować, że przychody FB Serwis nadal dynamicznie rosły (zakładamy, że do min. 400 mln PLN, przy tym poziomie spółka powinna być rentowna na poziomie netto). Zwracamy uwagę, że potencjalne przejęcie kontroli nad FB Serwis, może ograniczyć dywidendę w tym roku. Na początku kwietnia powinna pojawić się rekomendacja

dotycząca dywidendy (zwracamy uwagę, że po 1-3Q'18 zysk jednostkowy był nieco wyższy niż skonsolidowany). Sama cena zakupu udziałów nie powinna być znacząca, ale konieczne będzie skonsolidowanie zadłużenia, można także spodziewać się dalszego rozwijania spółki przez akwizycje. Zamknięcie negocjacji dotyczących FB Serwis zapowiadane jest do końca 1Q'19.

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

	2018 poprzednio	2018 raport	zmiana	2019 poprzednio	2019 aktualnie	zmiana	2020 poprzednio	2020 aktualnie	zmiana
Przychody	7 403,7	7 387,1	-0,2%	7 528,5	7 468,8	-0,8%	7 335,6	7 322,4	-0,2%
EBITDA	459,7	468,6	1,9%	346,2	364,2	5,2%	351,5	369,9	5,2%
EBIT	415,4	417,0	0,4%	293,8	309,4	5,3%	296,7	313,7	5,7%
Zysk (strata) netto	328,7	305,4	-7,1%	225,0	236,2	5,0%	225,9	240,8	6,6%
Gotówka netto	1 267	1 145	-9,6%	1 075	1 123	4,5%	800	861	7,7%
Marża EBITDA	6,2%	6,3%		4,6%	4,9%		4,8%	5,1%	
Marża EBIT	5,6%	5,6%		3,9%	4,1%		4,0%	4,3%	
Marża zysku netto	4,4%	4,1%		3,0%	3,2%		3,1%	3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *raport z 11.12.2018, *EBITD'18 – prognoza DM BDM (spółka nie podała wartości w wybranych danych finansowych)

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2019 BDM	2019 konsensus	odchylenie	2020 BDM	2020 konsensus	odchylenie	2021 BDM	2021 konsensus	odchylenie
Przychody	7 468,8	7 507,8	-0,5%	7 322,4	7 162,3	2,2%	6 918,4	7 039,3	-1,7%
EBITDA	364,2	341,7	6,6%	369,9	337,3	9,7%	363,2	376,0	-3,4%
EBIT	309,4	271,0	14,2%	313,7	270,5	16,0%	306,8	305,5	0,4%
Zysk (strata) netto	236,2	207,5	13,8%	240,8	208,3	15,6%	235,2	227,3	3,5%
Gotówka netto	1 123	994	12,9%	861	1 011	-14,8%	789	1 028	-23,3%
Marża EBITDA	4,9%	4,6%		5,1%	4,7%		5,3%	5,3%	
Marża EBIT	4,1%	3,6%		4,3%	3,8%		4,4%	4,3%	
Marża zysku netto	3,2%	2,8%		3,3%	2,9%		3,4%	3,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognoza wyników wg segmentów działalności

