

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 192,3 PLN

18 KWIECIEŃ 2018, 12:40 CEST

Trudna sytuacja w budowlance przeciągnęła się do 1H'17. Budimex dłużej niż zakładaliśmy (poprzednią rekomendację wydaliśmy w 2016 roku) skorzystał na tanich podwykonawcach i materiałach. Marża brutto w segmencie budowlanym spółki wyniosła w 2016 roku ponad 12% a w 2017 ponad 11%. W połączeniu z wysoką sprzedażą mieszkań pozwoliło to wypracować w 2017 roku blisko 10% marży EBITDA i ponad 7% marży netto. Utrzymanie tak wysokiej rentowności w kolejnych okresach jest jednak mało prawdopodobne. Zwracamy także uwagę na mocno spadające w 2H'17 saldo rezerw na straty (obecnie najniższe od 2Q'14 roku) oraz niską przedsprzedaż w deweloperce w ostatnich kwartałach. Na wyzwania po stronie kosztów wskazuje także zarząd spółki. Mimo wysokiej dynamiki po stronie przychodów (rekordowy backlog), erozja marży będzie naszym zdaniem widoczna w 2018 roku, co implikować będzie presję na EBITDA oraz zysk netto. Ustalamy cenę docelową na poziomie 192,3 PLN, utrzymując zalecenie Redukuj.

W 2017 roku spółka wypracowała blisko 6,4 mld PLN przychodów (+14% r/r), 626 mln PLN i 464 mln PLN zysku netto. Rekordowy backlog na koniec ubiegłego roku (>10 mld PLN; +15% r/r) wskazuje na perspektywę dalszego zwiększenia sprzedaży. Spodziewamy się ponad 7 mld PLN skonsolidowanych przychodów w 2018 roku. Z tego na segment budowlany przypadnie naszym zdaniem blisko 6,7 mld PLN (przed wyłączeniami; +10% r/r), natomiast na deweloperkę 0,53 mld PLN (+7% r/r, głównie ze względu na wyższe średnie ceny lokali).

Zakładamy, że presja kosztowa oraz brak tak dużej poduszki w postaci rezerw na straty jak w 2017 roku, przyczynią się do spadku marży brutto ze sprzedaży w budowlance z ponad 11% do ok. 9% (zwracamy uwagę, że w latach 2011-15 marża wynosiła 6,4%-8,6%, dopiero w okresie 2016-17 wzrosła do poziomów dwucyfrowych). Zwracamy m.in. uwagę, że spółka w ostatnich kwartałach dość mocno zwiększyła ekspozycję na segment kolejowy (obecnie ok. 19% portfela infrastrukturalnego, który z kolei stanowił 64% backlogu ogółem), gdzie rentowności uzyskiwane przez obecne na tym rynku spółki są dużo niższe niż poziomowi, do których przyzwyczaili inwestorów Budimex. W segmencie deweloperskim spodziewamy się, że wyniki w 2018 roku mogą być dość zbliżone do 2017 roku (dobry 1Q'18 nie powinien być wskazówką na cały rok – od 2H'17 wyraźnie wyhamowała przedsprzedaż, co będzie rzutować na poziom przekazań nawet na 2019 rok).

Konsensus po stronie przychodowej na cały 2018 rok (6,9 mld PLN wg Bloomberg) naszym zdaniem nie powinien być dla spółki wyzwaniem. Natomiast ostrożniej podchodzimy do poziomu realizowanych marż (nasza prognoza wyniku netto to 377 mln PLN vs 416 mln PLN konsensus – rozstrzał prognoz jest przy tym dość spory: 339-549 mln PLN). W ostatecznym rozliczeniu spółka może ewentualnie wesprzeć się one-offami – zwracamy uwagę np. na możliwość sprzedaży Elektromontażu Poznań.

Wyniki 1Q'18 zostaną opublikowane 27 kwietnia. Skonsolidowany EBIT szacujemy na 80 mln PLN (vs 110 mln PLN w 1Q'17), a zysk netto na 65 mln PLN (vs 85 mln PLN). W kolejnych kwartałach spółce może być trudno o poprawę wyników r/r poniżej linii przychodów (ewentualnie może to się zdarzyć w 2Q'18, jeśli wolumeny będą na tyle wysokie, by przykryć presję po stronie kosztowej). Zwracamy uwagę na wysoką bazę na poziomie marży w segmencie budowlanym (10% w 2Q'17, 11% w 3/4'17) oraz na wysokie prawdopodobieństwo, że 1Q'18 był najlepszy w 2018 roku pod względem przekazań mieszkań.

Wycena DCF [PLN]	200,8
Wycena porównawcza [PLN]	172,4
Wycena końcowa [PLN]	192,3
Potencjał do wzrostu / spadku	-8,0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	209,0
Kapitalizacja [mln PLN]	5 335,8
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	222,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	176,0
Stopa zwrotu za 3 mc	3,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-0,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-14,3%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	55,1%
Aviva OFE	10,1%
NN OFE	5,4%
Pozostali	29,3%

Krzysztof Pado

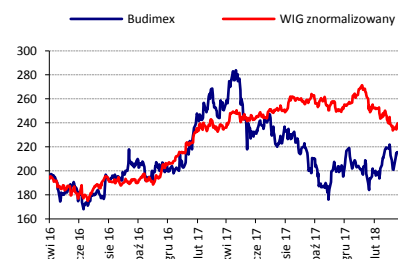
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	5 134,0	5 572,3	6 369,3	7 013,8	7 159,0	7 136,5
EBITDA [mln PLN]	314,6	531,0	625,8	510,2	493,5	487,5
EBIT [mln PLN]	292,2	505,1	588,3	469,7	447,1	440,2
Zysk netto [mln PLN]	235,8	409,9	464,4	377,4	356,7	349,8
Gotówka netto [mln PLN]	2 345,7	2 632,5	2 283,4	1 941,2	1 818,9	1 604,7
P/BV	8,8	6,6	6,0	6,6	6,9	6,7
P/E	22,6	13,0	11,5	14,1	15,0	15,3
EV/EBITDA	9,5	5,1	4,9	6,7	7,1	7,7
EV/EBIT	10,2	5,4	5,2	7,2	7,9	8,5
DPS [PLN/akcję]	6,1	8,1	15,0	17,6	15,3	13,1



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

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

SPIS TREŚCI:

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

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Budimex opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 200,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020, dała wartość 1 akcji na poziomie 172,4 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 192,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	200,8
Wycena metodą porównawczą	30%	172,4
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	152,9
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	191,9
Wycena 1 akcji Budimexu [PLN]		192,3

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia w modelu:

- Przyjmujemy, że 2018 rok dla branży budowlanej w Polsce będzie jednak bardzo dobry, co pokazują już odczyty z początku roku. W latach 2020-21 zakładamy, że branża osiągnie swój cykliczny szczyt (najwyższe nakłady na drogi przyjmujemy w latach 2019-20, a w przypadku infrastruktury kolejowej w okresie 2020-21).
- Spodziewamy się, że w 2018 roku spółka osiągnie na poziomie skonsolidowanym ponad 7,0 mld PLN przychodów, 510 mln PLN EBITDA i 377 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że w 2019 roku przychody wzrosną do 7,2 mld PLN a EBITDA spadnie do 493 mln PLN, Szczyt przychodów zakładamy na lata 2019-20. W długim terminie przyjmujemy 6,3-6,4 mld PLN przychodów i ok. 415 mln PLN EBITDA. Zakładana marża EBIT w długim terminie to 5,7% (EBITDA: 6,5%).
- Dla segmentu budowlanego marżę brutto ze sprzedaży szacujemy w 2018 roku na 9,1% (11,4% w 2017 roku). W kolejnych latach zakładamy stopniowy spadek w kierunku 8%. Marża w 2017 roku była na dość wysrubowanych poziomach, sprzyjały takiej sytuacji niskie ceny materiałów budowlanych – obecny wzrost cen surowców (ropa, stal) oraz wynagrodzeń może negatywnie wpłynąć na rentowność w dłuższym terminie (w krótkim spółka stosuje hedging).
- Zakładamy, że w segmencie deweloperskim uda się zrealizować sprzedaż notarialną na poziomie 1,9-2,0 tys mieszkań 2018 roku i 1,5 tys w 2018 roku. W długim terminie przyjmujemy sprzedaż na poziomie do 2,0 tys lokali (zakładamy odbudowę bieżącej oferty od 2H'18) oraz marżę EBIT w okolicach 12-13%.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji (w długim terminie można oczekiwać zakupu pozostałych udziałów w FB Serwis od spółki-matki) czy zbycia aktywów.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0% (w tym zmiana kapitału obrotowego w okresie rezydualnym została ustalona na 0 mln PLN).
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027. W latach 2018 założyliśmy zwiększone nakłady inwestycyjne w stosunku do historycznej średniej w związku z zakładanym dalszym rozwojem spółki na rynku kolejowym.
- Wycena została sporządzona na dzień 18.04.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 5,13 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 200,8 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	7 013,8	7 159,0	7 136,5	7 033,7	6 670,0	6 209,9	6 196,8	6 250,9	6 319,1	6 383,5
EBIT [mln PLN]	469,7	447,1	440,2	427,3	389,2	354,5	353,3	356,8	361,1	365,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	89,2	85,0	83,6	81,2	73,9	67,4	67,1	67,8	68,6	69,4
NOPLAT [mln PLN]	380,5	362,2	356,6	346,1	315,2	287,1	286,1	289,0	292,5	295,7
Amortyzacja [mln PLN]	40,5	46,4	47,3	47,9	48,0	47,7	47,2	46,9	46,9	47,0
CAPEX [mln PLN]	-98,1	-51,1	-49,2	-48,5	-46,7	-44,1	-44,6	-45,6	-46,8	-47,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-217,3	-86,0	-229,3	-420,4	-239,1	-218,0	35,6	66,3	79,7	89,5
FCF [mln PLN]	105,6	271,3	125,3	-74,9	77,5	72,7	324,3	356,6	372,3	385,0
DFCF [mln PLN]	99,4	234,4	99,4	-54,5	51,8	44,6	182,2	183,9	176,1	167,1
Suma DFCF [mln PLN]	1 184,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 733,5									wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 620,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 804,3									
Dług netto 2017 [mln PLN]	-2 283,4									
Udziały w FB Serwis oraz Promos	39,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	5 126,3									
Ilość akcji [mln szt.]	25 530									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	200,8									

Przychody zmiana r/r	10,1%	2,1%	-0,3%	-1,4%	-5,2%	-6,9%	-0,2%	0,9%	1,1%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-20,2%	-4,8%	-1,5%	-2,9%	-8,9%	-8,9%	-0,4%	1,0%	1,2%	1,1%
FCF zmiana r/r	-5,8%	157,0%	-53,8%	-	-	-6,2%	345,8%	10,0%	4,4%	3,4%
Marża EBITDA	7,3%	6,9%	6,8%	6,8%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Marża EBIT	6,7%	6,2%	6,2%	6,1%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża NOPLAT	5,4%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
CAPEX / Przychody	1,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	242,2%	110,3%	104,1%	101,4%	97,2%	92,5%	94,6%	97,3%	99,8%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	1,2%	3,2%	6,0%	3,6%	3,5%	-0,6%	-1,1%	-1,3%	-1,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	33,7%	59,3%	-	-409,0%	-65,7%	-47,4%	272,0%	-122,5%	-116,9%	-138,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	98,3%	99,0%	99,3%	99,4%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	1,7%	1,0%	0,7%	0,6%	0,4%	0,2%	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	194,3	200,5	208,2	217,8	230,5	247,8	272,8	312,0	382,6
	0,8	188,3	193,7	200,3	208,6	219,2	233,3	253,1	282,7	332,2
	0,9	182,9	187,6	193,3	200,4	209,3	221,0	237,0	260,0	296,2
	1,0	178,0	182,1	187,1	193,2	200,8	210,6	223,6	241,9	269,3
	1,1	173,5	177,1	181,5	186,8	193,3	201,5	212,3	227,1	248,3
	1,2	169,3	172,6	176,4	181,0	186,6	193,7	202,7	214,7	231,6
	1,3	165,5	168,4	171,8	175,8	180,7	186,7	194,4	204,3	218,0

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%	200,9	208,1	217,0	228,5	243,8	265,3	297,4	351,0	458,3
	4%	188,3	193,7	200,3	208,6	219,2	233,3	253,1	282,7	332,2
	5%	178,0	182,1	187,1	193,2	200,8	210,6	223,6	241,9	269,3
	6%	169,3	172,6	176,4	181,0	186,6	193,7	202,7	214,7	231,6
	7%	162,0	164,6	167,6	171,1	175,4	180,6	187,1	195,5	206,6
	8%	155,8	157,9	160,2	163,0	166,3	170,2	175,0	181,1	188,8
	9%	150,4	152,1	154,0	156,2	158,8	161,8	165,5	169,9	175,5

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%	274,5	263,1	252,9	243,8	235,6	228,1	221,3	215,1	209,3
	4%	249,8	238,2	228,1	219,2	211,2	204,1	197,7	191,9	186,6
	5%	230,5	219,2	209,3	200,8	193,3	186,6	180,7	175,4	170,6
	6%	215,1	204,1	194,7	186,6	179,6	173,4	168,0	163,1	158,8
	7%	202,4	191,9	183,0	175,4	168,8	163,1	158,1	153,7	149,7
	8%	191,9	181,8	173,4	166,3	160,2	154,9	150,3	146,2	142,6
	9%	183,0	173,4	165,5	158,8	153,1	148,2	143,9	140,2	136,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

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

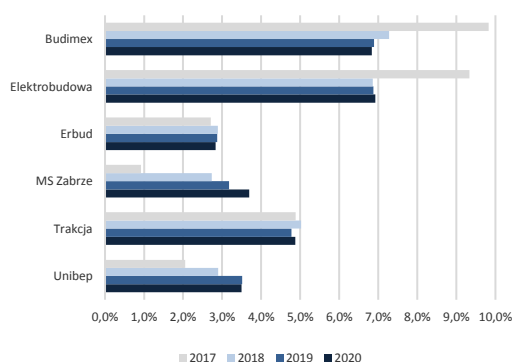
Porównując wyniki Budimexu ze wskaźnikami innych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 172,4 PLN (152,4 PLN na bazie spółek polskich oraz 191,9 PLN na bazie spółek zagranicznych). Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		172,4
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	152,9
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	191,9

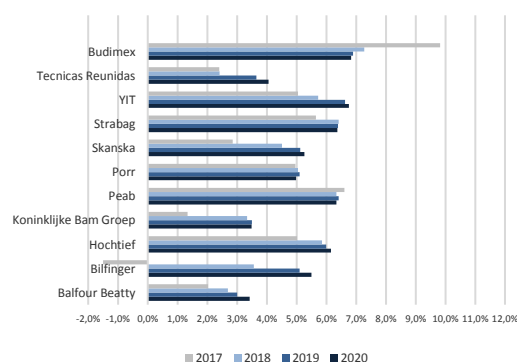
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA – spółki polskie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA – spółki zagraniczne



