

poniedziałek, 24 lipca 2017 | aktualizacja raportu

Budimex: kupuj (podwyższona)

BDX PW; BDXP.WA | Budownictwo, Polska

Potencjał do zaskoczeń wciąż niewyczerpany

Paliwo, napędzające ponad 40% wzrost kursu Budimeksu w okresie I-IV'17, wyczerpało się na początku maja, a obserwowana w ostatnich miesiącach realizacja zysków sprowadziła kurs Budimeksu do atrakcyjnych poziomów. Korekta nie jest jednak jedynym argumentem do podniesienia rekomendacji. Skuteczność Budimeksu w pierwszych przetargach PKP PLK (9% udział w rynku) znacznie przewyższyła nasze oczekiwania z poprzedniego raportu. Ponadto, w marcu GDDKiA wznowiła proces przetargowy w drogach krajowych, a Budimex utrzymał najwyższą skuteczność na rynku z udziałem 16% w 2017. W połowie lipca MiiB zwiększyło o 26% do 135 mld PLN limit wydatków w ramach Programu Budowy Dróg Krajowych i zaktualizowało harmonogram inwestycji, który wymaga od GDDKiA znacznego przyspieszenia postępowań przetargowych już w 2H'17. Uważamy, że powyższe przyspieszenie w przetargach publicznych nie jest w pełni uwzględnione w konsensusie prognoz, jak również konsensus nie docenia potencjału Spółki do generowania ponadprzeciętnych marż w najbliższych latach. Podnosimy rekomendację dla akcji Budimeksu do kupuj, podnosząc naszą cenę docelową o 12% do 267 PLN.

Przetargi drogowe i kolejowe

Szacujemy, że limity wydatków w ramach wieloletnich programów inwestycji infrastrukturalnych zostały zagospodarowane w niespełna 1/2 w drogach oraz 1/3 na kolei. Dotychczasową skuteczność Budimeksu w przetargach drogowych szacujemy na 20%, a w przetargach kolejowych 9%. Nasze prognozy na 2019+ konserwatywnie zakładają spadek skuteczności Spółki.

Ponadprzeciętna rentowność budowlanki

Zakładamy, że powrót wyjątkowo wysokich marż segmentu budowlanego do długoterminowej średniej nastąpi w wolniejszym tempie niż spodziewa się tego rynek. Za ponadprzeciętną rentownością w najbliższych latach przemawiają (1) bardziej rozłożone w czasie inwestycje infrastrukturalne, (2) konserwatywna księgowość Budimeksu odzwierciedlona rekordowym poziomem rezerw i kwot należnych odbiorcom (1,5 mld PLN na 31.03.17).

Wzrost banku ziemi i sprzedaży w deweloperce

Bank ziemi Budimeksu Nieruchomości wzrósł na koniec 1Q'17 o 23% do 6,8 tys. lokali. W 2017 r. Spółka wzbogaciła ofertę o 4. rynek (Gdańsk), a w 2018 r. zamierza wejść do Wrocławia. Ze względu na obserwowany wzrost sprzedaży (1H'17: +24% r/r) i szerszy bank ziemi podnosimy prognozy wolumenów sprzedaży z 1500 do 1600 lokali w długim terminie. Nasze założenia mogą jednak okazać się wciąż zbyt konserwatywne, jeśli Spółka zwiększy tempo wprowadzania kolejnych inwestycji do oferty.

Prognozy znacznie powyżej konsensusu

Podnosimy nasze prognozy ZN Budimeksu o średnio 24% w latach 2017-2019. Prognozowany przez nas zysk netto za 2017 r. jest wyższy od konsensusu o 13%, a zysk netto za 2018 r. o 23%. Różnica względem 2019 r. wynosi ponad 30%. Spodziewamy się wzrostu konsensusu w kolejnych kwartałach.