Wyniki spółki [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	4 950	5 134	5 572	6 369	7 387	7 469	7 322	6 918	6 574	6 278	6 353	6 414	6 477	6 542	6 609
Zysk brutto ze sprzedaży	433	493	751	810	629	579	582	563	538	509	513	516	520	525	529
Marża brutto ze sprzedaży	8,7%	9,6%	13,5%	12,7%	8,5%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%
EBIT	247	292	505	588	417	309	314	307	292	272	274	275	276	278	281
Marża EBIT	5,0%	5,7%	9,1%	9,2%	5,6%	4,1%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%
Zysk netto	192	236	410	464	305	236	241	235	223	205	205	206	207	209	211
Marża netto	3,9%	4,6%	7,4%	7,3%	4,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Działalność budowlana [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	4 717	4 937	5 391	6 070	7 048	7 128	6 937	6 525	6 121	5 799	5 852	5 908	5 967	6 028	6 090
-infrastruktura	2 680	2 497	3 146	3 204	3 806	4 247	3 729	3 052	2 508	2 084	2 068	2 066	2 073	2 087	2 105
-budownictwo ogólne	2 037	2 440	2 245	2 866	3 242	2 881	3 208	3 473	3 613	3 716	3 784	3 843	3 894	3 941	3 984
Zysk brutto ze sprzedaży	363	426	663	689	507	439	440	428	389	353	353	354	356	359	363
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	8,6%	12,3%	11,4%	7,2%	6,2%	6,3%	6,6%	6,4%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	196	245	453	506	277	203	209	210	185	159	158	157	157	158	160
Marża EBIT	4,2%	5,0%	8,4%	8,3%	3,9%	2,9%	3,0%	3,2%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Działalność deweloperska [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	251	293	350	499	548	644	719	765	843	882	908	918	927	936	945
Zysk brutto ze sprzedaży	54	65	82	102	123	143	145	139	153	160	164	166	168	169	171
Marża brutto ze sprzedaży	21,4%	22,3%	23,4%	20,5%	22,5%	22,1%	20,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
EBIT	39	47	47	65	92	98	97	89	99	105	108	109	111	112	113
Marża EBIT	15,6%	16,0%	13,4%	13,0%	16,8%	15,2%	13,5%	11,6%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%
sprzedaż notarialna mieszkań [szt]	695	908	1 188	1 914	1 672	1 692	1 754	1 840	1 920	1 960	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Pozostała działalność [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	160	187	163	154	101	32	33	33	34	34	34	34	34	34	34
Zysk brutto ze sprzedaży	15	19	21	21	14	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Marża brutto ze sprzedaży	9,2%	10,3%	12,7%	13,8%	14,1%	14,6%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
EBIT	4	9	10	12	50	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Marża EBIT	2,6%	4,9%	6,3%	7,9%	50,1%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]*	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	-178	-282	-332	-353	-309	-335	-367	-405	-424	-437	-442	-446	-451	-455	-460
Zysk brutto ze sprzedaży	1	-18	-14	-2	-16	-7	-7	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
EBIT	8	-8	-5	5	-2	6	5	5	5	5	6	6	6	6	6

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

POTENCJALNY ZAKUP POZOSTAŁYCH UDZIAŁÓW W FB SERWIS

FB Serwis – podstawowe dane finansowe [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017
Aktywa trwałe	21,1	79,9	183,5	325,8
Aktywa obrotowe	43,4	111,2	64,4	91,7
Udziały niedające kontroli	0,0	0,0	-9,3	-9,3
Zobowiązania	53,1	101,8	153,9	332,1
Przychody	42,4	126,0	178,9	261,2
Zysk (strata) netto	-11,9	-7,1	-4,6	-9,4
Aktywa netto	11,4	89,3	84,6	76,0
udział Budimexu (49%)	49%	49%	49%	49%
Wartość bilansowa udziałów	5,6	43,8	41,5	37,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Budimex

Ferrovial pod koniec 2018 roku zdecydował o sprzedaży biznesu odpowiedzialnego za usługi serwisowe. W obszarze tym działa polska spółka FB Serwis, w której 49% udziałów ma Budimex. W grudniu Budimex poinformował, że negocjuje zakup pozostałych udziałów (51%) w spółce od Ferrovialu, a intencją jest zakończenie rozmów w 1Q'19. Jak na razie nie padły żadne deklaracje odnośnie kwoty jaką Budimex musiałby zapłacić za udziały. Na koniec 2017 roku wartość bilansowa 49% udziałów w FB Serwis według sprawozdania Budimexu wynosiła 43 mln PLN. Zwracamy jednocześnie uwagę, że przejęty będzie także dług spółki, który wejdzie do konsolidacji (aktywa FB Serwis już na koniec 2017 roku przekraczały 400 mln PLN, Budimex ze swojej strony finansował wtedy FB Serwis pożyczkami na ok. 62 mln PLN, prawdopodobnie podobny może być poziom finansowania ze strony Ferrovialu).

Jak wynika z ostatnich wypowiedzi zarządu Ferrovialu, obecnie hiszpańska spółka chce skupić się na biznesie infrastrukturalnym (płatne autostrady + lotniska), który stanowi główny generator wartości dla grupy. W biznesie budowlanym Ferrovial prowadzi działalność przez spółkę-córkę Agroman oraz zależne Webber (USA) oraz Budimex. Pytanie jakie się nasuwa, to jakie będzie miejsce Budimexu w układance całej grupy. Agroman oraz Webber działają na rynkach, gdzie Ferrovial ma ekspozycje na projekty koncesyjne. W średnim terminie przed Budimexem stoi wyzwanie spadku finansowania ze środków unijnych projektów drogowych w Polsce. Wyjściem jest m.in. pójście w stronę usług serwisowo-utrzymawczych. Z których Ferrovial jako całość jednak się wycofuje. Natomiast rynek dużych projektów PPP w Polsce, które mogłyby być interesujące z punktu widzenia Ferrovialu, jest od lat w zasadzie zastopowany (pewne nadzieje może rodzić CPK).