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza na bazie spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Elektrobudowa	10,1	10,1	10,1	5,1	5,2	5,2
Erbud	11,2	11,0	10,6	3,9	3,6	3,4
MS Zabrze	42,5	20,4	12,6	6,6	5,5	4,5
Trakcja	8,2	7,0	6,9	4,1	3,4	3,3
Unibep	12,7	9,8	8,2	5,0	4,4	4,0
Mediana	11,2	10,1	10,1	5,0	4,4	4,0
Budimex	14,1	15,0	15,3	6,7	7,1	7,7
Premia / dyskonto	26,1%	48,1%	51,1%	32,9%	62,7%	89,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	165,7	141,1	138,3	176,1	155,9	140,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		148,4			157,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	152,9					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Wycena porównawcza na bazie spółek europejskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Balfour Beatty	18,7	12,9	11,2	8,5	7,2	5,6
Bilfinger	39,0	19,7	16,1	11,2	7,5	5,9
Hochtief	19,3	17,3	16,3	5,9	5,2	4,7
Koninklijke BAM Groep	9,2	8,0	6,5	3,7	3,0	2,3
Peab	12,1	12,0	12,3	7,3	7,1	7,1
Porr	11,8	10,2	9,0	4,3	3,8	4,2
Skanska	14,6	12,9	11,8	9,4	8,3	7,5
Strabag	13,5	12,4	12,1	3,4	3,2	3,0
YIT	11,5	9,3	9,0	8,9	7,3	6,6
Tecnicas Reunidas	25,2	13,1	11,4	11,0	6,8	5,5
Mediana	14,1	12,6	11,6	7,9	6,9	5,6
Budimex	14,1	15,0	15,3	6,7	7,1	7,7
Premia / dyskonto	0,6%	18,3%	31,7%	-16,0%	2,9%	37,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	207,8	176,7	158,7	234,3	205,1	169,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		181,1			202,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	191,9					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

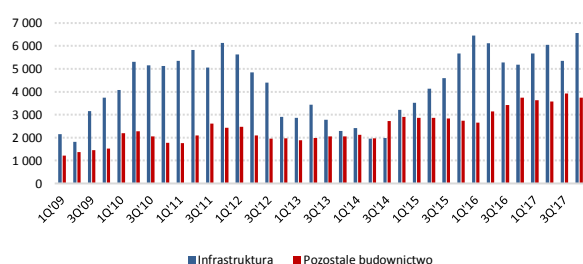
Na koniec 4Q'17 portfel zamówień Budimexu sięgał 10,3 mld PLN (+15% r/r) i jest to najwyższy poziom w historii. Dla porównania po 3Q'17 było to 9,3 mld PLN a po 4Q'16: 8,9 mld PLN. Wzrost wartości portfela na przestrzeni jest pochodną dużej ilości podpisanych nowych umów z GDDKiA (wartość nowych umów w segmencie drogowym to 3,2 mld PLN, czyli 32% r/r) oraz PKP PLK (wartość nowych umów w segmencie kolejowym to 1,3 mld PLN vs <0,1 mld PLN w 2016 roku). W „poczekalni” spółka ma do podpisania umowy za kolejne ponad 1 mld PLN. Oprócz wymienionych w tabeli poniżej, można doliczyć także potencjalne kontrakty na odcinki A1 w woj. łódzkim w konsorcjum ze Strabagiem na blisko 0,9 mld PLN netto jako 100% wartości – przetargi nie zostały jednak do dziś ostatecznie rozstrzygnięte. W 2018 roku spodziewamy się wyhamowania nowych przetargów ze strony GDDKiA, natomiast w 2/3Q'18 spodziewane jest ożywienie po stronie PKP PLK, która ostatnio była mniej aktywna na polu ogłaszania nowych tematów przetargowych.

Kontrakty budowlane o wartości >100 mln PLN podpisane przez Budimex od 2015 roku

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Udział**	Termin
-	GDDKiA	Budowę drogi S6 Łęborg (wraz z obwodnicą Łęborga) - obwodnica Trójmiasta	273,1		
-	KGHM	Budowa Kwatery Południowej OUOW Żelazny Most - Etap I	578,0		
-	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S19 węzeł Podgórze - węzeł Kamień	271,2		
-	Zarząd MP Gdańsk	Rozbudowa Nabrzeża Dworzec Drzewny w Porcie Gdańsk	153,7		
-	GDDKiA	Projekt i budowa drogi e S14 Zachodniej Obwodnicy Łodzi „Łódź Lublinek” – „Łódź Teofilów”	228,4	50%	
2018-03-05	DR Miasta Gdańska	Budowa wiaduktu Biskupia Górka.	116,8		2019-07
2018-02-28	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych na stacji Iłdzikowice	103,0	80%	2020-06
2018-02-21	Dom Development	GW II etapu inwestycji mieszkaniowej „Marina Mokotów II”	125,9		2020-06
2017-12-18	GDDKiA	Obwodnica Brzozowa oraz dostosowanie DK3 do parametrów drogi ekspresowej	293,1		2021-07
2017-12-18	GDDKiA	Dostosowanie DK3 do parametrów drogi ekspresowej (Miękowo – Rzęśnia)	102,7		2021-07
2017-11-30	RZGW w Gilwicach	Dokończenie budowy zbiornika przeciwpowodziowego Racibórz Dolny	698,1	95%	2019-12
2017-10-31	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S-61 węzeł Stawiski - obwodnica Szczuczyna	278,2		2020-11
2017-10-10	GDDKiA	Budowa drogi S7 na odcinku: granica woj. maz./świętok. – Skarżysko-Kamienna	211,2		2019-08
2017-10-02	PKP PLK	Modernizacja odcinka Trzebinia – Krzeszowice	298,4	50%	2019-12
2017-08-03	Lidl	Budowa Centrum Dystrybucyjnego Lidl Mińsk Mazowiecki	146,4		2018-07
2017-08-01	Xeos	Budowa zakładu utrzymania naprawy i konserwacji silników lotniczych w Środzie Śląskiej	120,6		2018-05
2017-07-13	Tameh	Budowa turbozespołu parowego wraz z gospodarkami pomocniczymi w ZW Kraków	125,7		2019-08
2017-06-26	LC Corp	GW budynku biurowo – usługowego Wola Retro	125,0		2019-06
2017-06-05	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej nr 7 na odcinku Otwock-Piława	370,1	95%	2020-08
2017-05-31	Vkj	Budowa nowej elektrociepłowni w Wilnie - Lot1	362,9	48%	2020-01
2017-05-29	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej nr 7 na odcinku Otwock-Lublin	268,8	45%	2019-07
2017-04-05	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	184,8	33%	2020-10
2017-03-17	Trasa Łągiwnicka	Budowa Trasy Łągiwnickiej w Krakowie	619,6	95%	2020-12
2016-11-24	UM w Białymstoku	Budowa Alei J.J. Paderewskiego w Białymstoku	145,2		2018-08
2016-11-24	UM w Białymstoku	Budowa Alei Niepodległości w Białymstoku	140,8		2018-08
2016-11-22	K-P Inwest. Medyczne	Rozbudowa Wojewódzkiego Szpitala Zespołowego im. L. Rydygiera w Toruniu	261,4	95%	2019-11
2016-06-14	Mlekpól	Budowa zespołu budynków produkcyjnych	118,0		2018-09
2016-06-10	Lidl	Budowa Centrum Dystrybucyjnego Będzin	118,9		2017-02
2016-06-06	Gdański UM	Budowa Centrum Medycyny Nieinwazyjnej w Gdańsku	285,7		2018-07
2016-05-05	GDDKiA	Budowa drogi S5 Leszno Pld. (z węzłem) – Kaczkowo	189,1		2018-07
2016-04-13	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi S5 Wronczyn-Kościan Południe	292,1		2019-09
2016-03-29	GDDKiA	Budowa S51 na odc. Olsztyn Wschód – Olsztyn Południe	742,3		2019-04
2016-02-05	GDDKiA	Budowa drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 Niedoradz-Nowa Sól	145,6	95%	2018-06
2016-01-28	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Kołbierz - Garwolin	235,8		2019-10
2015-10-20	GDDKiA	Budowa drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 na odcinku Zielona Góra Północ – Niedoradz	150,1	95%	2018-05
2015-10-09	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S7 Nowy Dwór Gdański-Kazimierzowo	1 281,6		2018-10
2015-10-05	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S6 na odcinku Płoty - Kiełpino	206,5		2019-08
2015-09-29	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S6 na odcinku Goleniów – Nowogard	279,6		2019-04
2015-09-29	GDDKiA	Projekt i budowa obwodnicy Suwałk	243,5		2019-04
2015-09-22	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Gończyce-granica woj.	255,0		2019-04
2015-09-22	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Garwolin-Gończyce	234,6		2019-04
2015-09-16	PKP PLK	Budowa łącznicy kolejowej Kraków Zabłocie - Kraków Krzemionki	199,3	95%	2017-09
2015-06-15	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S7 Ostróda Północ – Ostróda Południe	1 018,1	95%	2017-08
2015-02-27	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S3 na odcinku Nowa Sól - Legnica, zadanie V	606,7	95%	2018-05

