

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 125,6 PLN

08 WRZESIEŃ 2014

Portfel zamówień spółki po 2Q'14 spadł poniżej 4,0 mld PLN (po raz pierwszy od 2009 roku). Kontrakcja na przestrzeni wakacji (m.in. umowa na Turów) oraz oczekujące na podpisanie zlecenia z GDDKiA powinny zacząć odmieniać obraz sytuacji w najbliższym czasie. Wyniki 2Q'14 wypadły lepiej od oczekiwań na poziomie przychodów, słabsze okazała się jednak marżowość (wzrost EBIT r/r to „zasługa” salda pozostałej działalności operacyjnej). Pozytywnie dla spółki wygląda ostatnio dość umiarkowana konkurencja na przetargach drogowych. Po dużym zainteresowaniu wiosną, obecnie oferty cenowe składane są przez 4-6 podmiotów/konsorcjów (jak dotychczas Budimex i grupa Strabag są na dobrej drodze do pozyskania prawie połowy kontraktów z nowego rozdania środków unijnych). Tempo otwierania kopert na przetargach w ostatnich tygodniach jest mocne i powinno być kontynuowane w najbliższym czasie. Wolniej od wcześniejszych oczekiwań idzie jednak finalne podpisywanie umów (ok. 1-2Q w stosunku do oczekiwań z 2013). Budimex dopiero w 3Q'14 sfinalizował pozyskanie pierwszego kontraktu drogowego z nowej perspektywy budżetowej. Obawiamy się, że może przełożyć się to na przesunięcie mocniejszego skoku w wynikach Budimexu z 2015 na 2016 rok (konsensus na 2015 zakłada 5,1 przychodów i >190 mln PLN zysku netto). Przyszły rok ma szansę być jednak mocny po stronie cash flow'u – początek realizacji umów to zwykle okres „zbierania” gotówki przez spółkę. Po nieznacznej korekcie założeń finansowych oraz spadku wyceny porównawczej nieznacznie obniżamy cenę docelową z 128,9 PLN do 125,6 PLN i pozostajemy przy zaleceniu Trzymaj. Spółka handlowana jest wg naszych prognoz na wskaźnikach P/E'14=18,9x i P/E'15=18,0x, a więc z premią w stosunku do grupy porównawczej (historycznie uzasadnioną regularną dywidendą, olbrzymią pozycją gotówkową a także bankiem ziemi).

Po 1H'14 Budimex wypracowała 2,2 mld PLN przychodów oraz 86,9 mln PLN zysku netto. Powtórzenie tego wyniku na dole rachunku zysków w 2H'14 wydaje się mało prawdopodobne ze względu na zakładaną niską kontrybucję deweloperki (spółce pozostał jeden mały projekt do przekazania na przełomie 3/4Q'14; w 1H'14 segment miał 25,7 mln PLN zysku netto). Marża segmentu budowlanego dość mocno fluktuowała w obecnym roku (1Q'14: 10,6%, 2Q'14: 6,8%) – w 2H'14 spodziewamy się ustabilizowanie się jej w okolicach średniej wartości za 1H'14. Pozycja gotówkowa spółki po 2Q'14 była lepsza o ok 0,3 mld PLN r/r. Powtórzenie poziomu z ubiegłego roku (1,6 mld PLN) na koniec 4Q'14 wydaje się jednak trudne: w 4Q'13 sprzedany został Danwood, fizyczny start nowych kontraktów drogowych, co pociągnęłoby za sobą dodatnie przepływy, nastąpi w większości wypadków w 2015 roku.

W ostatnich miesiącach spółka wystartowała z kolejnymi etapami taniego projektu deweloperskiego w Krakowie (Avia). Wpłyne to na obniżenie marżowości segmentu w 2016/17 roku jednak spółka odmrozi gotówkę na zakup gruntów w lepszych lokalizacjach. Na początku 2015 roku (planowane głosowanie nad układem) może rozstrzygnąć się w końcu sprawa przyszłości PNI. Spółka to posiada znaczną bazę sprzętową. Mimo wpadki z przejęciem Budimex starał się w ostatnich latach samodzielnie zbudować kompetencje w tym obszarze (LCS Iława, PKM). Spodziewamy się, że w nowym rozdaniu przetargów kolejowych będzie aktywnym graczem.

Wycena DCF [PLN]	135,6
Wycena porównawcza [PLN]	102,2
Wycena końcowa [PLN]	125,6
Potencjał do wzrostu / spadku	1,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	124,1
Kapitalizacja [mln PLN]	3 168,3
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	135,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	111,2
Stopa zwrotu za 3 mc*	-6,0%
Stopa zwrotu za 6 mc*	5,0%
Stopa zwrotu za 9 mc*	0,4%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	59,1%
Aviva OFE	7,1%
Pozostali	33,8%

*stopy zwrotu skorygowane o dywidendę

Krzysztof Pado

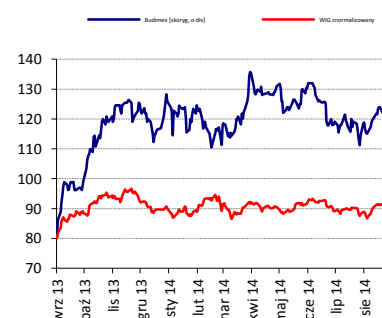
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	5 516,7	6 077,7	4 749,5	4 670,8	4 937,8	5 794,2
EBITDA [mln PLN]	165,0	233,1	362,2	235,1	239,5	282,4
EBIT [mln PLN]	134,7	182,4	333,3	211,5	217,4	259,9
Zysk netto [mln PLN]	75,6	186,0	300,5	167,6	175,8	212,4
P/BV	6,0	7,3	4,9	6,2	6,1	5,7
P/E	41,9	17,0	10,5	18,9	18,0	14,9
EV/EBITDA	9,2	8,3	4,3	7,8	5,6	4,5
EV/EBIT	11,3	10,7	4,7	8,7	6,2	4,9



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	7
WYNIKI ZA 2Q'14 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
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 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 135,6 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych notowanych na GPW, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016, dała wartość 1 akcji na poziomie 102,2 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 końcowa 1 akcji spółki wynosi 125,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	135,6
Wycena metodą porównawczą	30%	102,2
Wycena 1 akcji Budimexu [PLN]		125,6

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:

- Spodziewamy się, że w 2014 roku spółka osiągnie 4,6-4,7 mld PLN przychodów i 235 mln PLN EBITDA. Zwracamy uwagę, że baza porównawcza na tych poziomach jest zawyżona ze względu na sprzedaż w 4Q'13 spółki zależnej Danwood (ok. 400 mln PLN przychodów), na czym zrealizowano 194 mln PLN jednorazowego zysku. Zakładamy, że w 2H'14-2016 spółka będzie podpisywać znaczącą ilość kontraktów drogowych finansowanych z nowego rozdania środków unijnych, co w pierwszej kolejności wpłynie na poprawę pozycji gotówkowej (m.in. zaliczki na poziomie 10% wartości kontraktów, rozliczanie pierwszych faktur). Do 2017 spodziewamy się odbudowy przychodów do poziomu >6 mld PLN. Zakładamy także, że w segmencie deweloperskim uda się zrealizować założenia o sprzedaży notarialnej co najmniej 1 000 mieszkań rocznie od 2016 roku (na okres 2016-17 zakładamy znaczącą realizację przekazania w projekcie Avia w Krakowie).
- W modelu przyjmujemy, że marża EBITDA grupy nie przekroczy 5%. W dłuższym terminie zakładamy, że znajdzie się lekko poniżej tego pułapu (m.in. ze względu na niższą podaż kontraktów infrastrukturalnych po 2020 roku). W ostatnich 10 latach, po wyłączeniu salda pozostałej działalności operacyjnej i wyniku na instrumentach pochodnych, marża EBITDA wahała się w dość szerokim przedziale -0,3% do 8,6%. Zwracamy jednak uwagę, że w dużej mierze było to pochodną ruchów na poziomie rezerw dotyczących strat na kontraktach (ujmowanych już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży). Historycznie Budimex dość konserwatywnie podchodzi do wycen kontraktów w ich początkowej fazie realizacji. Nie można wykluczyć sytuacji, w których spółka, dostrzegając ryzyka, zawiązuje rezerwy na kontraktach, by później je sukcesywnie (lub jednorazowo) rozwiązywać, jeśli nie dojdzie do ich materializacji. Może to wpływać na większą fluktuację marż niż założono to w naszym modelu, jednak nie ma wpływu na przepływy gotówkowe.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Nie zakładamy powrotu do konsolidacji wyników PNI ani nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 08.09.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3 463 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 135,6 PLN.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	4 670,8	4 937,8	5 794,2	6 210,1	5 971,9	5 455,9	5 093,2	5 073,1	5 107,8	5 162,3
EBIT [mln PLN]	211,5	217,4	259,9	287,1	265,5	228,4	217,3	216,2	219,3	221,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	40,2	41,3	49,4	54,6	50,4	43,4	41,3	41,1	41,7	42,1
NOPLAT [mln PLN]	171,3	176,1	210,5	232,6	215,0	185,0	176,0	175,1	177,6	179,7
Amortyzacja [mln PLN]	23,7	22,1	22,5	23,6	24,6	25,1	25,3	25,4	25,5	25,6
CAPEX [mln PLN]	-16,2	-23,7	-25,2	-26,4	-26,6	-26,2	-26,1	-26,1	-25,7	-25,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-149,0	489,3	24,3	-40,6	-518,1	-189,3	-76,9	-1,6	20,9	16,0
FCF [mln PLN]	29,1	663,8	232,1	189,2	-305,0	-5,4	98,3	172,7	198,4	195,6
DFCF [mln PLN]	28,4	592,9	190,3	142,3	-210,5	-3,4	57,1	92,1	97,0	87,8
Suma DFCF [mln PLN]	1 073,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 470,2		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 108,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 182,0									
Dług netto 2013 [mln PLN]	-1 604,5									
Wyplacona dywidenda 2014 [mln PLN]	302,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]	21,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 462,6									
Ilość akcji [mln szt.]	25 530									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	135,6									