W takim układzie można zadać sobie pytanie czy po potencjalnym zakupie udziałów w FB Serwis na sprzedaż docelowo nie trafi sam Budimex. Zwracamy uwagę, że FB Serwis wymaga dalszego rozwoju, aby osiągnąć odpowiednią skalę, gwarantującą satysfakcjonującą stopę zwrotu (w 2017 roku spółka miała -9 mln PLN straty netto, w 2018 prawdopodobnie udało się wyjść ponad break-even). Tym samym potencjał dywidendowy Budimex może przejściowo spaść. Tymczasem w strategii Ferrovialu aktywa obszaru Construction&Services traktowane są jako źródła gotówki netto. Dodatkowo na rynku polskim Ferrovial nie jest obecnie w stanie generować synergii pomiędzy aktywami budowlano/usługowymi a koncesyjnymi (brak na rynku dużych projektów PPP, być może nadzieje w tym zakresie można wiązać z planowaną budową CPK). Według wypowiedzi z telekonferencji za 4Q'18 zarządu Ferrovialu na dziś nie rozważa możliwości sprzedaży udziałów w Budimexie.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018E	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	927	994	1 004	1 008	1 007	1 006	1 006	1 013	1 020	1 027	1 034	1 041
Wartości niematerialne i prawne	103	100	97	95	93	92	90	89	88	87	86	86
Rzeczowe aktywa trwałe	162	214	224	228	232	235	237	240	242	243	245	246
Pozostałe aktywa trwałe	662	680	683	685	682	680	679	685	691	697	703	709
Aktywa obrotowe	5 070	3 998	4 211	4 237	3 979	3 573	3 303	3 319	3 403	3 497	3 573	3 655
Zapasy	1 425	1 270	1 520	1 858	1 764	1 728	1 774	1 836	1 897	1 959	2 021	2 083
Należności krótkoterminowe	1 232	1 483	1 500	1 470	1 389	1 320	1 260	1 276	1 288	1 300	1 314	1 327
Inwestycje krótkoterminowe	2 413	1 245	1 191	909	827	525	269	208	218	237	238	245
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2 406	1 237	1 183	902	819	517	261	200	211	230	231	238
-pozostałe	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	5 997	4 992	5 215	5 245	4 986	4 579	4 309	4 333	4 423	4 524	4 607	4 696
Kapitał (fundusz) własny	881	737	668	672	658	656	687	731	774	817	861	906
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	5 115	4 255	4 547	4 573	4 328	3 923	3 622	3 601	3 650	3 707	3 746	3 790
Rezerwy na zobowiązania	489	489	489	489	489	489	489	489	489	489	489	489
Zobowiązania długoterminowe	298	266	234	214	204	204	204	204	204	204	204	204
- w tym dług oprocentowany	92	62	30	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	4 322	3 494	3 818	3 864	3 629	3 224	2 923	2 902	2 951	3 008	3 047	3 091
- w tym dług oprocentowany	30	30	30	30	30	20	10	0	0	0	0	0
Pasywa razem	5 997	4 992	5 215	5 245	4 986	4 579	4 309	4 333	4 423	4 524	4 607	4 696

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018E	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	6 369	7 387	7 469	7 322	6 918	6 574	6 278	6 353	6 414	6 477	6 542	6 609
Koszty produktów, tow. i materiałów	5 559	6 758	6 890	6 740	6 355	6 035	5 769	5 840	5 897	5 957	6 018	6 080
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	810	629	579	582	563	538	509	513	516	520	525	529
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	251	260	266	265	253	243	234	237	239	241	243	246
Zysk (strata) na sprzedaży	559	369	313	317	310	296	275	277	278	279	281	284
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	29	48	-4	-3	-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	626	469	364	370	363	349	329	331	332	333	335	338
EBIT	588	417	309	314	307	292	272	274	275	276	278	281
Saldo działalności finansowej	-4	-14	-16	-17	-17	-18	-20	-22	-22	-22	-22	-23
Jednostki stowarzyszone	-4	0	2	4	4	5	5	5	5	5	5	5
Zysk (strata) brutto	580	403	295	301	294	279	257	257	257	259	261	263
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	464	305	236	241	235	223	205	205	206	207	209	211

CF [mln PLN]	2017	2018E	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	196	-607	334	24	227	-15	-16	167	231	240	223	229
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-357	-79	-48	-47	-49	-52	-55	-57	-57	-57	-57	-56
Przepływy z działalności finansowej	-400	-482	-339	-258	-260	-236	-185	-171	-163	-164	-165	-166
Przepływy pieniężne netto	-561	-1 168	-54	-282	-82	-302	-256	-61	10	19	1	7
Środki pieniężne na początek okresu*	2 524	2 406	1 237	1 183	902	819	517	261	200	211	230	231
Środki pieniężne na koniec okresu*	1 962	1 237	1 183	902	819	517	261	200	211	230	231	238