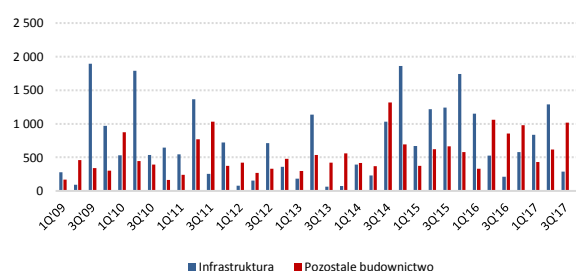
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, * w części przypadającej na Budimex, **domyślnie 100%

Struktura portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



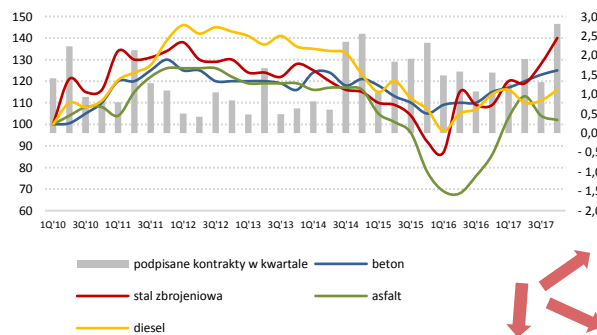
Źródło: DM BDM S.A., spółka

STRONA KOSZTOWA

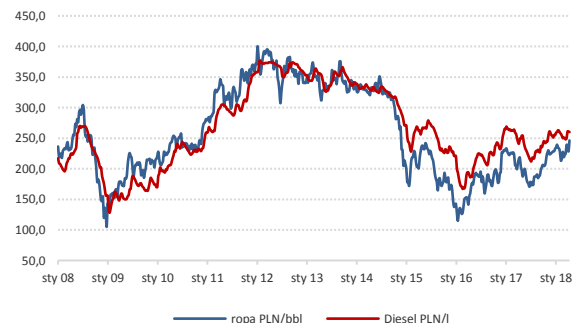
W 2016 i 2017 roku spółka pokazała bardzo dobrą marżę w segmencie budowlanym. W 2016 roku było to 12,3%, natomiast w 2017 roku 11,4%. Poziomy te były wyraźnie wyższe niż prezentowane 6-9% w okresie 2010-15. Spółce paradoksalnie sprzyjał kryzys na rynku budowlanym – niskie ceny podwykonawców oraz materiałów budowlanych (tu pomagał także czynnik makro (ceny na światowych rynkach zaczęły rosnąć dopiero na przestrzeni 2016 roku, co umożliwiło wcześniejsze zahedgowanie części pozycji) pozwoliły uzyskać bardzo dobre wyniki. Część wyniku to także efekt ruchów na rezerwach. W okresie 2013-15 spółka budowała dużą pozycję rezerw na straty (w kulminacyjnym momencie sięgała ona aż 665,7 mln PLN, by w okresie 2016-17 wyraźnie ją wygaszać (przez rozwiązanie bądź wykorzystanie), po 4Q'17 wynosiła ona już tylko 243,8 mln PLN.

Spodziewamy się, że w 2018 roku niezwykle trudno będzie już utrzymać dwucyfrowy poziom marży w segmencie budowlanym. Na bazie rosnących kosztów i niskiej bazy rezerw spodziewamy się powrotu marży w okolice 9%. Nie można wykluczyć, że marże mogą być niższe. Zwracamy uwagę, że w 2017 roku spółka zbudowała spory portfel zleceń w segmencie kolejowym a krajowa konkurencja pokazała w tym obszarze bardzo słabe wyniki w 2017 roku. Budimex realizuje także szeroką akcję zatrudniania nowych pracowników – pytanie na ile szybko nowe kadry będą w stanie osiągnąć dotychczasowy poziom efektywności grupy, przy rosnącej presji po stronie wynagrodzeń.

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON

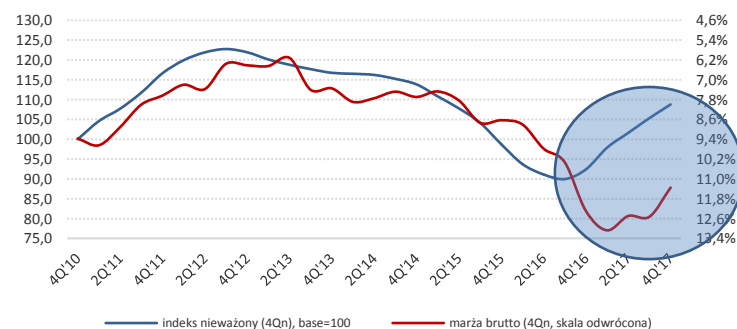


Źródło: DM BDM S.A., Budimex
Ceny ropy [PLN/bbl] i diesla



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

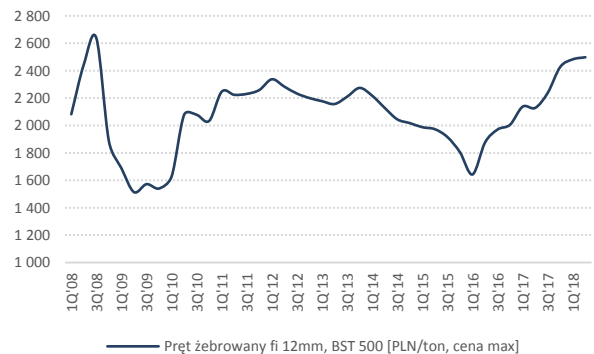
Dynamika wynagrodzeń w przemyśle w Polsce



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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, Lotos
Ceny prętów żebrowanych Polska [PLN/t]



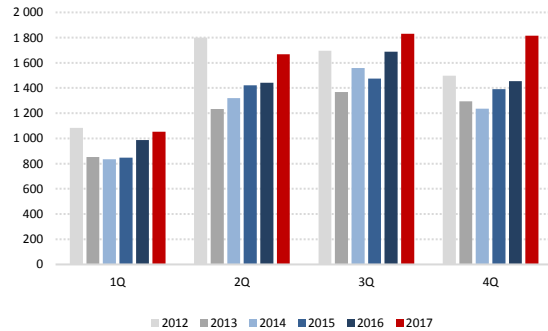
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]