Przychody zmiana r/r	-1,7%	5,7%	17,3%	7,2%	-3,8%	-8,6%	-6,6%	-0,4%	0,7%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-36,6%	2,8%	19,6%	10,5%	-7,5%	-14,0%	-4,8%	-0,5%	1,5%	1,1%
FCF zmiana r/r	-	2178,6%	-65,0%	-18,5%	-	-	-	75,7%	14,9%	-1,4%
Marża EBITDA	5,0%	4,9%	4,9%	5,0%	4,9%	4,6%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża EBIT	4,5%	4,4%	4,5%	4,6%	4,4%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Marża NOPLAT	3,7%	3,6%	3,6%	3,7%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	68,3%	107,1%	112,0%	111,6%	107,9%	104,2%	103,3%	102,9%	100,5%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	3,2%	-9,9%	-0,4%	0,7%	8,7%	3,5%	1,5%	0,0%	-0,4%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-189,3%	-183,2%	-2,8%	9,8%	-217,5%	-36,7%	-21,2%	-8,1%	-60,1%	-29,4%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
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%	99,4%	99,5%	99,5%	99,5%	99,7%	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	1,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	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	130,3	134,5	139,7	146,3	154,9	166,7	183,7	210,4	258,4
	0,8	126,5	130,2	134,7	140,3	147,5	157,2	170,6	190,9	224,6
	0,9	123,1	126,3	130,2	135,1	141,2	149,2	160,0	175,8	200,5
	1,0	120,0	122,9	126,3	130,4	135,6	142,3	151,2	163,7	182,5
	1,1	117,2	119,7	122,7	126,3	130,8	136,4	143,8	153,9	168,5
	1,2	114,6	116,8	119,5	122,6	126,5	131,3	137,5	145,8	157,4
	1,3	112,2	114,2	116,5	119,3	122,7	126,8	132,1	138,9	148,3

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%	134,5	139,3	145,4	153,2	163,6	178,2	200,0	236,4	309,2
	4%	126,5	130,2	134,7	140,3	147,5	157,2	170,6	190,9	224,6
	5%	120,0	122,9	126,3	130,4	135,6	142,3	151,2	163,7	182,5
	6%	114,6	116,8	119,5	122,6	126,5	131,3	137,5	145,8	157,4
	7%	110,0	111,8	113,9	116,3	119,2	122,8	127,3	133,1	140,7
	8%	106,1	107,6	109,2	111,1	113,4	116,1	119,4	123,6	128,9
	9%	102,8	104,0	105,3	106,8	108,6	110,7	113,2	116,3	120,2

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%	183,6	176,2	169,5	163,6	158,2	153,4	148,9	144,9	141,2
	4%	167,5	159,9	153,4	147,5	142,4	137,8	133,6	129,9	126,5
	5%	154,9	147,5	141,2	135,6	130,8	126,5	122,7	119,2	116,2
	6%	144,9	137,8	131,7	126,5	121,9	118,0	114,5	111,4	108,6
	7%	136,7	129,9	124,1	119,2	115,0	111,4	108,2	105,3	102,8
	8%	129,9	123,4	118,0	113,4	109,5	106,1	103,1	100,5	98,2
	9%	124,1	118,0	112,9	108,6	104,9	101,8	99,1	96,7	94,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

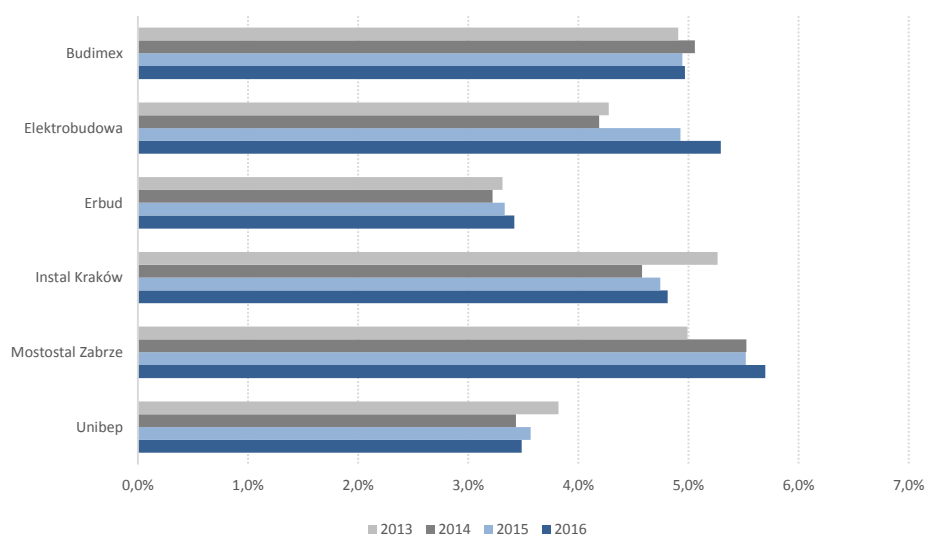
Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek działających w sektorze budowlanym notowanych na GPW. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach. Dla 2014 roku przypisaliśmy wagę 20%, dla kolejnych lat po 40%. **Porównując wyniki Budimexu ze wskaźnikami innych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 102,2 PLN.** Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Spółka jest handlowana z wyraźną premią na bazie P/E, jednak przy wskaźniku EV/EBITDA, który uwzględnia pozycję gotówkową, premia zanika w okresie 2015-16.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Elektrobudowa	16,4	11,3	9,2	7,9	6,1	5,3
Erbud	13,9	11,9	10,1	6,4	5,7	5,1
Instal Kraków	7,7	7,5	8,3	4,2	3,8	3,3
Mostostal Zabrze*	15,7	13,6	11,6	7,6	6,9	6,1
Unibep	12,1	10,1	9,1	6,5	5,3	4,6
Mediana	13,9	11,3	9,2	6,5	5,7	5,1
Budimex	18,9	18,0	14,9	7,8	5,6	4,5
Premia / dyskonto	36,1%	58,8%	62,6%	20,5%	-1,8%	-10,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	91,2	78,2	76,3	111,8	125,0	130,2
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	80,0			124,4		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	102,2					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, obliczenia własne, *wskaźniki nie uwzględniają sprzedaży działek

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A., Budimex – EBITDA'13 skoryg. o saldo PPO/PKO

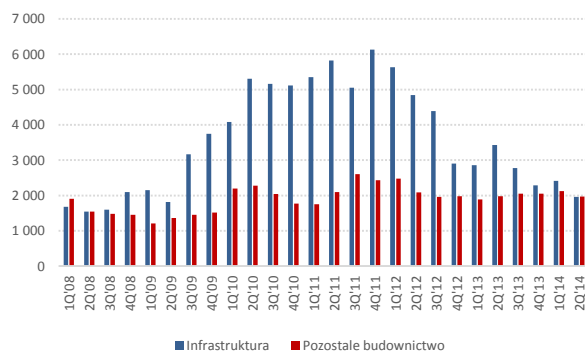
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Kontrakty budowlane o wartości >100 mln PLN realizowane przez Budimex