*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	2018E	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	16,0%	1,1%	-2,0%	-5,5%	-5,0%	-4,5%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-25,1%	-22,3%	1,6%	-1,8%	-3,9%	-5,9%	0,6%	0,4%	0,4%	0,7%	0,7%
EBIT zmiana r/r	-29,1%	-25,8%	1,4%	-2,2%	-4,7%	-7,1%	0,7%	0,4%	0,4%	0,8%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-34,2%	-22,7%	1,9%	-2,3%	-5,1%	-8,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,9%	0,9%
Marża brutto na sprzedaży	8,5%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBITDA	6,3%	4,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%
Marża EBIT	5,6%	4,1%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%
Marża brutto	5,5%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Marża netto	4,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
COGS / przychody	91,5%	92,2%	92,1%	91,9%	91,8%	91,9%	91,9%	91,9%	92,0%	92,0%	92,0%
SG&A / przychody	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
SG&A / COGS	3,9%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
ROE	41,4%	35,4%	35,8%	35,7%	34,0%	29,9%	28,1%	26,6%	25,3%	24,2%	23,3%
ROA	6,1%	4,5%	4,6%	4,7%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%
Dług	92	60	40	30	20	10	0	0	0	0	0
D / (D+E)	1,9%	1,2%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	1,9%	1,2%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-3,3%	-5,2%	-5,4%	-5,6%	-6,1%	-7,3%	-7,9%	-8,1%	-8,1%	-8,0%	-8,0%
Dług / kapitał własny	12,5%	9,0%	6,0%	4,6%	3,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-1 145	-1 123	-861	-789	-497	-251	-200	-211	-230	-231	-238
Dług netto / kapitał własny	-1,55	-1,68	-1,28	-1,20	-0,76	-0,37	-0,27	-0,27	-0,28	-0,27	-0,26
Dług netto / EBITDA	-2,4	-3,1	-2,3	-2,2	-1,4	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBIT	-2,7	-3,6	-2,7	-2,6	-1,7	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
EV	2 189	2 211	2 473	2 545	2 837	3 083	3 134	3 124	3 105	3 103	3 097
Dług / EV	4,2%	2,7%	1,6%	1,2%	0,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,4%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	194,1%	111,7%	103,6%	102,8%	102,3%	101,8%	101,7%	101,5%	101,3%	101,2%	100,7%
Amortyzacja / Przychody	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana KO / Przychody	12,9%	-0,7%	3,5%	0,7%	4,3%	4,3%	1,4%	0,4%	0,3%	0,6%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	93,6%	-67,0%	-176,1%	-12,0%	-81,5%	-90,5%	119,2%	45,0%	30,1%	58,0%	49,3%
Wskaźniki rynkowe	2018E	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	10,9	14,1	13,8	14,2	14,9	16,2	16,2	16,2	16,1	16,0	15,8
P/BV*	4,5	5,0	5,0	5,1	5,1	4,9	4,6	4,3	4,1	3,9	3,7
P/CE*	9,3	11,5	11,2	11,4	11,9	12,7	12,7	12,7	12,6	12,5	12,4
EV/EBITDA*	4,7	6,1	6,7	7,0	8,1	9,4	9,5	9,4	9,3	9,3	9,2
EV/EBIT*	5,2	7,1	7,9	8,3	9,7	11,3	11,5	11,4	11,3	11,2	11,0
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BVPS	28,9	26,2	26,3	25,8	25,7	26,9	28,6	30,3	32,0	33,7	35,5
EPS	12,0	9,3	9,4	9,2	8,7	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2	8,3
CEPS	14,0	11,4	11,6	11,4	11,0	10,3	10,3	10,3	10,3	10,4	10,5
DPS	17,6	12,0	9,3	9,8	8,8	6,8	6,3	6,4	6,4	6,4	6,5
Payout ratio	96,8%	100,0%	100,3%	103,4%	95,6%	78,2%	78,6%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 130,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Pado**

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa, strategia](#)

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
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	121,3	redukuj	118,5	11.03.2019	14:15 CEST	130,6	59 489
redukuj	118,5	redukuj	108,7	11.12.2018	08:47 CEST	130,0	57 385
redukuj	108,7	redukuj	115,2	30.08.2018	14:35 CEST	116,8	60 808
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 1Q'19*:			, 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	3	30%	0	0%
Akumuluj	0	20%	0	0%
Trzymaj	2	20%	0	0%
Redukuj	5	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 jakiejkolwiek 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. Stopy zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojętną 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 11.03.2019 roku (14:15 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.03.2019 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 11.03.2019 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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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.