(mIn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 134,0	5 572,3	6 402,3	7 037,4	7 022,7
EBITDA	314,6	531,0	603,0	575,4	544,0
marża EBITDA	6,1%	9,5%	9,4%	8,2%	7,7%
EBIT	292,2	505,1	569,0	537,8	508,4
Zysk netto	235,8	409,9	452,8	440,1	416,0
P/E	24,8	14,3	12,9	13,3	14,1
P/CE	22,7	13,4	12,0	12,3	13,0
P/BV	9,8	7,3	6,7	6,7	6,9
EV/EBITDA	11,2	6,1	5,7	6,3	7,2
DPS	6,11	8,14	14,99	17,38	17,24
DYield	2,7%	3,5%	6,5%	7,6%	7,5%

Cena bieżąca	229,50 PLN
Cena docelowa	267,00 PLN
Kapitalizacja	5,86 mld PLN
Free float	1,77 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	7,1 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Grupa Ferrovial	55,14%
Aviva OFE	9,18%
NN OFE	5,39%
Pozostali	30,29%

Profil spółki

Budimex jest liderem rynku budowlanego w Polsce. Świadczy usługi generalnego wykonawstwa, specjalizując się w budownictwie drogowym i kubaturowym. W kolejnych latach Spółka zamierza zdobyć istotną pozycję na rynku kolejowym oraz energetycznym. Budimex jest właścicielem jednego z czołowych deweloperów mieszkaniowych w Polsce (Budimex Nieruchomości), odpowiadającego za 10-20% zysku operacyjnego Grupy. Poprzez spółkę zależną fbserwis Budimex rozwija się na rynku utrzymania technicznego infrastruktury i budynków oraz rynku usług środowiskowych. Działalność ta ma jednak wciąż marginalne znaczenie dla wyników Grupy.

Kurs akcji Budimex S.A. na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Budimex	267,00	238,40	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Budimex	229,50	267,00	+16,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2017P	2018P	2019P
	Przychody	+0,2%	+6,4%
EBITDA	+17,9%	+24,9%	+39,5%
Zysk netto	+13,0%	+23,3%	+39,7%

Analitik:

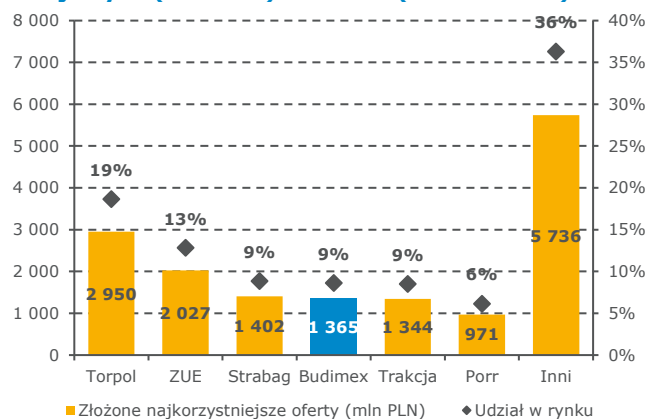
Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

Budownictwo kolejowe

Właśnie mija rok od otwarcia pierwszej dużej oferty w ramach **Krajowego Programu Kolejowego do 2023 r.** (KPK). Całkowita wartość nakładów przewidziana w KPK wynosi 63 mld PLN. Szacujemy, że jak dotąd nastąpiły otwarcia w ofertach za około **16 mld PLN netto** (20 mld PLN brutto), co stanowi niespełna **1/3 całego KPK**. Powyższe tempo rozstrzygnięcia przetargów jest zaskakująco dobre. Choć ostatnio uległo ono osłabieniu, nowe otwarcia następują praktycznie w każdym miesiącu. Dostrzegamy **stopniowy spadek walki konkurencyjnej** na przetargach, co zapewne wynika z faktu, że kontrakty trafiają do dość szerokiego grona firm budowlanych. Najkorzystniejszą ofertę w przetargach dotychczas rozstrzygniętych złożyło już około 30 przedsiębiorstw (w kontraktach powyżej 60 mln PLN). Jeszcze w 2H'16 w dużym przetargu PKP PLK składano średnio 6,4 oferty. W 1Q'17 było to 5,4 oferty, a w 2Q'17 4,9 oferty. W dwóch przetargach otwartych w lipcu uczestniczyło tylko po dwóch oferentów (wszystkie oferty złożone przez spółki giełdowe). Na **2H'17** PKP PLK zapowiedziało **uruchomienie przetargów** o wartości ok. **6 mld PLN**.