	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2015	2016	2017
Razem (po wyłączeniach)																
Przychody ze sprzedaży	1 237,2	846,4	1 421,8	1 474,8	1 391,0	987,7	1 442,0	1 689,3	1 453,3	1 052,7	1 669,0	1 831,6	1 816,0	5 134,0	5 572,3	6 369,3
Wynik brutto ze sprzedaży	120,4	80,8	133,3	144,8	133,8	115,0	185,3	195,1	255,8	163,0	189,1	229,8	228,0	492,7	751,3	809,8
SG&A	57,4	52,8	52,6	49,3	65,1	56,7	57,3	57,4	60,1	60,4	58,2	59,4	72,6	219,8	231,4	250,6
Saldo PPO/PKO	8,1	18,7	1,4	-25,4	24,5	4,6	-12,6	-7,0	0,3	7,7	8,0	6,7	6,7	19,3	-14,7	29,1
Zysk z instrumentów pochodnych	-0,1	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	71,0	46,7	82,1	70,2	93,3	62,9	115,4	130,8	196,1	110,4	138,8	177,1	162,0	292,2	505,1	552,6
Przychody zmiana r/r	-4,4%	1,5%	7,8%	-5,4%	12,4%	16,7%	1,4%	14,5%	4,5%	6,6%	15,7%	8,4%	25,0%	3,7%	8,5%	14,3%
Marża brutto ze sprzedaży	9,7%	9,5%	9,4%	9,8%	9,6%	11,6%	12,8%	11,6%	17,6%	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	9,6%	13,5%	12,7%
Marża EBIT	5,7%	5,5%	5,8%	4,8%	6,7%	6,4%	8,0%	7,7%	13,5%	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	5,7%	9,1%	8,7%
Działalność budowlana																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	1 166,1	779,0	1 280,5	1 400,7	1 213,5	861,7	1 358,7	1 572,1	1 286,9	921,1	1 516,6	1 643,0	1 675,4	4 673,7	5 079,4	5 756,1
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	40,3	47,5	60,4	71,4	84,0	68,2	83,2	82,3	78,3	69,5	90,2	73,7	80,2	263,2	312,0	313,6
Wynik brutto ze sprzedaży	106,4	72,7	109,0	135,3	109,2	90,1	168,2	182,4	222,3	140,1	157,2	191,9	199,9	426,3	663,0	689,0
SG&A	49,5	45,6	45,1	42,0	55,5	48,9	49,0	48,2	49,8	51,5	48,7	49,9	60,9	188,2	195,9	211,0
Saldo PPO/PKO	8,7	5,6	2,3	-22,5	21,3	3,1	-11,9	-7,0	1,6	6,8	7,3	5,0	9,3	6,7	-14,2	28,4
Zysk z instrumentów pochodnych	-0,1	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	65,5	32,7	66,2	70,7	75,0	44,2	107,3	127,3	174,1	95,5	115,8	147,0	148,2	244,7	452,9	506,4
Przychody razem zmiana r/r	5,2%	18,8%	6,1%	-5,1%	7,6%	12,5%	7,5%	12,4%	5,2%	6,5%	11,4%	3,8%	28,6%	4,7%	9,2%	12,6%
Marża brutto ze sprzedaży	8,8%	8,8%	8,1%	9,2%	8,4%	9,7%	11,7%	11,0%	16,3%	14,1%	9,8%	11,2%	11,4%	8,6%	12,3%	11,4%
Marża EBIT	5,4%	4,0%	4,9%	4,8%	5,8%	4,8%	7,4%	7,7%	12,8%	9,6%	7,2%	8,6%	8,4%	5,0%	8,4%	8,3%
Działalność deweloperska																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	39,7	33,9	104,6	22,5	130,3	77,9	48,5	81,8	140,3	100,7	128,5	154,4	114,4	291,4	348,5	498,0
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	1,2	1,1	0,6
Wynik brutto ze sprzedaży	10,4	8,8	23,8	7,6	25,2	18,8	14,7	18,0	30,4	19,6	26,4	32,2	23,8	65,4	81,9	102,0
SG&A	7,1	6,0	7,7	5,9	9,7	7,5	7,4	8,8	10,5	8,9	10,1	10,3	11,7	29,4	34,2	41,0
Saldo PPO/PKO	0,2	11,9	0,0	0,1	-1,3	0,0	0,1	0,0	-1,1	0,5	3,6	1,7	-2,3	10,7	-1,0	3,6
Zysk z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,5	14,6	16,1	1,8	14,2	11,3	7,4	9,2	18,8	11,2	20,0	23,6	9,8	46,7	46,7	64,6
Przychody razem zmiana r/r	-31,2%	-75,3%	79,9%	68,7%	227,3%	128,5%	-53,5%	259,3%	7,6%	29,1%	163,9%	88,3%	-18,5%	16,8%	19,5%	42,6%
Marża brutto ze sprzedaży	26,1%	25,7%	22,7%	33,4%	19,3%	24,0%	30,2%	22,0%	21,6%	19,4%	20,6%	20,8%	20,8%	22,3%	23,4%	20,5%
Marża EBIT	8,8%	42,7%	15,4%	7,8%	10,9%	14,5%	15,2%	11,2%	13,4%	11,1%	15,5%	15,3%	8,6%	16,0%	13,4%	13,0%
Pozostała działalność																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	31,4	33,5	36,7	51,6	47,1	48,0	34,9	35,4	26,1	31,0	24,0	34,2	26,1	168,9	144,4	115,2
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	8,3	3,1	2,0	2,3	10,5	3,7	1,1	1,4	12,4	10,6	11,8	8,2	8,1	17,9	18,6	38,7
Wynik brutto ze sprzedaży	3,7	5,0	4,4	7,1	2,7	8,5	4,0	4,3	3,8	5,3	5,1	5,6	5,2	19,2	20,7	21,2
SG&A	2,1	2,1	2,4	2,3	3,0	2,6	2,5	2,7	3,2	2,6	2,5	2,8	3,1	9,8	10,9	11,0
Saldo PPO/PKO	-0,8	1,2	-0,9	-2,9	2,4	1,5	-0,8	0,0	-0,2	0,4	0,1	0,0	1,4	-0,2	0,5	1,9
Zysk z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,8	4,1	1,1	1,8	2,1	7,5	0,8	1,6	0,4	3,1	2,6	2,9	3,5	9,2	10,3	12,1
Przychody razem zmiana r/r	-67,8%	-3,7%	-5,1%	29,7%	45,4%	41,1%	-6,9%	-31,6%	-33,3%	-19,6%	-0,8%	15,0%	-11,1%	16,8%	-12,7%	-5,6%
Marża brutto ze sprzedaży	9,3%	13,6%	11,4%	13,1%	4,7%	16,5%	11,2%	11,7%	10,0%	12,8%	14,2%	13,2%	15,3%	10,3%	12,7%	13,8%
Marża EBIT	2,0%	11,1%	3,0%	3,4%	3,7%	14,4%	2,1%	4,4%	1,1%	7,5%	7,3%	6,8%	10,3%	4,9%	6,3%	7,9%
Wyłączenia																
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-48,8	-50,9	-62,6	-73,9	-94,8	-72,2	-84,5	-84,0	-91,0	-80,4	-102,0	-82,0	-88,4	-282,3	-331,8	-352,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-0,1	-5,6	-4,0	-5,2	-3,3	-2,4	-1,6	-9,6	-0,7	-2,0	0,4	0,1	-0,9	-18,1	-14,3	-2,5
EBIT	1,2	-4,7	-1,4	-4,2	1,9	-0,1	0,0	-7,4	2,7	0,6	0,4	3,7	0,4	-8,3	-4,8	5,2

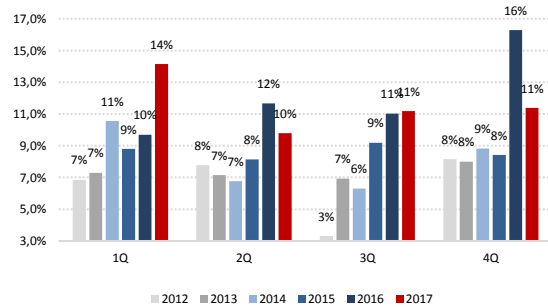
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



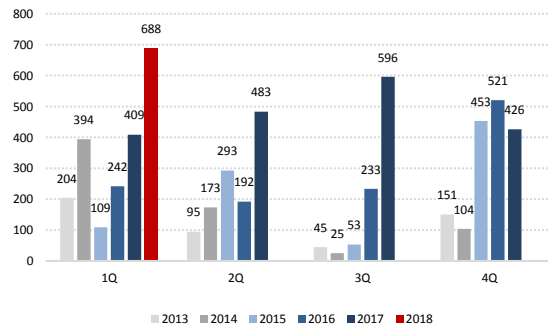
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