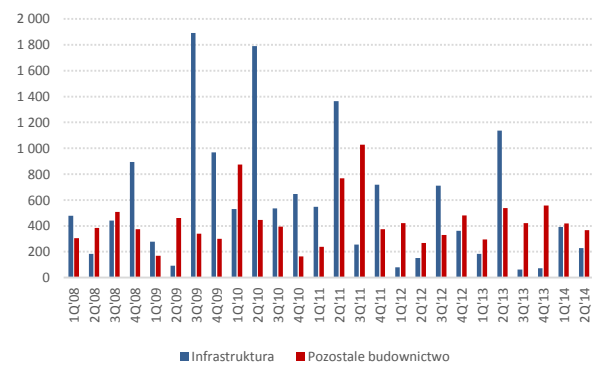
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Udział	Termin
nko	GDDKiA	Kontynuacja projektu i budowy autostrady A-1 Stryków – Tuszyń (Zadanie I)	135,6	50%	
nko	GDDKiA	Kontynuacja projektu i budowy autostrady A-1 Stryków – Tuszyń (Zadanie III)	132,9	50%	
2014-08-14	Ferrero Polska	Budowa magazynu i hali produkcyjnej w Belsku Dużym	153,7		2015-08
nko	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S7 (Jędrzejów - granica woj. świętokrzyskiego)	269,2	95%	
2014-07-31	GDDKiA	Zaprojektowanie i wybudowanie drogi ekspresowej S5 (Korzeńsko - Widawa odc. 1.)	234,3	50%	2017-07
2014-07-10	PGE	Budowa nowego bloku energetycznego w Elektrowni Turów	725,1	22%	56 m-cy**
2014-05-28	PKP	Dworzec Kolejowy Bydgoszcz Główna	120,7	90%	2016-11
2014-02-21	GDDKiA	Dokończenie budowy drogi ekspresowej S5 odcinek Kaczkowo – Korzeńsko	198,8		2014-11
2013-07-18	UJ Kraków	Budowa budynku dla potrzeb Wydziału Chemii UJ	130,9		2015-07
2013-05-06	GDDKiA	Kontynuacja budowy autostrady A4 na odcinku węzeł Krzyż – węzeł Dębica Pustynia	399,0	50%	2014-11
2013-05-06	PKM	Budowa Pomorskiej Kolei Metropolitalnej, Etap I	553,1	95%	2015-04
2013-02-11	UM w Białymstoku	Przebudowa Uniwersyteckiego Szpitala Klinicznego UM w Białymstoku	137,8		2017-03
2012-10-26	GTL	Budowa nowej drogi startowej w Porcie Lotniczym "Katowice" w Pyrzowicach	121,6		2014-09
2012-10-25	Gmina Lublin	Budowa Centrum Spotkania Kultur w Lublinie	163,7		2015-06
2012-09-03	ZIKIT w Krakowie	Przebudowa linii tramwajowej w Krakowie	113,4		2014-09
2012-08-31	PUHP Lech	Zaprojektowanie i budowa Zakładu Unieszkodliwiania Odpadów w Białymstoku	167,8	50%	2015-12
2012-08-21	ZDiM w Lublinie	Budowa drogi dojazdowej do węzła drogowego "Dąbrowica" obwodnicy miasta Lublin	259,6		2014-09
2011-03-11	GDDKiA	Zaprojektowanie i wykonanie obwodnicy Augustowa	536,0		2014-09

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, * w części przypadającej na Budimex, ** od polecenia rozpoczęcia prac (spodziewane na przełomie 2014/15)

Struktura portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

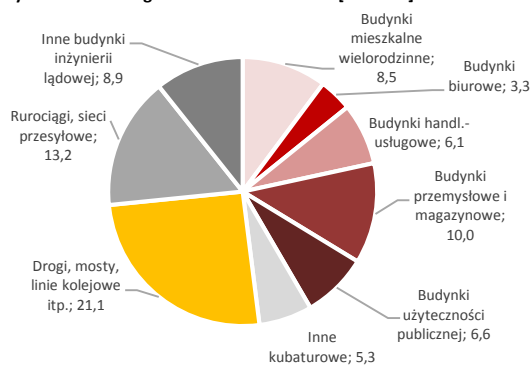


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

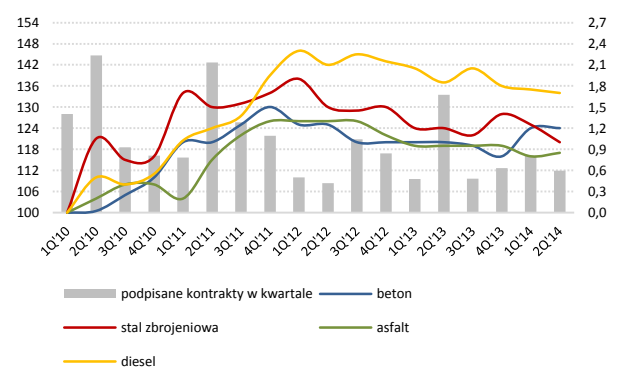
Struktura rynku budowlanego w Polsce w 2013 roku [mld PLN]



Źródło: BDM S.A., GUS

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ceny podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



Źródło: DM BDM S.A., Budimex

Na koniec 2Q'14 portfel zamówień Budimexu sięgał 3,9 mld PLN. Dla porównania po 1Q'14 było to 4,5 mld PLN a po 2Q'13: 5,4 mld PLN. Spadek wartości portfela jest pochodną ograniczonej ilości podpisanych nowych umów z GDDKiA. Oczekujemy jednak, że ten stan w najbliższych kwartałach ulegnie zmianie. Spółka ma najkorzystniejsze oferty na trzech przetargach (w tym dwa dotyczą dokończenia prac na A1) oraz zaferowała najniższe ceny na trzech kolejnych. Dodatkowo w 3Q'14 została podpisana umowa na budowę Elektrowni Turów, która ma dać spółce 725 mln PLN przychodów.

Końcówka sierpnia przyniosła dość znaczny wysyp otwarć kopert na nowych przetargach. Zwracają uwagę dwa czynniki: i) zmniejszyła się liczba końcowych oferentów do 4-6 (wcześniej zwykle 6-10), ii) wzrósł wskaźnik najniższej ceny do budżetu (do około 80-90% z początkowych ok 70-75%). Spodziewamy się, że w najbliższych kilku tygodniach dojdzie do kolejnej sporej liczby otwarć ofert (szacujemy, że do końca roku mogą to być jeszcze przetargi o wartości 5-7 mld PLN netto).

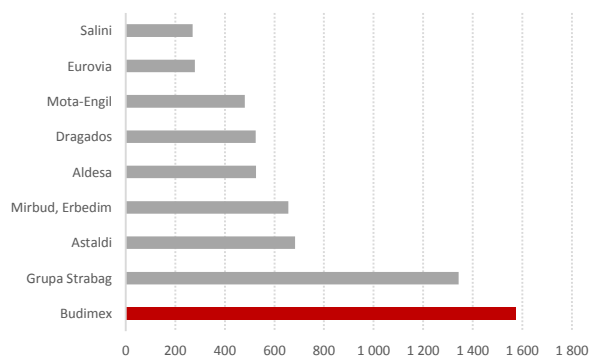
Wolniej od wcześniejszych oczekiwań idzie jednak finalne podpisywanie umów. W połowie 2013 roku (gdy GDDKiA z pompą wystartowała z procedurami przetargowymi) zakładano, że umowy będą podpisywane w 1H'14. Ostatecznie jednak samo składanie ofert przesunęło się o 1-2Q (pierwotnie zakładano, że sporo zostanie rozstrzygnięte w okolicach przełomu 4Q'13/1Q'14), co przekłada się na poślizg z podpisywaniu umów (przeciętnie umowy są formalizowane około 3-6 miesięcy od otwarcia kopert przetargowych). Budimex z nowego rozdania podpisał dotychczas jedynie umowę na odcinek S5 w lipcu. Pozostałe podpisane przez spółkę kontrakty drogowe w 2014 dotyczą dokończenia realizacji zleceń po podmiotach budowlanych, które popadły w problemy.

Złożone oferty na przetargach drogowych w 2014 roku z nowego budżetu UE [mln PLN, netto]

Zróżnione oferty na przetargach drogowych w 2014 roku z nowego budżetu GE (miln PLN, netto)											
Data*	odcinek	budżet	1 oferta	1/budżet	1/2	1/3	Budimex	Budimex/1	oferty	BDX - miejsce	
2014-02-06	DK 41,46	347,1	250,0	Mota-Engil, Himmel i Papesch	72,0%	94,4%	90,9%	275,1	110,1%	8	3
2014-02-18	S19	373,0	278,5	Eurovia, Warbud	74,7%	98,3%	90,2%	283,3	101,7%	8	2
2014-02-25	S19	312,3	235,7	Aldeza	75,5%	96,2%	92,8%	263,4	111,7%	10	6
2014-04-09	S5	694,4	468,5	Budimex, Heilit+Woerner	67,5%	99,5%	97,3%	468,5	100,0%	4	1
2014-04-10	S3	406,4	235,0	Dragados	57,8%	98,1%	97,5%	241,2	102,6%	9	3
2014-04-10	S3	181,8	83,6	Budimex	46,0%	94,5%	-	83,6	100,0%	11	1
2014-04-15	S7	475,3	283,4	Budimex	59,6%	94,8%	93,5%	283,4	100,0%	8	1
2014-05-01	S5	456,6	387,3	Budimex	84,8%	85,4%	84,6%	387,3	100,0%	5	2
2014-05-06	S8	485,8	353,5	Astaldi	72,8%	91,9%	89,2%	384,8	108,9%	7	1
2014-05-27	S7	496,2	430,0	Strabag	86,7%	94,7%	91,9%	468,0	108,8%	10	2
2014-06-04	S8	384,3	269,6	Salini, Todini, Export-Pribex	70,2%	83,2%	62,7%	448,4	166,3%	6	2
2014-06-04	S8	363,6	330,0	Astaldi, PBDiM Mińsk Maz.	90,8%	99,7%	82,7%	399,0	120,9%	9	3
2014-06-17	DK 8	261,7	144,6	Strabag	55,3%	97,1%	93,7%	181,3	125,4%	6	5
2014-06-08	DK20	182,8	133,9	Strabag	73,2%	98,3%	92,7%	146,6	109,5%	5	3
2014-06-08	S19	340,1	344,6	Budimex	101,3%	97,8%	95,4%	344,6	100,0%	11	9
2014-08-19	S11	271,7	231,1	Mota-Engil	85,1%	97,0%	94,8%	249,0	107,8%	9	5
2014-08-19	S11	248,8	238,5	Budimex	95,9%	95,6%	77,6%	238,5	100,0%	6	1
2014-08-20	S3	391,4	288,7	Dragados	73,8%	87,2%	83,1%	362,7	125,6%	4	4
2014-08-21	S7	218,7	186,5	Strabag	85,3%	97,5%	95,7%	191,3	102,6%	3	1
2014-08-21	S7	252,3	213,9	Strabag	84,8%	95,5%	91,7%	233,2	109,0%	5	5
2014-08-26	DK 15/25	317,8	291,9	Mirbud, Erbedim	91,8%	98,2%	94,3%	312,5	107,1%	5	2
2014-08-28	S3	413,1	364,2	Mirbud, Erbedim	88,2%	91,6%	89,1%	410,6	112,7%	4	4
2014-09-05	S51	369,4	289,3	Aldeza	78,3%	90,1%	87,8%	329,5	113,9%	7	3