Spółki giełdowe bardzo dobrze radzą sobie w procesie przetargowym. Łącznie oferty Budimeksu, Torpolu, Trakcji i ZUE okazały się najkorzystniejsze w około 50% przetargów (wartościowo). **Udział Budimeksu** w rynku szacujemy na **9%** (7 kontraktów o wartości **1,36 mld PLN**). Średnio ceny w najkorzystniejszych ofertach złożonych przez Budimex stanowiły **79% budżetu inwestora** vs. ok. 73% na całym rynku. Budownictwo kolejowe miało niewielki wpływ na wyniki Budimeksu. Jeszcze na koniec marca br. kontrakty kolejowe stanowiły zaledwie 2% portfela zamówień. W związku ze wspomnianymi sukcesami **udział segmentu kolejowego w backlogu powinien wzrosnąć do około 15%** na koniec br., co przekracza nasze założenia z poprzedniego raportu.

Udział spółek w rynku dużych przetargów kolejowych (PKP PLK) w Polsce (2H'16-1H'17)



Źródło: PKP PLK, Dom Maklerski mBanku

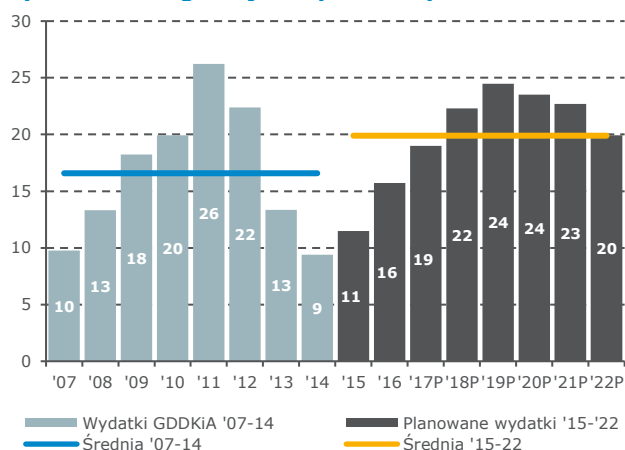
Budownictwo drogowe

W marcu br. GDDKiA wznowiła po ponad rocznej przerwie proces przetargowy, otwierając w ciągu zaledwie czterech miesięcy oferty o wartości **5,6 mld PLN netto** (6,9 mld PLN brutto) w około 30 przetargach. 12 lipca br. miało miejsce kolejne kluczowe wydarzenie z perspektywy Budimeksu. Rząd przyjął uchwałę aktualizującą harmonogram budowy dróg krajowych, podnosząc limit finansowy **Programu Budowy Dróg Krajowych do 2023 r.** (PBDK) o **26% do 135 mld PLN**. W zaktualizowanym PBDK urealniono wydatki, uwzględniając fakt, że od początku 2016 do marca 2017 r. GDDKiA nie rozstrzygała istotnych przetargów. W

konsekwencji **planowane wydatki spadły o 23% w 2017 r., 18% w 2018 r. oraz 3% w 2019 r.** względem PBDK z 08'15.