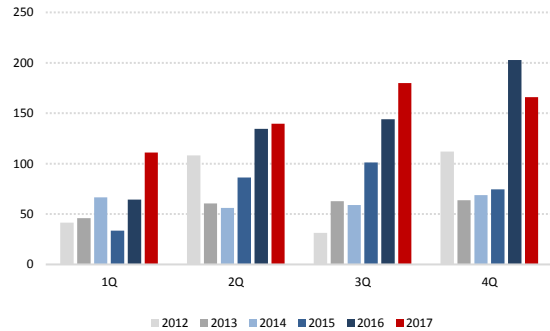
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna sprzedaż notarialna mieszkań



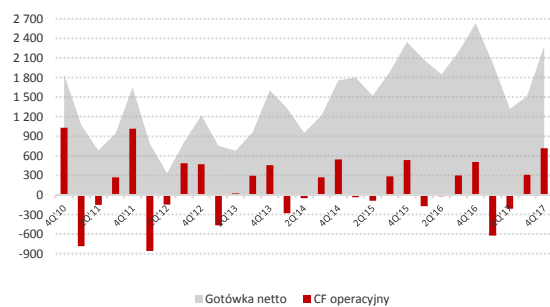
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



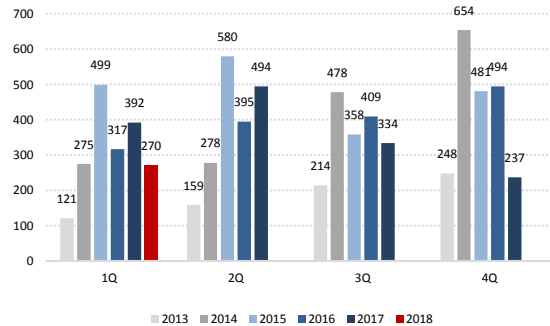
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna przedsprzedaż mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 1Q'2018

	1Q'17	1Q'18P	zmiana r/r
Przychody	1 052,7	1 292,9	22,8%
Wynik brutto na sprzedaży	163,0	145,2	-10,9%
Zysk na sprzedaży	102,6	81,4	-20,6%
EBITDA	118,9	90,3	-24,0%
EBIT	110,4	80,4	-27,1%
Zysk brutto	106,9	80,9	-24,3%
Zysk netto	85,2	65,5	-23,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,5%	11,2%	
Marża EBITDA	11,3%	7,0%	
Marża EBIT	10,5%	6,2%	
Marża zysku netto	8,1%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Baza wynikowa w 1Q'18 z ubiegłego roku jest wymagająca. Spółka miała wtedy 85 mln PLN zysku netto, głównie ze względu na wysoką marżę w segmencie budowlanym. Obecnie osiągnięcie podobnych jak rok temu marż (14% w 1Q'17 w budowlance) jest mało realistyczne.

W 1Q'18 zakładamy dobrą dynamikę przychodów w obszarze budowlanym (przełożenie w sprzedaży powinien mieć rekordowy backlog, który po 4Q'17 był o 15% wyższy r/r). Tak jak wspomnieliśmy, w 2018 spodziewamy się, że marże w budowlance ulegną normalizacji i spadną poniżej 10% (w 1Q'18 oczekujemy 9%). W segmencie deweloperskim w 1Q'18 liczba przekazanych wyniosła 688 szt (vs 409 rok wcześniej), łatwo powinno być zatem poprawić ubiegłoroczny EBIT w tym segmencie. Na pozostałej działalności zakładamy podobne wyniki r/r, a na wyłączeniach dodatnią kontrybucję do wyniku skonsolidowanego (wysoki poziom przekazanych lokali).

Per saldo spodziewamy się na poziomie operacyjnym: 48 mln PLN w segmencie budowlanym, 27 mln PLN w deweloperce, 3 mln PLN na działalności pozostałej oraz +3 mln PLN na wyłączeniach. Skonsolidowany EBIT w 1Q'18 szacujemy na 80 mln PLN (vs 110 mln PLN rok temu), a zysk netto na 65 mln PLN (85 mln PLN).

Pozycja gotówkowa powinna sezonowo spaść q/q w 1Q'18 (na koniec 2017 roku było to +2,2 mld PLN). Zakładamy, że wyniesie poniżej 2,0 mld PLN.

W kolejnych kwartałach spółce może być trudno o poprawę wyników r/r poniżej linii przychodów (ewentualnie może to się zdarzyć w 2Q'18, jeśli wolumeny będą na tyle wysokie, by przykryć presję po stronie kosztowej). Zwracamy uwagę na wysoką bazę na poziomie marży w segmencie budowlanym (10% w 2Q'17, 11% w 3/4'17) oraz na wysokie prawdopodobieństwo, że 1Q'18 był najlepszy w 2018 roku pod względem przekazanych mieszkań (a baza z 2Q-4Q'17 jest dość wysoka porównując ją z realizowaną ostatnio przez spółkę przedsprzedażą).

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P
Przychody ze sprzedaży	987,7	1 442,0	1 689,3	1 453,3	5 572,3	1 052,7	1 669,0	1 831,6	1 816,0	6 369,3	1 292,9	1 856,1	2 008,3	1 856,5	7 013,8
Zysk brutto ze sprzedaży	115,0	185,3	195,1	255,8	751,3	163,0	189,1	229,8	228,0	809,8	145,2	196,1	208,1	182,9	732,4
Zysk na sprzedaży	58,3	128,0	137,8	195,8	519,8	102,6	130,9	170,4	155,3	559,2	81,4	135,7	145,5	110,4	473,0
Saldo PPO/PKO	4,6	-12,6	-7,0	0,3	-14,7	7,7	8,0	6,7	6,7	29,1	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-3,3
EBITDA	69,0	121,8	137,0	203,2	531,0	118,9	147,6	186,6	172,8	625,8	90,3	145,1	154,9	119,9	510,2
EBIT	62,9	115,4	130,8	196,1	505,1	110,4	138,8	177,1	162,0	588,3	80,4	134,9	144,8	109,5	469,7
Zysk (strata) brutto	66,1	116,8	130,6	197,9	511,4	106,9	136,8	176,8	159,9	580,4	80,9	133,9	142,8	109,1	466,8
Zysk (strata) netto	51,5	94,5	105,0	158,8	409,9	85,2	109,5	142,4	127,4	464,4	65,5	108,4	115,6	87,9	377,4
Marża brutto ze sprzedaży	11,6%	12,8%	11,6%	17,6%	13,5%	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	12,7%	11,2%	10,6%	10,4%	9,9%	10,4%
Marża EBITDA	7,0%	8,4%	8,1%	14,0%	9,5%	11,3%	8,8%	10,2%	9,5%	9,8%	7,0%	7,8%	7,7%	6,5%	7,3%
Marża EBIT	6,4%	8,0%	7,7%	13,5%	9,1%	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	9,2%	6,2%	7,3%	7,2%	5,9%	6,7%
Marża zysku netto	5,2%	6,6%	6,2%	10,9%	7,4%	8,1%	6,6%	7,8%	7,0%	7,3%	5,1%	5,8%	5,8%	4,7%	5,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2017 roku spółka wypracowała blisko 6,4 mld PLN przychodów (+14% r/r), 626 mln PLN i 464 mln PLN zysku netto. Rekordowy backlog na koniec ubiegłego roku (>10 mld PLN; +15% r/r) wskazuje na perspektywę dalszego zwiększenia sprzedaży na przestrzeni 2018 roku. Spodziewamy się ponad 7 mld PLN

skonsolidowanych przychodów w 2018 roku. Z tego na segment budowlany przypadnie naszym zdaniem blisko 6,7 mld PLN (przed wyłączeniami; +10% r/r), natomiast na deweloperkę 0,53 mld PLN (+7% r/r).