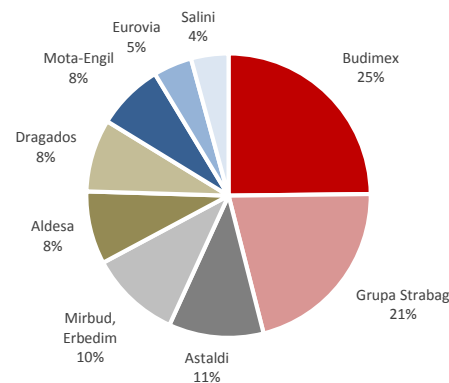
Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, wartości netto, *data złożenia ofert

Wartości najniższych ofert w nowych przetargach drogowych wg spółek [mln PLN]*



Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, *nie dotyczy umów na dokończenie prac

Udział w rynku wg wartości najniższych ofert w nowych przetargach drogowych*



Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, *nie dotyczy umów na dokończenie prac

Przetargi drogowe z nowego budżetu UE [mln PLN]

Droga	Długość [km]	Kosztorys [mln PLN]	Wkład UE [mln PLN]	Data ogłoszenia przetargu*	Planowane zakończenie prac
A1 Tuszyn - Pyrzowice	139	7 654	0		
A18 Olszyna - Golinice	71	1 176	0		
S1 Pyrzowice – Bielsko Biała	56	3 670	2 569		
S2/A2 Warszawa – Siedlce	79	10 207	4 162	2013/14	2019
S2/A2 Siedlce – gr. państwa	87	4 664	0		
S3 Świnoujście - Szczecin	53	2 556	1 579		
S3 Sulechów – Legnica - Lubawka	211	8 925	6 217	2013/14	2020
S5 Nowe Marzy – Bydgoszcz - Poznań - Wrocław	275	11 480	8 036	2013/14	2018
S6 Szczecin - Koszalin - Słupsk - Gdańsk	317	13 552	9 486	2014/15	2020
S7 Gdańsk – Warszawa - Kraków - Rabka	439	27 679	19 375	2013/17	2021
S8 Radziejowice – Białystok	105	4 860	3 402	2013/14	2018
S10 Płońsk – Toruń - Bydgoszcz - Piła - Szczecin	374	12 702	8 891		
S11 Koszalin - Piła - Poznań - Katowice	450	15 834	11 084		
S12 Piotrków Tryb. – Radom - Lublin - Dorohusk	242	9 637	6 746		
S14 Zach. Obw. Łodzi (A2-S8)	29	1 656	1 159		
S17 Warszawa – Lublin	127	6 659	4 661	2013/16	2020
S17 Lublin – Hrebennie	113	5 721	4 004		
S19 granica – Białystok (S8) - Lublin	322	12 799	8 959		
S19 Lublin – Rzeszów	159	6 891	4 823	2013/15	2019
S19 Rzeszów – granica	85	8 880	6 216		
S51 Olsztyn - Olsztynek	13	484	338	2013	2016
S61 Ostrów Maz. – obw. Augustowa - granica	193	7 212	5 049	2014/17	2020
S69 Bielsko - Biała - gr. państwa	9	1 682	1 177		
S74 Sulejów – Kielce - Nisko	200	9 544	6 681		
suma	4 148	196 122	124 616		

Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, *wg Dokumentu Implementacyjnego do Strategii Rozwoju Transportu do 2020 r (9.12.2013), harmonogram części projektów będzie dopiero ustalony i może wykraczać poza 2020 rok

WYNIKI ZA 2Q'14 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 2Q'2014 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	2Q'14 P BDM	odchylenie	2Q'14 konsensus	odchylenie
Przychody	1 234,6	1 319,1	6,8%	1 196,3	10,3%	1 181,6	11,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	98,1	101,0	3,0%	102,7	-1,6%	-	-
Zysk na sprzedaży	52,7	50,3	-4,6%	54,3	-7,3%	-	-
EBITDA	53,7	63,1	17,5%	59,9	5,4%	-	-
EBIT	46,0	57,5	24,9%	53,9	6,6%	53,4	7,6%
Zysk brutto	44,1	55,8	26,6%	51,5	8,4%	-	-
Zysk netto	32,8	44,2	34,5%	41,5	6,4%	43,0	2,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,9%	7,7%		8,6%		-	
Marża EBITDA	4,4%	4,8%		5,0%		-	
Marża EBIT	3,7%	4,4%		4,5%		4,5%	
Marża zysku netto	2,7%	3,3%		3,5%		3,6%	

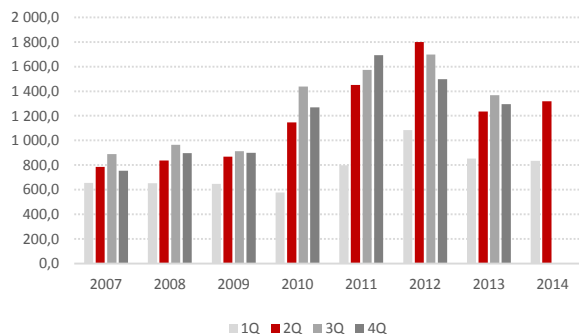
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]