Zaktualizowany PBDK zakłada wzrost nakładów na drogi w latach **2017-2019** w tempie **CAGR 16%**. W 2019 r. miałyby wystąpić szczyt nakładów na drogi krajowe. Zwracamy przy tym uwagę, że nakłady te byłyby niższe niż w szczycie poprzedniego cyklu w 2011 r. Byłyby one również niższe niż w 2012 r., jeśli uwzględnić jedynie nakłady na budowę nowych dróg. Podsumowując, **„dziura” w przetargach w 2016 r. znacznie zmniejsza ryzyko nadmiernej kumulacji inwestycji drogowych w tym cyklu inwestycyjnym.**

Wydatki na drogi krajowe (mld PLN)*

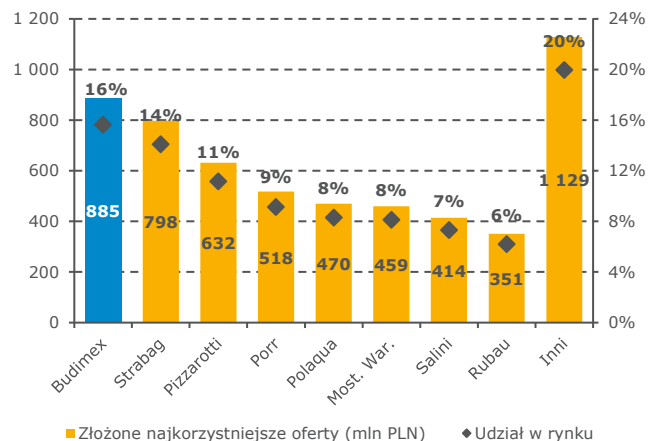


Źródło: MłiB, Dom Maklerski mBanku, *łącznie wydatki Krajowego Funduszu Drogowego oraz Budżetu Państwa, uwzględniające wydatki na budowę nowych dróg oraz wydatki na poprawę bezpieczeństwa, utrzymanie standardów dróg oraz przygotowanie nowych zadań.

Uważamy, że prezentowany w PBDK wzrost nakładów na drogi w latach 2018-2019 **wymaga od GDDKiA znacznej aktywności w przetargach w 2H'17** oraz w trakcie całego 2018 r. Szacujemy, że otwarcia ofert dokonane w okresie 2014-1H'17 wyczerpały niespełna **1/2 budżetu przewidzianego w PBDK**, stąd najbliższe 2-3 lata powinny być intensywnym okresem pod kątem budowy portfela zamówień drogowych w Budimeksie. Skalę inwestycji do rozstrzygnięcia obrazują również planowane nakłady GDDKiA po 2019 r. **W okresie 2020-2022 wydatki na drogi mają być wyższe niż bieżącym 2017 r.** Jest to istotna różnica względem wcześniejszego PBDK z 2015 r. i bezpośrednia konsekwencja podwyższenia limitu finansowego o 28 mld PLN do wspomnianych 135 mld PLN. Ryzykiem dla powyższego scenariusza jest wciąż nieznanne źródło finansowania zwiększonych nakładów. Miała być nim podwyższona o 0,20 PLN/litr opłata paliwowa, lecz w następstwie silnych protestów społecznych zaniechano tego rozwiązania. Zwiększone plany inwestycyjne zostały jednak podtrzymane.

W tegorocznych otwarcia ofert Budimex nie był tak skuteczny jak w przetargach z lat 2014-2015. Zdołał jednak złożyć 4 najkorzystniejsze oferty o wartości **0,9 mld PLN netto**, osiągając **16% udział w rynku**. Warto odnotować istotny **wzrost aktywności Budimeksu w przetargach miejskich oraz na drogi wojewódzkie**. W 2H'16 oraz 1Q'17 Budimex pozyskał w segmencie infrastruktury kontrakty o wartości 1,5 mld PLN przy braku zleceń od GDDKiA. To pozwoliło Spółce utrzymać **portfel zamówień na rekordowym poziomie 9,3 mld PLN** na koniec 1Q'17, z czego ok. **60% stanowią kontrakty drogowe**.

