

poniedziałek, 24 marca 2014 | aktualizacja raportu

## Budimex: akumuluj (podwyższona)

**BDX PW; BDXP.WA | Budownictwo, Polska**

### Więcej powodów do optymizmu

Informacje płynące ze Spółki i jej otoczenia pozwalają nam z większym optymizmem spojrzeć na wyniki kolejnych kwartałów. Po pierwsze, dobrze oceniamy wyniki finansowe za Q4 2013. Zaprezentowane marże segmentu budowlanego oraz silna pozycja gotówkowa (1,6 mld PLN gotówki netto) przekroczyły nasze oczekiwania ze styczniowego raportu. Komentarz Prezesa po wynikach oraz analiza kontraktów, które Spółka zdobyła w Q1 2014 uzasadniają podniesienie naszych dotychczasowych prognoz wyników na 2014 r. Po drugie, na początku marca Rada Ministrów podjęła uchwałę rozszerzającą program budowy dróg krajowych o nowe odcinki o łącznej wartości 25 mld PLN, istotnie zwiększając pulę potencjalnych kontraktów do zdobycia. Szacujemy, że w latach 2014-2015 wartość zamówień udzielonych przez GDDKiA może przekroczyć rekordowe do tej pory kwoty z lat 2009-2010. Po trzecie, nie bagatelizowalibyśmy planów Zarządu, dotyczących ekspansji w segmencie deweloperskim. Budimex już dziś posiada szeroki bank ziemi na ponad 7000 mieszkań i znaczne zasoby gotówki (ok. 250 mln PLN gotówki netto w Budimex Nieruchomości), które zamierza przeznaczyć na zakupy nowych gruntów. Pozytywny wpływ rozwoju działalności na rynku mieszkaniowym powinien być widoczny już w wynikach 2015 r. Podnosimy nasze prognozy zysku netto w Budimeksie o 8% na 2014 r. oraz o 5% na 2015 r. Jednocześnie podnosimy naszą rekomendację dla akcji Spółki z trzymaj do akumuluj, wyznaczając cenę docelową na 151,80 PLN (poprzednia: 133,70 PLN).

### Nowe kontrakty w backlogu

Początek 2014 r. był dla Spółki udany pod względem pozyskiwania nowych zamówień. Wartość umów zawartych od początku 2014 r., ogłoszonych w raportach bieżących, wyniosła 0,54 mld PLN. Spółka czeka na podpisanie umów za około 1 miliard PLN w kontraktach (w tym 725 mln PLN z kontraktu na blok energetyczny w Turowie), w których złożyła najkorzystniejsze oferty.

### Pierwsze rozstrzygnięcia w nowych przetargach

W lutym nastąpiło otwarcie kopert w pierwszych przetargach drogowych, finansowanych z nowego budżetu UE. Budimex zajął w nich 2., 3. i 5. miejsce. Liczba ofert wahała się w przedziale 8-10. Budimex bierze udział we wszystkich przetargach ogłoszonych przez GDDKiA. Szacujemy, że realna wartość kontraktów rozstrzygniętych w najbliższych dwóch latach to 45-50 mld PLN. Budimex liczy na zdobycie średnio co szóstego kontraktu.

### Wysoki stan gotówki równa się wysokiej dywidendzie

Budimex oferuje najwyższą stopę dywidendy spośród dużych spółek budowlanych (polskich i zagranicznych). DYield równy jest 9,0% w 2014 r. oraz 4,8% w 2015 r., z istotnym potencjałem wzrostu w kolejnych latach. Historycznie okres ekspansji portfela kontraktów drogowych wspierał budowę silnej pozycji gotówkowej Budimeksu, dlatego nie spodziewamy się zmiany polityki dywidendowej w najbliższych latach.

(mIn PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	6 077,7	4 749,5	4 529,3	5 376,8	6 185,0
EBITDA	233,1	362,2	210,4	270,6	333,1
marża EBITDA	3,8%	7,6%	4,6%	5,0%	5,4%
EBIT	182,4	333,3	189,2	250,0	312,7
Zysk netto	186,0	300,5	161,1	207,8	256,1
DPS	11,0	4,4	11,8	6,3	8,1
P/E	18,1	11,2	20,9	16,2	13,2
P/CE	14,2	10,2	18,5	14,8	12,2
P/BV	7,8	5,4	7,0	6,3	5,8
EV/EBITDA	9,2	4,9	9,9	7,7	6,6
DYield	8,3%	3,3%	9,0%	4,8%	6,2%

Cena bieżąca	132,00 PLN
Cena docelowa	151,80 PLN
Kapitalizacja	3 370 mln PLN
Free float	1 207 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,55 mln PLN

### Struktura akcjonariatu

Grupa Ferrovial	59,06%
PZU OFE	8,83%
Pozostali	35,83%

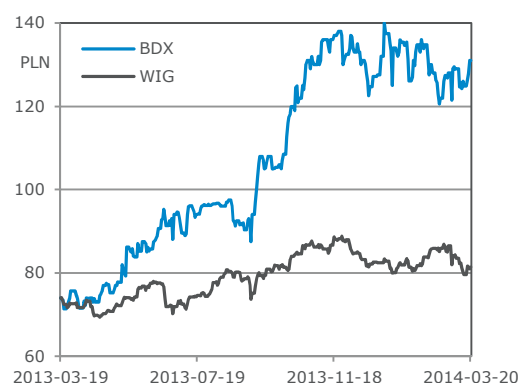
### Strategia dotycząca sektora

Zalecamy przeważanie spółek specjalizujących się w budownictwie kubaturowym (Unibep, Erbud), w przypadku których szybciej będzie widoczna poprawa otoczenia konkurencyjnego. Atrakcyjne wyceny oferują niektóre mniejsze spółki podwykonawcze (Herkules, Elektrotim). Wzrost przychodów w spółkach specjalizujących się w budownictwie infrastrukturalnym i energetycznym nastąpi w 2015 r. wraz z uruchomieniem projektów finansowanych z nowej perspektywy budżetowej UE oraz zakończeniem projektowania nowych bloków energetycznych (Budimex, Elektrobudowa).

### Profil spółki

Budimex świadczy usługi budowlane, specjalizując się w budownictwie drogowym i kubaturowym (budynki mieszkalne, biurowe, usługowe, użyteczności publicznej). Jest generalnym wykonawcą dużych inwestycji infrastrukturalnych. Aktywnie działa na rynku deweloperskim.

### Kurs akcji BDX na tle WIG



### Analitik:

Piotr Zybała  
+48 22 697 47 01  
[piotr.zybal@mdm.pl](mailto:piotr.zybal@mdm.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółki Budimex**

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-07-19	2013-11-06	2014-01-15	2014-01-21
kurs z dnia rekomendacji	94,00	130,00	132,00	134,60
WIG w dniu rekomendacji	46221,23	53504,47	50605,74	50917,69

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 697 47 38  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, telekomunikacja, surowce, metale

### Departament analiz:

Kamil Kliszczyk  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@mdm.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 697 47 37  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 697 47 40  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 697 49 64  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT

Piotr Zybala  
tel. +48 22 697 47 01  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

### Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz  
tel. +48 22 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@mdm.pl](mailto:matthias.falkiewicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

### Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)