Razem (po wyłączeniach)	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody ze sprzedaży	1 451,1	1 573,8	1 693,8	1 083,3	1 800,4	1 696,7	1 497,2	853,0	1 234,6	1 367,6	1 294,2	834,0	1 319,1	5 516,5	6 077,7	4 749,5
Wynik brutto ze sprzedaży	109,9	118,3	134,2	77,8	151,5	67,3	163,2	83,5	98,1	103,5	110,4	108,3	101,0	456,8	459,9	395,4
SG&A	42,4	40,9	42,2	49,6	58,4	47,9	61,8	44,7	45,4	47,8	53,4	47,7	50,7	162,6	217,7	191,3
Saldo PPO/PKO	19,5	26,1	-194,4	2,2	-71,4	26,8	-31,0	5,0	-3,1	-4,1	132,4	-8,1	7,2	-148,3	-73,4	130,3
Zysk z instrumentów pochodnych	0,6	-12,0	0,2	6,8	-2,5	6,8	2,6	-1,2	-3,6	3,5	0,2	0,0	0,0	-11,2	13,7	-1,1
EBIT	87,5	91,5	-102,3	37,2	19,2	53,0	73,0	42,6	46,0	55,1	189,6	52,5	57,5	134,7	182,4	333,3
Przychody zmiana r/r	26,4%	9,5%	33,6%	35,8%	24,1%	7,8%	-11,6%	-21,3%	-31,4%	-19,4%	-13,6%	-2,2%	6,8%	24,5%	10,2%	-21,9%
Marża brutto ze sprzedaży	7,6%	7,5%	7,9%	7,2%	8,4%	4,0%	10,9%	9,8%	7,9%	7,6%	8,5%	13,0%	7,7%	8,3%	7,6%	8,3%
Marża EBIT	6,0%	5,8%	-6,0%	3,4%	1,1%	3,1%	4,9%	5,0%	3,7%	4,0%	14,6%	6,3%	4,4%	2,4%	3,0%	7,0%
Działalność budowlana	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	1 339,5	1 469,5	1 567,9	993,0	1 666,9	1 563,2	1 218,1	667,9	1 029,0	1 193,8	1 114,8	660,4	1 228,2	5 007,6	5 441,2	4 005,6
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	51,3	47,5	48,4	51,4	46,1	36,2	31,2	26,5	41,7	34,7	32,3	35,1	36,0	185,2	164,8	135,1
Wynik brutto ze sprzedaży	99,6	108,1	121,8	71,6	133,3	53,0	101,8	50,7	76,6	85,1	91,8	73,4	85,4	396,7	359,7	304,2
SG&A	37,0	35,4	36,0	44,3	52,6	43,1	53,4	37,1	36,2	39,3	45,7	41,4	44,1	140,2	193,4	158,4
Saldo PPO/PKO	18,4	22,7	-196,1	2,6	-71,3	28,3	-18,2	0,7	-2,8	-5,2	-1,4	-8,1	7,4	-154,1	-58,6	-8,7
Zysk z instrumentów pochodnych	-0,9	-2,6	0,0	0,8	-0,7	2,6	1,0	-0,5	-0,6	0,3	-0,2	0,0	0,0	-3,0	3,6	-0,9
EBIT	80,1	92,8	-110,4	30,6	8,6	40,9	31,2	13,8	37,0	40,9	44,6	24,0	48,7	99,3	111,3	136,3
Przychody razem zmiana r/r	40,0%	18,9%	37,0%	56,2%	23,2%	5,4%	-22,7%	-33,5%	-37,5%	-23,2%	-8,2%	0,2%	18,1%	36,1%	8,0%	-26,1%
Marża brutto ze sprzedaży	7,2%	7,1%	7,5%	6,9%	7,8%	3,3%	8,2%	7,3%	7,2%	6,9%	8,0%	10,6%	6,8%	7,6%	6,4%	7,3%
Marża EBIT	5,8%	6,1%	-6,8%	2,9%	0,5%	2,6%	2,5%	2,0%	3,5%	3,3%	3,9%	3,4%	3,8%	1,9%	2,0%	3,3%
Działalność deweloperska	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	50,9	27,4	40,6	31,7	51,4	42,0	196,9	90,8	52,6	23,4	57,8	138,6	58,1	247,8	322,0	224,6
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6
Wynik brutto ze sprzedaży	9,0	3,9	5,4	6,2	12,8	9,7	44,9	19,4	10,3	6,1	9,4	28,3	12,4	42,2	73,6	45,1
SG&A	4,7	4,5	5,2	4,0	4,9	3,7	9,7	5,7	5,5	4,6	5,7	6,8	6,0	20,3	22,3	21,5
Saldo PPO/PKO	1,4	3,4	2,0	-0,3	-0,2	-1,6	-12,4	-0,7	0,3	1,4	-58,2	0,0	0,0	6,5	-14,6	-57,2
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	5,7	2,8	2,2	1,9	7,7	4,4	22,8	13,0	5,1	2,8	-54,5	21,5	6,4	28,5	36,7	-33,6
Przychody razem zmiana r/r	-60,5%	-77,7%	-8,2%	-75,3%	0,8%	52,4%	384,5%	185,9%	2,6%	-43,9%	-70,6%	52,6%	10,6%	-50,0%	29,9%	-30,1%
Marża brutto ze sprzedaży	17,6%	14,3%	13,3%	19,5%	25,0%	23,1%	22,8%	21,3%	19,5%	25,9%	16,2%	20,4%	21,3%	17,0%	22,8%	20,0%
Marża EBIT	11,2%	10,3%	5,4%	5,9%	14,9%	10,4%	11,6%	14,3%	9,6%	12,0%	-93,9%	15,5%	11,0%	11,5%	11,4%	-14,9%
Pozostała działalność	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	60,7	76,9	85,3	58,7	82,1	91,5	82,2	94,3	153,0	150,3	121,6	35,0	32,7	261,1	314,5	519,2
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	8,4	5,0	1,7	3,1	8,0	0,0	0,0	17,4
Wynik brutto ze sprzedaży	4,4	8,6	10,1	6,8	8,7	9,7	5,7	9,9	14,9	16,2	11,3	3,3	2,8	25,7	31,0	52,2
SG&A	3,3	3,4	3,9	3,3	3,9	3,9	4,6	5,5	7,7	7,2	5,3	2,5	2,1	13,2	15,7	25,7
Saldo PPO/PKO	-0,3	0,1	-0,3	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,5	-0,3	196,9	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	196,2
Zysk z instrumentów pochodnych	1,4	-9,4	0,2	6,1	-1,8	4,2	1,6	-0,7	-3,1	3,2	0,3	0,0	0,0	-8,2	10,0	-0,2
EBIT	2,3	-4,1	6,1	9,6	3,2	10,0	2,3	3,8	3,6	11,9	203,2	0,8	0,5	3,7	25,1	222,5
Przychody razem zmiana r/r	107,5%	73,6%	30,8%	53,4%	35,3%	19,1%	-3,6%	64,8%	96,5%	69,6%	49,9%	-60,6%	-74,8%	63,2%	20,5%	70,6%
Marża brutto ze sprzedaży	7,2%	11,2%	11,9%	11,7%	10,6%	10,7%	6,9%	10,3%	9,2%	10,4%	9,1%	8,6%	6,9%	9,8%	9,8%	9,7%
Marża EBIT	3,8%	-5,3%	7,2%	16,4%	3,9%	11,0%	2,8%	4,0%	2,2%	7,7%	164,8%	2,0%	1,2%	1,4%	8,0%	41,5%
Wyłączenia	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	2011	2012	2013
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-51,4	-47,6	-48,6	-51,5	-46,1	-36,2	-31,6	-29,0	-50,2	-39,8	-34,1	-38,4	-44,2	-185,7	-165,3	-153,1
Wynik brutto ze sprzedaży	-3,0	-2,3	-3,1	-6,8	-3,3	-5,1	10,9	3,5	-3,7	-3,9	-2,1	3,3	0,3	-7,8	-4,4	-6,2
EBIT	-0,5	0,0	-0,2	-4,9	-0,2	-2,3	16,7	12,0	0,4	-0,6	-3,7	6,2	2,0	3,2	9,4	8,1

Źródło: DM BDM S.A., Raporty okresowe spółki

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

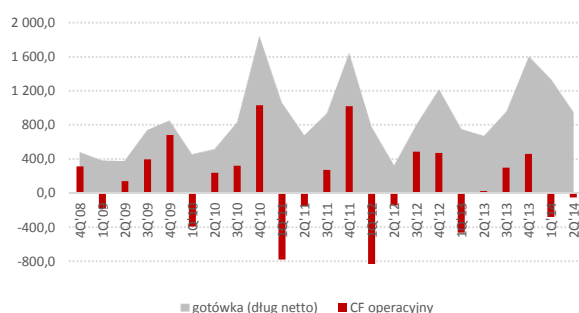


Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



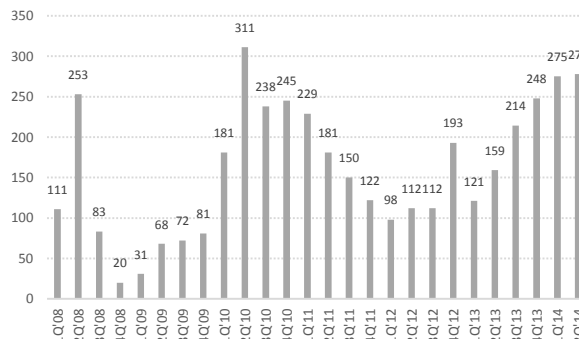
Źródło: BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna sprzedaż mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

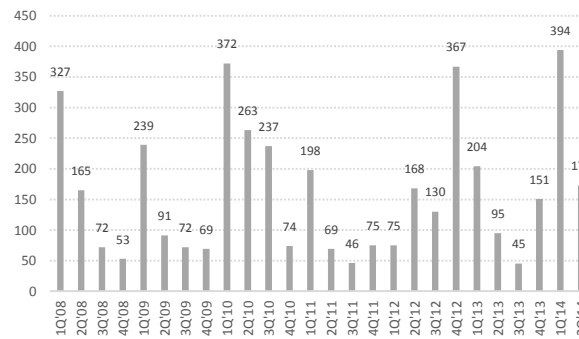
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Projekty w realizacji

	liczba mieszkań [szt]	przedsprzedaż [szt]	zakończenie budowy	cena brutto [tys PLN]
Warszawa Pod Słońce I	99	97	3Q'14	
Warszawa Pod Słońce II	141	133	4Q'15	
Warszawa Wiślan Mokotów	152	108	2Q'15	6,8-7,5
Warszawa Gocławska II	89	50	3Q'15	6,5-7,2
Kraków Avia II	123	90	4Q'15	
Kraków Avia III	139	0	3Q'16	4,0-4,4
Kraków Avia IV	183	0	4Q'16	4,4-4,8
Kraków Myśliwska III	107	97	1Q'15	
Poznań Rolna I	147	115	2Q'15	5,1-5,2
Poznań Rolna II	159	20	1Q'16	5,5-5,9
Poznań Smolna III	178	0	3Q'16	5,4-5,9
razem	1 517	710		
gotowe	39	19		

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna sprzedaż notarialna mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

2Q'2014...

W 2Q'14 Budimex pokazał pierwszy od 3Q'12 wzrost sprzedaży r/r (+6,8%). Tym samym spółka wyraźnie przebiła konsensus i nasze oczekiwania na tym poziomie. Zawiodła nas natomiast marża brutto ze sprzedaży (7,7% vs 8,6% w naszej prognozie) – dość blado na tle poprzednich kwartałów wypadł segment budowlany, który odnotował 6,8% rentowności (najsłabiej od wspomnianego 3Q'12). W segmencie deweloperskim bez niespodzianek (przychody wyraźnie spadły vs 1Q'14 ze względu na niższą liczbę przekazania). Tym samym oczyszczony EBIT (zysk na sprzedaży) był słabszy od naszych założeń (50,3 mln PLN vs 54,3 mln PLN). Spółka pokazała jednak 7,2 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej, co przekłada się na wyższy od oczekiwań wynik EBIT i EBITDA a także zysk netto.