Udział spółek w rynku dużych przetargów drogowych (GDDKiA) w Polsce (1H'17)

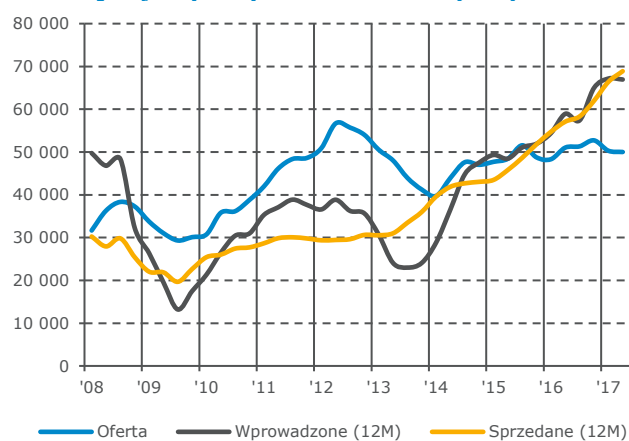


Źródło: GDDKiA, Dom Maklerski mBanku

Działalność deweloperska

W 1H'17 sytuacja na rynku mieszkaniowym w Polsce uległa dalszej poprawie. **Sprzedaż mieszkań** w 6 największych aglomeracjach wzrosła o **24% r/r**, a indeksy **cen** wskazują na **2-3% dynamikę r/r**. Przy szybko rosnącej sprzedaży, oferta mieszkań utrzymuje się na stabilnym poziomie drugi rok z rzędu, co powinno sprzyjać dalszemu wzrostowi cen. Za takim scenariuszem przemawia istotny **wzrost cen mieszkań wprowadzonych do oferty w samym 2Q'17 (+6% r/r)**, choć zjawisko to może również wynikać ze zmiany struktury oferty.

Mieszkania wprowadzone, sprzedane oraz w ofercie na 6 największych rynkach w Polsce (szt.)

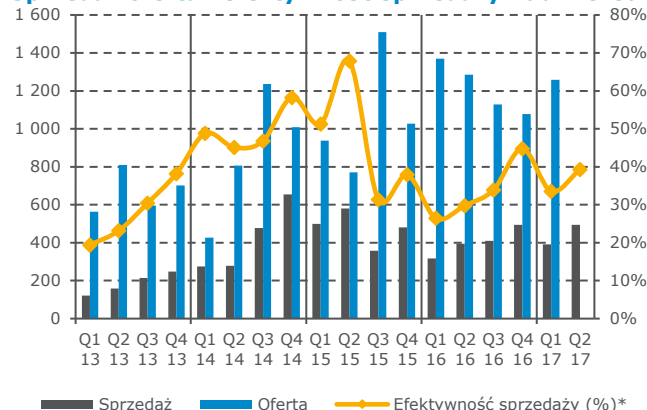


Źródło: REAS

Budimex Nieruchomości w 1H'17 nie odchyłał się od ogólnokrajowych trendów (sprzedaż: +24% r/r, stabilna oferta). Nadzieje na dalszy wzrost sprzedaży w Budimeksie wiążemy z poczynionymi w ostatnim roku inwestycjami w grunty. Na koniec **1Q'17** Budimex posiadał **bank ziemi na 6,8 tys. lokali (+23% r/r)**. Sama oferta zmalała o 8% r/r niemniej była ona bardziej zróżnicowana. Do **Krakowa, Poznania** oraz **Warszawy** dołączyły mieszkania z **Gdańska** (obecnie jednego z najlepszych rynków). To wystarczyło, by w samym 2Q'17 spółka zwiększyła sprzedaż o 25% r/r. Budimex pozyskał ponadto działkę we **Wrocławiu** na około **1000 lokali**, na której zamierza uruchomić projekt w 2018 r. Wszyscy czołowi deweloperzy mieszkaniowi z GPW (Atal, Dom, LC Corp, Robyg) szybciej rotują gruntami niż Budimex. Sądzymy, że może to wynikać z historycznej struktury banku ziemi Budimeksu, gdzie dominującą pozycją był krakowski projekt w dzielnicy

Czyżyny. Obecnie bank ziemi jest dużo bardziej zdwywersyfikowany, co stopniowo powinno być odzwierciedlone w ofercie, a następnie wolumenach sprzedaży mieszkań. Kluczowe jest tempo pozyskiwania pozwoleń na budowę i wzrost liczby mieszkań w ofercie. O samą jakość oferty mniej się obawiamy, gdyż Budimex od dawna pozostaje deweloperem o **ponadprzeciętnej efektywności sprzedaży**.