Zakładamy, że w budowlance presja kosztowa oraz brak tak dużej poduszki w postaci rezerw na straty jak w 2017 roku przyczynią się do spadku marży brutto ze sprzedaży z ponad 11% do ok. 9% (zwracamy uwagę, że w latach 2011-15 marża wynosiła 6,4%-8,6%, dopiero w okresie 2016-17 wzrosła do poziomów dwucyfrowych). Zwracamy m.in. uwagę, że spółka w ostatnich kwartałach dość mocno zwiększyła ekspozycję na segment kolejowy (obecnie ok. 19% portfela infrastrukturalnego, który z kolei stanowił 64% backlogu ogółem), gdzie rentowności uzyskiwane przez obecne na tym rynku spółki są dużo niższe niż poziomowi, do których przyzwyczaili inwestorów Budimex. W segmencie deweloperskim spodziewamy się, że wyniki w 2018 roku mogą być dość zbliżone do 2017 roku (dobry 1Q'18 nie powinien być wskazówką na cały rok – od 2H'17 wyraźnie wyhamowała sprzedaż, co będzie rzutować na poziom przekazań nawet na 2019 rok).

Konsensus zakłada obecnie ponad 6,9 mld PLN przychodów Budimexu w 2018 roku. Uważamy, że taki poziom jest jak najbardziej realny. Natomiast ostrożniej podchodzimy do poziomu realizowanych marż (nasza prognoza wyniku netto to 377 mln PLN vs 416 mln PLN konsensus Bloomberg – rozstrzał prognoz jest dość spory: 339-549 mln PLN). W ostatecznym rozliczeniu spółka może ewentualnie wesprzeć się jakimiś one-offami – zwracamy uwagę np. na możliwość sprzedaży Elektromontażu Poznań.

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2018	2018	odchylenie	2019	2019	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	7 013,8	6 906,3	1,6%	7 159,0	6 823,3	4,9%
EBITDA	510,2	549,5	-7,2%	493,5	473,8	4,2%
EBIT	469,7	522,0	-10,0%	447,1	443,8	0,8%
Zysk (strata) netto	377,4	415,8	-9,2%	356,7	351,3	1,6%
Gotówka netto	1 941	1 791	8,4%	1 819	2 004	-9,2%
Marża EBITDA	7,3%	8,0%		6,9%	6,9%	
Marża EBIT	6,7%	7,6%		6,2%	6,5%	
Marża zysku netto	5,4%	6,0%		5,0%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Patrząc w szerszej perspektywie zakładamy, że w latach 2020-21 branża budowlana w Polsce osiągnie swój cykliczny szczyt (najwyższe nakłady na drogi przyjmujemy w latach 2019-20, a w przypadku infrastruktury kolejowej w okresie 2020-21). Zakładamy, że w 2019 roku przychody Budimexu wzrosną do 7,2 mld PLN a EBITDA spadnie do 493 mln PLN, Szczyt przychodów zakładamy na lata 2019-20. W długim terminie przyjmujemy 6,3-6,4 mld PLN przychodów i ok. 415 mln PLN EBITDA. Zakładana marża EBIT w długim terminie to 5,7% (EBITDA: 6,5%).

Dla segmentu budowlanego marżę brutto ze sprzedaży szacujemy w 2018 roku na 9,1% (11,4% w 2017 roku). W kolejnych latach zakładamy stopniowy spadek w kierunku 8%. Marża w 2017 roku była na dość wyrównanych poziomach, sprzyjały takiej sytuacji niskie ceny materiałów budowlanych – obecny wzrost cen surowców (ropa, stal) oraz wynagrodzeń może negatywnie wpłynąć na rentowność w dłuższym terminie (w krótkim spółka stosuje hedging).

Zakładamy, że w segmencie deweloperskim uda się zrealizować sprzedaż notarialną na poziomie 1,9-2,0 tys mieszkań 2018 roku i 1,5 tys w 2018 roku. W długim terminie przyjmujemy sprzedaż na poziomie do 2,0 tys lokali (zakładamy odbudowę bieżącej oferty od 2H'18) oraz marżę EBIT w okolicach 12-13%.

Prognoza wyników wg segmentów działalności

Wyniki spółki [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	4 950	5 134	5 572	6 369	7 014	7 159	7 136	7 034	6 670	6 210	6 197	6 251	6 319	6 384
Zysk brutto ze sprzedaży	433	493	751	810	732	707	706	695	656	608	607	613	620	627
Marża brutto ze sprzedaży	8,7%	9,6%	13,5%	12,7%	10,4%	9,9%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
EBIT	247	292	505	588	470	447	440	427	389	354	353	357	361	365
Marża EBIT	5,0%	5,7%	9,1%	9,2%	6,7%	6,2%	6,2%	6,1%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Zysk netto	192,0	235,8	409,9	464,4	377,4	356,7	349,8	336,7	303,6	274,5	272,7	276,0	280,0	283,9
Marża netto	3,9%	4,6%	7,4%	7,3%	5,4%	5,0%	4,9%	4,8%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Działalność budowlana [mln PLN]														
Przychody	4 717	4 937	5 391	6 070	6 664	6 942	6 786	6 647	6 278	5 822	5 793	5 845	5 910	5 986
-infrastruktura	2 680	2 497	3 146	3 204	3 876	3 780	3 421	3 169	2 753	2 243	2 177	2 189	2 212	2 243
-budownictwo ogólne	2 037	2 440	2 245	2 866	2 789	3 162	3 365	3 478	3 524	3 579	3 616	3 656	3 698	3 742
Zysk brutto ze sprzedaży	363	426	663	689	605	596	565	545	505	455	450	455	461	466
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	8,6%	12,3%	11,4%	9,1%	8,6%	8,3%	8,2%	8,0%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
EBIT	196	245	453	506	385	376	344	325	286	250	245	248	251	253
Marża EBIT	4,2%	5,0%	8,4%	8,3%	5,8%	5,4%	5,1%	4,9%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Działalność deweloperska [mln PLN]														
Przychody	251	293	350	499	532	440	594	633	641	647	666	673	679	686
Zysk brutto ze sprzedaży	54	65	82	102	106	89	119	127	129	130	134	135	136	138
Marża brutto ze sprzedaży	21,4%	22,3%	23,4%	20,5%	19,8%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
EBIT	39	47	47	65	63	50	73	79	80	81	84	86	87	88
Marża EBIT	15,6%	16,0%	13,4%	13,0%	11,8%	11,3%	12,3%	12,5%	12,5%	12,6%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%
sprzedaż notarialna mieszkań [szt]	695	908	1 188	1 914	1 906	1 448	1 872	1 960	1 960	1 960	2 000	2 000	2 000	2 000
Pozostała działalność [mln PLN]														
Przychody	160	187	163	154	157	159	161	164	165	166	166	166	166	166
Zysk brutto ze sprzedaży	15	19	21	21	21	22	22	23	23	23	23	23	23	23
Marża brutto ze sprzedaży	9,2%	10,3%	12,7%	13,8%	13,7%	13,7%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
EBIT	4	9	10	12	10	10	11	11	11	11	11	11	11	11
Marża EBIT	2,6%	4,9%	6,3%	7,9%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]*														
Przychody	-178	-282	-332	-353	-339	-382	-405	-410	-414	-425	-429	-433	-437	-454
Zysk brutto ze sprzedaży	1	-18	-14	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	8	-8	-5	5	12	11	12	12	12	12	12	12	12	12