Gotówka netto na koniec 2Q'14 wyniosła 951 mln PLN vs 676 mln PLN rok temu. Pozycja jest lepsza, mimo wypłaty prawie trzykrotnie wyższej dywidendy. Tradycyjnie praktycznie cała ta pozycja pochodzi z długich (w stosunku do spływu należności) terminów płatności podwykonawcom/dostawcom oraz finansowania się z dodatniego salda zaliczek i kaucji.

Okres 2Q'14 nie przyniósł większych ruchów na rezerwach straty, relatywnie wzrosły natomiast rezerwy na naprawy gwarancyjne. Wykorzystanie rezerw nie wpływa negatywnie na raportowany wynik ale generuje negatywny cash flow (wyływ gotówki na pokrycie strat), natomiast rozwiązanie rezerw generuje księgowy wynik, ale bez pokrycia w dodatkowym cash flow.

Skorygowana gotówka netto oraz ruchy na rezerwach [mln PLN]

	2010	2011	2012	2013	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14
gotówka i aktywa finansowe	1 876	1 762	1 318	1 659	735	1 017	1 762	892	446	913	1 318	851	776	1 011	1 659	1 396	1 014
dług oprocentowany	31	112	94	54	51	75	112	108	110	102	94	93	100	50	54	60	64
1) gotówka (dług) netto	1 846	1 650	1 224	1 604	684	942	1 650	784	336	811	1 224	758	676	961	1 604	1 336	951
a) zobowiązania - należności z tyt dostaw, usług i inne	898	1 186	886	649	517	726	1 186	572	614	962	886	498	692	614	649	438	367
b) kwoty należne odbiorcom - od odbiorców	882	808	307	543	361	254	808	425	201	163	307	251	-12	177	543	455	330
c) saldo kaucji	56	93	154	146	68	82	93	103	119	143	154	127	139	139	146	129	145
d) zaliczki	226	358	274	276	233	314	358	405	383	371	274	235	283	353	276	216	251
2) skorygowana gotówka (dług) netto*	-216	-796	-397	-11	-495	-434	-796	-722	-980	-828	-397	-352	-427	-322	-11	99	-142
zapasy	991	1 116	876	697	1 011	1 075	1 116	1 191	1 154	1 090	876	855	838	823	697	645	627
Saldo rezerw na straty i naprawy	581	646	399	382	538	540	646	633	593	605	399	397	377	391	382	382	393
saldo rezerw na straty	476	496	228	209	422	397	496	472	425	434	228	231	206	212	209	207	211
saldo rezerw na naprawy gwarancyjne	104	150	171	173	116	143	150	161	167	171	171	166	171	179	173	175	182
CF operacyjny	1 292	551	-39	374	-153	270	1 018	-856	-146	487	472	-467	25	297	460	-280	-50

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *2=1-a-b-c-d

...i kolejne okresy

Z lutowych wypowiedzi zarządu wynikało, że w 2014 roku trudno będzie w całości zasypać „dziurę” w przychodach po sprzedaży Danwood'u. Większa poprawa sprzedaży ma nastąpić w 2015 a docelowo (w okresie około 3-4 lat) spółka widzi możliwość powrotu do około 6,0 mld PLN rocznej sprzedaży. Spółka nie ma w planach akwizycji, możliwe są natomiast zakupy gruntów. Na sprzedaż nadal wystawiony jest pakiet akcji w Elektromontażu Poznań. Nierozstrzygnięta pozostaje sprawa upadłości PNI, którego Budimex nie konsoliduje od 4Q'12 (głosowanie nad układem ciągle odsuwa się w czasie – obecnie możliwe najwcześniej na przełomie 2014/15).

Spodziewamy się, że w 2014 roku Budimex wypracuje ponad 4,67 mld PLN przychodów i 235 mln PLN EBITDA. Zwracamy uwagę, że baza porównawcza na tych poziomach jest zawyżona ze względu na sprzedaż w 4Q'13 spółki zależnej Danwood (ok. 400 mln PLN przychodów), na czym zrealizowano 194 mln PLN jednorazowego zysku. W stosunku do poprzedniej rekomendacji nieznacznie skorygowaliśmy założenia na 2014 rok. Z głównych zmian w kolejnych latach m.in.: założyliśmy niższe oprocentowanie gotówki netto, podwyższyliśmy także założenia dotyczące przekazania mieszkań w segmencie deweloperskim na lata 2016-18 (jednocześnie obniżając marżę).

Pod koniec czerwca spółka oficjalnie poinformowała o rozpoczęciu budowy 1374 mieszkań w ramach projektu "Nowe Czyżyny" w Krakowie, na który składa się osiedle Avia i budynki przy ul. Orlińskiego. Rynkowa wartość projektu wynosi około 300 mln PLN netto i ma być on zrealizowany w latach 2014–2016 (generalnym wykonawcą prac jest Budimex). Cały grunt w Czyżynach w Krakowie umożliwi wybudowanie łącznie 3500 mieszkań. Według prezentacji po 2Q'14 w ofercie były w tym czasie projekty Avia II, III i IV – obejmują one łącznie 445 mieszkań (etap I oddano w 4Q'13 – 164 mieszkania). Mieszkanie oferowane są w bardzo atrakcyjnych jak na Kraków cenach (4,0-4,8 tys PLN brutto /mkw). Przypominamy, że w 4Q'13 spółka dokonała odpisu księgowego na posiadane grunty (m.in. dotyczyło to gruntu w Czyżynach) – spodziewamy się, że księgowa marża EBIT na projekcie będzie dodatnia.

W okresie 2015-17 spodziewamy się odbudowy poziomu przychodów, głównie na bazie kontraktów infrastrukturalnych. Wzrost wartości realizowanych kontraktów infrastrukturalnych do 2017/18 roku (podpisywanie umów głównie w 2H'14-2016), powinien pozytywnie wpływać na gotówkę w spółce w najbliższych 2 latach – zwracamy uwagę, że w poprzednim cyklu najwyższy poziom gotówki wyprzedził o 1-2 lata szczyt realizacji kontraktów infrastrukturalnych (w 4Q'10 gotówka netto według bilansu sięgnęła rekordowego dotychczas poziomu 1,85 mld PLN).

W modelu przyjmujemy, że marża EBITDA spółki nie przekroczy 5,0% w całym okresie prognozy. W ostatnich 10 latach, po wyłączeniu salda pozostałej działalności operacyjnej i wyniku na instrumentach pochodnych, marża EBITDA wahała się w dość szerokim przedziale -0,3% do 8,6%. Zwracamy jednak uwagę, że w dużej mierze było to pochodną ruchów na poziomie rezerw dotyczących strat na kontraktach (ujmowanych już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży). Historycznie Budimex dość konserwatywnie podchodzi do wycen kontraktów w ich początkowej fazie realizacji. Nie można wykluczyć sytuacji, w których spółka, dostrzegając ryzyka, zawiązuje rezerwy na kontraktach, by później je sukcesywnie (lub

jednorazowo) rozwiązywać, jeśli nie dojdzie do ich materializacji. Może to wpływać na większą fluktuację marż niż założono to w naszym modelu, jednak nie ma wpływu na przepływy gotówkowe.

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	2012	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2013	1Q'14	2Q'14	3Q'14P	4Q'14P	2014P
Przychody ze sprzedaży	1 083,3	1 800,4	1 696,7	1 497,2	6 077,7	853,0	1 234,6	1 367,6	1 294,2	4 749,5	834,0	1 319,1	1 309,1	1 208,5	4 670,8
Zysk brutto ze sprzedaży	77,8	151,5	67,3	163,2	459,9	83,5	98,1	103,5	110,4	395,4	108,3	101,0	103,0	94,6	406,9
Zysk na sprzedaży	28,1	93,2	19,4	101,4	242,1	38,8	52,7	55,7	57,0	204,1	60,6	50,3	55,1	46,6	212,6
EBITDA	50,4	34,3	64,9	83,5	233,1	49,8	53,7	62,3	196,4	362,2	58,6	63,1	60,7	52,7	235,1
EBIT	37,2	19,2	53,0	73,0	182,4	42,6	46,0	55,1	189,6	333,3	52,5	57,5	55,1	46,4	211,5
Zysk (strata) brutto	48,4	10,2	75,7	68,3	202,6	43,1	44,1	54,7	189,4	331,3	54,4	55,8	53,5	44,3	208,0
Zysk (strata) netto	37,1	-15,0	54,6	109,3	186,0	35,0	32,8	43,2	189,5	300,5	42,8	44,2	43,1	37,6	167,6
Marża brutto ze sprzedaży	7,2%	8,4%	4,0%	10,9%	7,6%	9,8%	7,9%	7,6%	8,5%	8,3%	13,0%	7,7%	7,9%	7,8%	8,7%
Marża EBITDA	4,7%	1,9%	3,8%	5,6%	3,8%	5,8%	4,4%	4,6%	15,2%	7,6%	7,0%	4,8%	4,6%	4,4%	5,0%
Marża EBIT	3,4%	1,1%	3,1%	4,9%	3,0%	5,0%	3,7%	4,0%	14,6%	7,0%	6,3%	4,4%	4,2%	3,8%	4,5%
Marża zysku netto	3,4%	-0,8%	3,2%	7,3%	3,1%	4,1%	2,7%	3,2%	14,6%	6,3%	5,1%	3,3%	3,3%	3,1%	3,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji [mln PLN]