Sprzedaż oferta i efektywność sprzedaży Budimeksu



Źródło: Budimex, Dom Maklerski mBanku

Ze względu na obserwowany wzrost sprzedaży mieszkań i bardziej zdwywersyfikowany bank ziemi **podnosimy nasze prognozy wolumenów sprzedaży z 1500 do 1600 lokali** w długim terminie. Nasze założenia mogą jednak okazać się wciąż zbyt konserwatywne jeśli spółka zwiększy tempo wprowadzania kolejnych inwestycji do oferty.

Prognozy 2Q'17

Budimex wszedł w okres **coraz większych przerobów na kontraktach drogowych pozyskanych w 2015 r.** Był to jak dotąd rekordowy rok pod względem wartości umów zawartych z GDDKiA (4,5 mld PLN). W konsekwencji prognozujemy wzrost zewnętrznych przychodów **segmentu budowlanego o 11% do 1,5 mld PLN** (poziom wciąż o około 10% niższy niż w rekordowym 2012 r.). Istotny wzrost przychodów szacujemy w **segmencie deweloperskim (124 mln PLN, +153% r/r)** w związku ze wzrostem liczby mieszkań rozliczonych w wyniku. Pod względem marż, Budimex wchodzi w okres wysokiej bazy. Rentowność z 4Q'16 oraz 1Q'17 traktujemy jako sytuację wyjątkową, niemniej zakładamy utrzymanie rentowności Budimeksu powyżej długoterminowej średniej. W 2Q'17 prognozujemy **11,5% marży brutto** ze sprzedaży **segmentu budowlanego** (sprzedaż zewnętrzna) oraz utrzymanie około 19% marżę segmentu deweloperskiego. Podsumowując, w 2Q'17 zakładamy wzrost EBITDA o 22% r/r oraz wzrost ZN o 19% r/r. Zakładamy, że **po 1H'17** nasza całoroczna prognoza będzie **zrealizowana w 44%**.

Prognozy wyników Budimeksu w 2Q'17

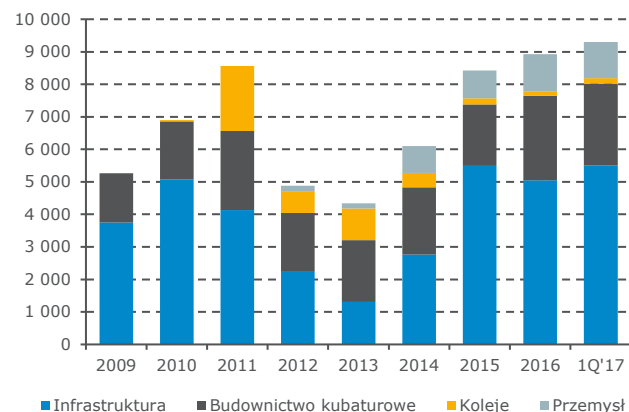
(mln PLN)	2Q'17P	2Q'16	r/r
Przychody	1667,9	1442,0	16%
Zysk brutto ze sprzedaży	201,2	185,3	9%
EBITDA	148,9	121,8	22%
EBIT	140,7	115,4	22%
marża	8,4%	8,0%	-
Zysk brutto	139,6	116,8	19%
Zysk netto	112,9	94,5	19%