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

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	857	927	997	1 004	1 006	1 004	996	984	982	981	983	984
Wartości niematerialne i prawne	103	103	100	97	95	93	91	90	89	88	87	86
Rzeczowe aktywa trwałe	115	162	223	231	235	238	239	237	235	235	236	237
Pozostałe aktywa trwałe	639	662	673	676	675	673	666	658	658	658	660	661
Aktywa obrotowe	4 737	5 070	4 533	5 199	4 886	4 412	4 017	3 620	3 640	3 724	3 825	3 936
Zapasy	1 184	1 425	1 135	1 510	1 437	1 428	1 407	1 382	1 376	1 373	1 370	1 369
Należności krótkoterminowe	819	1 232	1 356	1 802	1 796	1 770	1 679	1 563	1 560	1 573	1 591	1 607
Inwestycje krótkoterminowe	2 717	2 413	2 041	1 887	1 653	1 214	931	675	705	778	865	960
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2 715	2 406	2 034	1 879	1 645	1 207	924	667	697	771	857	953
-pozostałe	2	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Pozostałe aktywa obrotowe	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	5 594	5 997	5 529	6 203	5 891	5 417	5 014	4 605	4 622	4 705	4 808	4 920
Kapitał (fundusz) własny	801	881	809	776	792	785	753	725	726	731	736	741
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 788	5 115	4 719	5 425	5 096	4 628	4 256	3 875	3 890	3 968	4 064	4 171
Rezerwy na zobowiązania	380	489	489	489	489	489	489	489	489	489	489	489
Zobowiązania długoterminowe	270	298	266	234	214	204	204	204	204	204	204	204
- w tym dług oprocentowany	62	92	62	30	10	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	4 130	4 322	3 958	4 697	4 388	3 929	3 557	3 176	3 191	3 269	3 366	3 472
- w tym dług oprocentowany	20	30	30	30	30	30	20	10	0	0	0	0
Pasywa razem	5 594	5 997	5 529	6 203	5 891	5 417	5 014	4 605	4 622	4 705	4 808	4 920

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	5 572	6 369	7 014	7 159	7 136	7 034	6 670	6 210	6 197	6 251	6 319	6 384
Koszty produktów, tow. i materiałów	4 821	5 559	6 281	6 452	6 430	6 339	6 014	5 602	5 590	5 638	5 699	5 756
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	751	810	732	707	706	695	656	608	607	613	620	627
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	231	251	259	256	263	264	264	251	251	253	256	259
Zysk (strata) na sprzedaży	520	559	473	451	444	431	392	357	356	360	364	368
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-15	29	-3	-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	531	626	510	493	488	475	437	402	400	404	408	412
EBIT	505	588	470	447	440	427	389	354	353	357	361	365
Saldo działalności finansowej	9	-4	-3	-6	-8	-11	-14	-15	-16	-15	-14	-14
Jednostki stowarzyszone	-2	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	511	580	467	441	433	417	376	340	338	342	347	351
Zysk (strata) netto mniejszości	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zysk (strata) netto	410	464	377	357	350	337	304	274	273	276	280	284

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	612	196	183	299	150	-51	99	93	349	383	400	412
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-49	-357	-73	-29	-30	-33	-36	-36	-38	-38	-39	-38
Przepływy z działalności finansowej	-223	-400	-482	-424	-355	-355	-346	-313	-282	-271	-275	-279
Przepływy pieniężne netto	340	-561	-372	-154	-234	-438	-283	-256	30	73	86	96
Środki pieniężne na początek okresu*	2 184*	2 524*	2 406*	2 034	1 879	1 645	1 207	924	667	697	771	857
Środki pieniężne na koniec okresu*	2 524*	1 962*	2 034	1 879	1 645	1 207	924	667	697	771	857	953

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

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	14,3%	10,1%	2,1%	-0,3%	-1,4%	-5,2%	-6,9%	-0,2%	0,9%	1,1%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	17,8%	-18,5%	-3,3%	-1,2%	-2,5%	-8,0%	-8,0%	-0,4%	0,8%	1,1%	1,0%
EBIT zmiana r/r	16,5%	-20,2%	-4,8%	-1,5%	-2,9%	-8,9%	-8,9%	-0,4%	1,0%	1,2%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	13,3%	-18,7%	-5,5%	-1,9%	-3,8%	-9,8%	-9,6%	-0,7%	1,2%	1,5%	1,4%
Marża brutto na sprzedaży	12,7%	10,4%	9,9%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Marża EBITDA	9,8%	7,3%	6,9%	6,8%	6,8%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Marża EBIT	9,2%	6,7%	6,2%	6,2%	6,1%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża brutto	9,1%	6,7%	6,2%	6,1%	5,9%	5,6%	5,5%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%
Marża netto	7,3%	5,4%	5,0%	4,9%	4,8%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
COGS / przychody	87,3%	89,6%	90,1%	90,1%	90,1%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%
SG&A / przychody	3,9%	3,7%	3,6%	3,7%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%
SG&A / COGS	4,5%	4,1%	4,0%	4,1%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
ROE	52,7%	46,6%	46,0%	44,2%	42,9%	40,3%	37,9%	37,5%	37,8%	38,0%	38,3%
ROA	7,7%	6,8%	5,8%	5,9%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%
Dług	122	92	60	40	30	20	10	0	0	0	0
D / (D+E)	2,0%	1,7%	1,0%	0,7%	0,6%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	2,1%	1,7%	1,0%	0,7%	0,6%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-0,6%	-0,6%	-1,3%	-1,7%	-2,5%	-3,5%	-4,2%	-4,5%	-4,3%	-4,0%	-3,7%
Dług / kapitał własny	13,9%	11,4%	7,8%	5,1%	3,9%	2,7%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-2 283	-1 941	-1 819	-1 605	-1 176	-904	-657	-697	-771	-857	-953
Dług netto / kapitał własny	-2,59	-2,40	-2,34	-2,03	-1,50	-1,20	-0,91	-0,96	-1,05	-1,16	-1,29
Dług netto / EBITDA	-3,6	-3,8	-3,7	-3,3	-2,5	-2,1	-1,6	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3
Dług netto / EBIT	-3,9	-4,1	-4,1	-3,6	-2,8	-2,3	-1,9	-2,0	-2,2	-2,4	-2,6
EV	3 052	3 395	3 517	3 731	4 160	4 432	4 678	4 639	4 565	4 479	4 383
Dług / EV	4,0%	2,7%	1,7%	1,1%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	1,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	86,1%	242,2%	110,3%	104,1%	101,4%	97,2%	92,5%	94,6%	97,3%	99,8%	100,6%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Przychody	5,7%	3,1%	1,2%	3,2%	6,0%	3,6%	3,5%	-0,6%	-1,1%	-1,3%	-1,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	45,7%	33,7%	59,3%	-	-409,0%	-65,7%	-47,4%	272,0%	-122,5%	-116,9%	-138,9%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E*	11,5	14,1	15,0	15,3	15,8	17,6	19,4	19,6	19,3	19,1	18,8
P/BV*	6,1	6,6	6,9	6,7	6,8	7,1	7,4	7,3	7,3	7,2	7,2
P/CE*	10,6	12,8	13,2	13,4	13,9	15,2	16,6	16,7	16,5	16,3	16,1
EV/EBITDA*	4,9	6,7	7,1	7,7	8,8	10,1	11,6	11,6	11,3	11,0	10,6
EV/EBIT*	5,2	7,2	7,9	8,5	9,7	11,4	13,2	13,1	12,8	12,4	12,0
EV/S*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
BVPS	34,5	31,7	30,4	31,0	30,8	29,5	28,4	28,4	28,6	28,8	29,0
EPS	18,2	14,8	14,0	13,7	13,2	11,9	10,8	10,7	10,8	11,0	11,1
CEPS	19,7	16,4	15,8	15,6	15,1	13,8	12,6	12,5	12,6	12,8	13,0
DPS	15,0	17,6	15,3	13,1	13,5	13,1	11,9	10,6	10,6	10,8	10,9
Payout ratio	93,4%	96,8%	103,4%	93,4%	98,3%	99,6%	99,7%	98,9%	99,6%	99,6%	99,6%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 209,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	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

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 (zasieg 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.

Słabe i silne 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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	33%	0	0%
Akumuluj	1	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	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. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 18.04.2018 roku (12:40 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 20.04.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. 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 częstotliwości 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 18.04.2018 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.