	2014 poprzednio	2014 aktualnie	zmiana	2015 poprzednio	2015 aktualnie	zmiana	2016 poprzednio	2016 aktualnie	zmiana
Przychody	4 631,2	4 670,8	0,9%	5 016,8	4 937,8	-1,6%	5 645,0	5 794,2	2,6%
EBITDA	231,3	235,1	1,7%	240,4	239,5	-0,4%	275,0	282,4	2,7%
EBIT	207,6	211,5	1,8%	218,3	217,4	-0,4%	252,5	259,9	2,9%
Zysk (strata) netto	167,3	167,6	0,2%	184,1	175,8	-4,5%	214,6	212,4	-1,0%
Gotówka netto	1 407	1 329	-5,6%	1 890	1 828	-3,3%	1 865	1 896	1,6%
Marża EBITDA	5,0%	5,0%		4,8%	4,9%		4,9%	4,9%	
Marża EBIT	4,5%	4,5%		4,4%	4,4%		4,5%	4,5%	
Marża zysku netto	3,6%	3,6%		3,7%	3,6%		3,8%	3,7%	

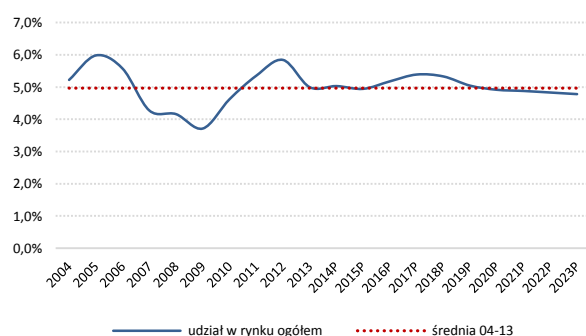
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2014 BDM	2014 konsensus	odchylenie	2015 BDM	2015 konsensus	odchylenie	2016 BDM	2016 konsensus	odchylenie
Przychody	4 670,8	4 561,0	2,4%	4 937,8	5 093,0	-3,0%	5 794,2	5 775,0	0,3%
EBITDA	235,1	225,8	4,2%	239,5	260,6	-8,1%	282,4	302,6	-6,7%
EBIT	211,5	200,8	5,3%	217,4	236,4	-8,1%	259,9	278,6	-6,7%
Zysk (strata) netto	167,6	167,6	0,0%	175,8	192,6	-8,7%	212,4	224,3	-5,3%
Gotówka netto	1 329	1 304	1,9%	1 828	1 435	27,4%	1 896	1 413	34,2%
Marża EBITDA	5,0%	4,9%		4,9%	5,1%		4,9%	5,2%	
Marża EBIT	4,5%	4,4%		4,4%	4,6%		4,5%	4,8%	
Marża zysku netto	3,6%	3,7%		3,6%	3,8%		3,7%	3,9%	

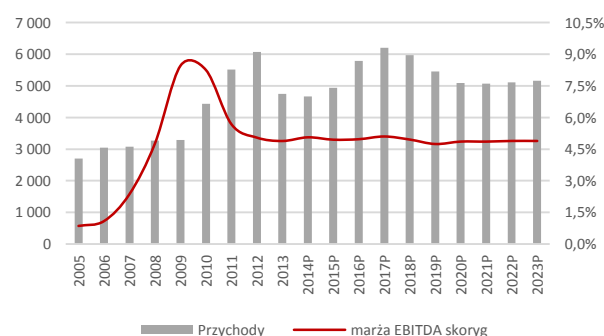
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Udział Budimexu w rynku budowlanym



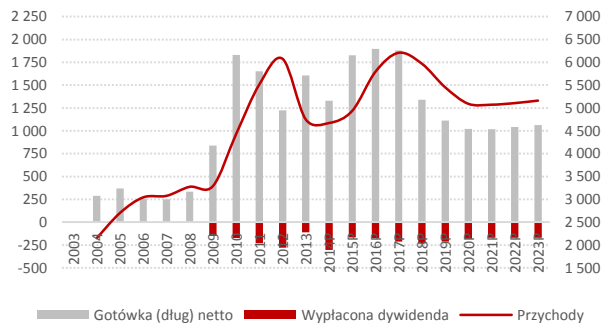
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i marża EBITDA



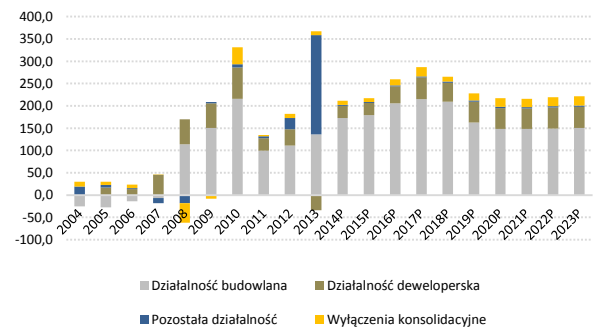
Źródło: DM BDM S.A., spółka, * oczyszczona o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Wybrane dane finansowe [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura wyniku EBIT [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognoza wyników wg segmentów działalności

Wyniki spółki [mln PLN]	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Dynamika produkcji bud. r/r	3,3%	17,6%	-1,1%	-13,6%	5,9%	7,4%	11,1%	1,6%	-0,7%	-4,9%	-5,2%	0,4%	1,5%	2,0%
Przychody	4 430	5 516	6 078	4 749	4 671	4 938	5 794	6 210	5 972	5 456	5 093	5 073	5 108	5 162
Zysk brutto ze sprzedaży	484	457	460	395	407	423	486	519	491	453	430	428	433	437
Marża brutto ze sprzedaży	10,9%	8,3%	7,6%	8,3%	8,7%	8,6%	8,4%	8,4%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%
EBIT	331	135	182	333	211	217	260	287	265	228	217	216	219	222
Marża EBIT	7,5%	2,4%	3,0%	7,0%	4,5%	4,4%	4,5%	4,6%	4,4%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Zysk netto	267,4	75,6	186,0	300,5	167,6	175,8	212,4	234,6	214,3	181,2	171,3	169,9	172,5	174,6
Marża netto	6,0%	1,4%	3,1%	6,3%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	3,6%	3,3%	3,4%	3,3%	3,4%	3,4%
Działalność budowlana [mln PLN]	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	3 814	5 193	5 606	4 141	4 417	4 663	5 423	5 732	5 628	5 065	4 680	4 663	4 685	4 729
-infrastruktura	2 327	3 375	3 552	2 456	2 221	2 221	2 783	3 148	3 069	2 533	2 129	2 083	2 076	2 090
-budownictwo ogólne	1 488	1 818	2 054	1 685	2 195	2 441	2 639	2 585	2 559	2 532	2 552	2 580	2 609	2 639
Zysk brutto ze sprzedaży	358	397	360	304	348	363	405	415	409	361	333	333	335	337
Marża brutto ze sprzedaży	9,4%	7,6%	6,4%	7,3%	7,9%	7,8%	7,5%	7,2%	7,3%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
EBIT	216	99	111	136	173	179	206	215	209	163	148	149	150	150
Marża EBIT	5,7%	1,9%	2,0%	3,3%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Działalność deweloperska [mln PLN]	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	496	248	322	225	242	267	385	499	357	383	389	382	393	400
Zysk brutto ze sprzedaży	90	42	74	45	50	52	68	84	72	77	78	77	79	81
Marża brutto ze sprzedaży	18,2%	17,0%	22,8%	20,0%	20,7%	19,4%	17,6%	16,7%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
EBIT	70	28	37	-34	27	27	38	49	43	46	47	46	47	48
Marża EBIT	14,2%	11,5%	11,4%	-14,9%	11,2%	10,1%	9,8%	9,7%	11,9%	12,1%	12,1%	11,9%	12,0%	12,0%
sprzedaż notarialna mieszkań [szt]	946	388	740	495	681	755	1 207	1 718	1 145	1 044	1 045	1 047	1 067	1 074
Pozostała działalność [mln PLN]	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	160	261	315	537	174	177	180	184	187	190	194	197	201	205
Zysk brutto ze sprzedaży	12	26	31	52	13	13	13	14	14	14	14	14	15	15
Marża brutto ze sprzedaży	7,8%	9,8%	9,8%	9,7%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
EBIT	7	4	25	223	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3
Marża EBIT	4,6%	1,4%	8,0%	41,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]*	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	-40	-186	-165	-153	-162	-170	-194	-204	-201	-183	-170	-170	-170	-172
Zysk brutto ze sprzedaży	24	-8	-4	-6	-4	-5	0	7	-3	2	4	4	4	5
EBIT	38	3	9	8	9	9	14	21	11	16	19	19	20	21