Źródło: Budimex

Prognozy finansowe

Od czasu naszych poprzednich prognoz ze stycznia br. Budimex zaraportował **bardzo dobre wyniki finansowe za 4Q'16 oraz 1Q'17**, w których zaskoczył rynek rewelacyjną marżą segmentu budowlanego na poziomie średnio ok. **16%**, podczas gdy średnia **10-letnia marża** segmentu wynosi około **8,5%**. Świetnym wynikiem towarzyszył wzrost gotówki netto do rekordowego poziomu **2,6 mld PLN** (31.12.2016) oraz wzrost portfela zamówień do rekordowych **9,3 mld PLN** (31.03.2017), mimo znikomej aktywności GDDKiA w 2016 r. i na początku 2017 r. Powyższe wyniki dostarczają nam argumentów do podniesienia prognoz finansowych Budimeksu na najbliższe lata.

Portfel zamówień Budimeksu (mln PLN)



Źródło: Budimex

Prognozy przychodów Budimeksu podnosimy przede wszystkim w obszarze **budownictwa kolejowego** (+80% w 2017-2019). Po 2018 r. podnosimy również prognozy przychodów w **budownictwie drogowym** (+9% w 2019 r., +29% w 2020 r.) oraz w umiarkowanym stopniu podnosimy przychody segmentu **deweloperskiego** po 2019 r. (+8%).

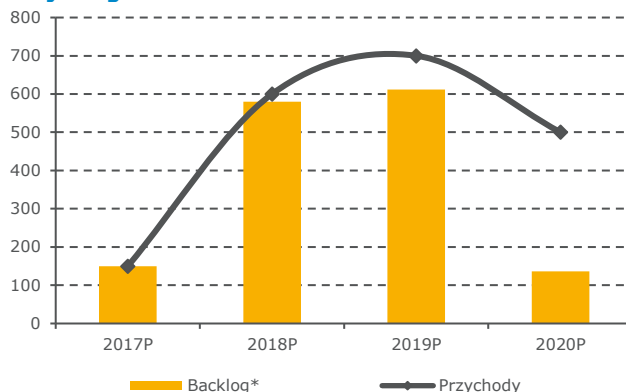
Przychody Budimeksu w segmentach

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Kubatura*	1 800	1 908	2 003	2 043	2 084
Drogi	2 976	3 415	3 350	3 100	2 900
Kolej	124	150	600	700	500
Przemysł	160	250	400	472	500
Deweloperka	449	528	528	546	510
Inne**	163	152	156	161	166
Suma	5 671	6 402	7 037	7 023	6 660
Zmiana r/r	8,5%	14,9%	9,9%	-0,2%	-5,2%

Źródło: Dom Maklerski mBanku, *tylko przychody zewnętrzne, **Elektromontaż Poznań

Nasz optymizm w stosunku do **segmentu kolejowego** jest uzasadniony dużą skutecznością Budimeksu w przetargach PKP PLK. Kolejowy portfel zamówień na koniec 1Q'17 wyniósł 168 mln PLN i nie uwzględniał 4 kontraktów, o wartości 915 mln PLN, które zostały podpisane w 2Q'17 oraz 2 kontraktów na 395 mln PLN, w przypadku których Budimex złożył najkorzystniejszą ofertę w lipcu br. Łączna **wartość podpisanych oraz prawdopodobnych kontraktów kolejowych w portfelu Budimeksu** sięga ok. **1,5 mld PLN**. Większość z nich to kontrakty w konwencji „buduj”, których realizacja zakończy się w 2019 r. Szacujemy, że backlog Budimeksu w niemal **100%** pokrywa nasze prognozy przychodów na **2018 r.**, w około **85-90%** na **2019 r.** oraz około **25-30%** na **2020 r.**