Źródło: DM BDM S.A., * wynik głównie zależy od liczby przekazanych mieszkań

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	560	622	613	618	633	642	640	634	630	630	631	632
Wartości niematerialne i prawne	76	77	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76
Rzeczowe aktywa trwałe	111	84	77	80	83	86	88	89	90	91	92	92
Pozostałe aktywa trwałe	372	461	459	463	475	480	477	469	464	463	463	464
Aktywa obrotowe	2 888	3 065	2 788	3 389	3 532	3 535	3 024	3 002	2 856	2 866	2 914	2 956
Zapasy	876	697	723	798	753	711	777	765	792	808	824	836
Należności krótkoterminowe	680	691	679	720	845	906	871	1 099	1 026	1 022	1 029	1 040
Inwestycje krótkoterminowe	1 323	1 662	1 371	1 856	1 919	1 903	1 361	1 124	1 024	1 021	1 046	1 066
-środki pieniężne i ekwiwalenty	1 318	1 659	1 368	1 853	1 916	1 900	1 358	1 121	1 021	1 018	1 043	1 062
-pozostałe	6	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Pozostałe aktywa obrotowe	9	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Aktywa razem	3 448	3 687	3 401	4 008	4 165	4 176	3 665	3 637	3 486	3 496	3 545	3 587
Kapitał (fundusz) własny	433	626	491	500	536	558	538	505	495	494	496	498
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 015	3 042	2 890	3 487	3 607	3 595	3 103	3 107	2 965	2 975	3 020	3 060
Rezerwy na zobowiązania	261	272	272	272	272	272	272	272	272	272	272	272
Zobowiązania długoterminowe	237	196	181	166	161	161	161	161	161	161	161	161
- w tym dług oprocentowany	76	35	20	5	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	2 344	2 411	2 275	2 887	3 012	3 000	2 507	2 511	2 369	2 379	2 424	2 464
- w tym dług oprocentowany	18	20	20	20	20	20	20	10	0	0	0	0
Pasywa razem	3 448	3 687	3 401	4 008	4 165	4 176	3 665	3 637	3 486	3 496	3 545	3 587

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	6 078	4 749	4 671	4 938	5 794	6 210	5 972	5 456	5 093	5 073	5 108	5 162
Koszty produktów, tow. i materiałów	5 618	4 354	4 264	4 515	5 309	5 691	5 481	5 002	4 663	4 645	4 675	4 725
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	460	395	407	423	486	519	491	453	430	428	433	437
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	218	191	194	201	220	226	220	220	208	207	209	211
Zysk (strata) na sprzedaży	242	204	213	222	265	293	271	233	222	221	224	227
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-73	130	-1	-5	-5	-6	-6	-5	-5	-5	-5	-5
Wynik na instrumentach pochodnych	14	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	233	362	235	239	282	311	290	254	243	242	245	247
EBIT	182	333	211	217	260	287	265	228	217	216	219	222
Saldo działalności finansowej	26	3	1	4	5	4	0	-3	-5	-5	-5	-5
Zysk (strata) brutto	203	331	208	218	263	291	266	225	213	211	214	217
Zysk (strata) netto mniejszości	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zysk (strata) netto	186	300	168	176	212	235	214	181	171	170	172	175

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	-44	315	60	672	244	197	-302	-3	103	181	206	204
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-99	158	2	-4	0	0	-4	-9	-12	-12	-12	-11
Przepływy z działalności finansowej	-291	-154	-319	-184	-181	-213	-235	-225	-191	-171	-170	-172
Przepływy pieniężne netto	-434	319	-258	485	63	-16	-542	-238	-100	-3	25	20
Środki pieniężne na początek okresu	1 740	1 307	1 626	1 368	1 853	1 916	1 900	1 358	1 121	1 021	1 018	1 043
Środki pieniężne na koniec okresu	1 307*	1 626*	1 368	1 853	1 916	1 900	1 358	1 121	1 021	1 018	1 043	1 062

*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	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-21,9%	-1,7%	5,7%	17,3%	7,2%	-3,8%	-8,6%	-6,6%	-0,4%	0,7%	1,1%
EBITDA zmiana r/r	55,4%	-35,1%	1,9%	17,9%	10,0%	-6,7%	-12,6%	-4,3%	-0,4%	1,4%	1,1%
EBIT zmiana r/r	82,7%	-36,6%	2,8%	19,6%	10,5%	-7,5%	-14,0%	-4,8%	-0,5%	1,5%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	61,6%	-44,2%	4,9%	20,8%	10,4%	-8,7%	-15,4%	-5,5%	-0,8%	1,5%	1,2%
Marża brutto na sprzedaży	8,3%	8,7%	8,6%	8,4%	8,4%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%
Marża EBITDA	7,6%	5,0%	4,9%	4,9%	5,0%	4,9%	4,6%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża EBIT	7,0%	4,5%	4,4%	4,5%	4,6%	4,4%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Marża brutto	7,0%	4,5%	4,4%	4,5%	4,7%	4,5%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża netto	6,3%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	3,6%	3,3%	3,4%	3,3%	3,4%	3,4%
COGS / przychody	91,7%	91,3%	91,4%	91,6%	91,6%	91,8%	91,7%	91,6%	91,6%	91,5%	91,5%
SG&A / przychody	4,0%	4,2%	4,1%	3,8%	3,6%	3,7%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
SG&A / COGS	4,4%	4,6%	4,5%	4,2%	4,0%	4,0%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
ROE	48,0%	34,1%	35,2%	39,6%	42,0%	39,8%	35,9%	34,6%	34,4%	34,8%	35,0%
ROA	8,2%	4,9%	4,4%	5,1%	5,6%	5,8%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Dług	54	39	24	20	20	20	10	0	0	0	0
D / (D+E)	1,5%	1,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	1,5%	1,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	0,8%	0,4%	1,7%	1,9%	1,3%	0,1%	-1,5%	-2,1%	-2,3%	-2,3%	-2,2%
Dług / kapitał własny	8,7%	8,0%	4,9%	3,7%	3,5%	3,7%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-1 604	-1 329	-1 828	-1 896	-1 880	-1 338	-1 111	-1 021	-1 018	-1 043	-1 062
Dług netto / kapitał własny	-256,2%	-270,4%	-366,0%	-353,6%	-336,7%	-248,7%	-220,0%	-206,2%	-206,1%	-210,1%	-213,2%
Dług netto / EBITDA	-4,4	-5,7	-7,6	-6,7	-6,0	-4,6	-4,4	-4,2	-4,2	-4,3	-4,3
Dług netto / EBIT	-4,8	-6,3	-8,4	-7,3	-6,5	-5,0	-4,9	-4,7	-4,7	-4,8	-4,8
EV	1 564	1 839	1 340	1 272	1 288	1 830	2 057	2 148	2 150	2 126	2 106
Dług / EV	3,5%	2,1%	1,8%	1,6%	1,5%	1,1%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,3%	0,3%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	47,0%	68,3%	107,1%	112,0%	111,6%	107,9%	104,2%	103,3%	102,9%	100,5%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Przychody	-4,4%	3,2%	-9,9%	-0,4%	0,7%	8,7%	3,5%	1,5%	0,0%	-0,4%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	15,7%	-189,3%	-183,2%	-2,8%	9,8%	-217,5%	-36,7%	-21,2%	-8,1%	-60,1%	-29,4%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	10,5	18,9	18,0	14,9	13,5	14,8	17,5	18,5	18,6	18,4	18,1
P/BV*	5,1	6,4	6,3	5,9	5,7	5,9	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4
P/CE*	9,6	16,6	16,0	13,5	12,3	13,3	15,4	16,1	16,2	16,0	15,8
EV/EBITDA*	4,3	7,8	5,6	4,5	4,1	6,3	8,1	8,9	8,9	8,7	8,5
EV/EBIT*	4,7	8,7	6,2	4,9	4,5	6,9	9,0	9,9	9,9	9,7	9,5
EV/S*	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	24,5	19,2	19,6	21,0	21,9	21,1	19,8	19,4	19,3	19,4	19,5
EPS	11,8	6,6	6,9	8,3	9,2	8,4	7,1	6,7	6,7	6,8	6,8
CEPS	12,9	7,5	7,8	9,2	10,1	9,4	8,1	7,7	7,7	7,8	7,8
FCFPS	9,1	7,4	-11,9	-0,2	3,8	6,8	7,8	7,7	7,7	0,0	0,0
DPS	4,4	11,9	6,6	6,9	8,3	9,2	8,4	7,1	6,7	6,7	6,8
Payout ratio	60,3%	100,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 124,1 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy

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	kurs	WIG
trzymaj	125,6	redukuj	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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	3	25%
Akumuluj	4	33%
Trzymaj	1	8%
Redukuj	2	17%
Sprzedaj	2	17%

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 kapitału 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;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 uwzględnić, 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 08.09.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.09.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 6 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

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 08.09.2014 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat 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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.