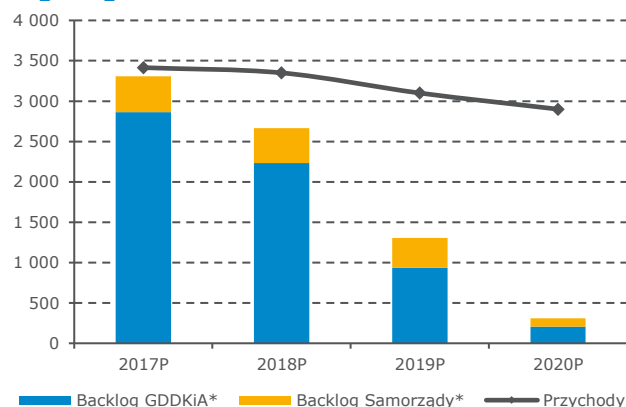
Prognozy backlogu i przychodów z budownictwa kolejowego w Budimeksie



Źródło: Dom Maklerski mBanku, *szacowany backlog uwzględnia projekty, w których Budimex złożył ofertę z najniższą ceną do dnia publikacji

Korekty w prognozach **segmentu drogowego** dotyczą głównie lat 2019+, co ma związek z zaprezentowanym przez MIiB zaktualizowanym PBDK. W nowym PBDK szczyt wydatków infrastrukturalnych jest przesunięty z 2018 r. na 2019 r., a cały proces inwestycyjny bardziej rozłożony w czasie. Jednak przede wszystkim w nowym PBDK **drastycznie wzrosły planowane wydatki po 2019 r., co uwzględniliśmy w naszych projekcjach**. W szacunkach uwzględniamy ryzyko, że (1) PBDK może być zbyt optymistyczny, (2) udział Budimeksu w rynku inwestycji drogowych może spaść. Przy założeniu, że PBDK zostanie zrealizowany w obecnym kształcie, szacowany przez nas **udział Budimeksu w rynku dróg krajowych spada z około 25% w zakończonym 2016 r. do około 15% w 2019 r.**

Prognozy backlogu i przychodów z budownictwa drogowego w Budimeksie



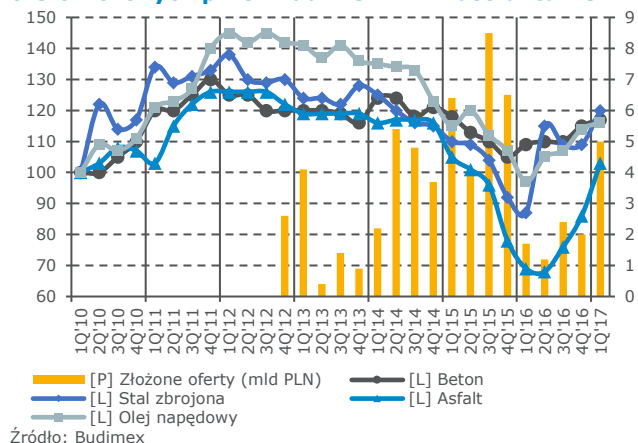
Źródło: Dom Maklerski mBanku, *szacowany backlog uwzględnia projekty, w których Budimex złożył ofertę z najniższą ceną do dnia publikacji

Uważamy, że opisane powyżej podniesienie prognoz przychodów w budownictwie infrastrukturalnym (drogi, koleje) ma podstawy w backlogu oraz planach publicznych zamawiających (GDDKiA, PKP PLK). **Nie dokonaliśmy większych korekt w prognozach budownictwa kubaturowego oraz przemysłowego**, gdzie spodziewamy się wzrostu przychodów w najbliższych latach. **Portfel zamówień** w tym obszarze działalności **wzrósł w minionych 12 miesiącach o 37%** (po równo w kubaturze i przemyśle), co wspiera nasze prognozy.

Większą niepewnością są obarczone szacunki odnośnie przyszłej marży. Po zaprezentowaniu spektakularnych marż segmentu budowlanego w 4Q'16 i 1Q'17, Zarząd Budimeksu stara się mocno tonować oczekiwania odnośnie możliwej do osiągnięcia rentowności

w kolejnych latach. Prawdopodobnie to było jedną z głównych przyczyn kilkunastoprocentowego spadku kursu Budimeksu względem lokalnego szczytu na początku maja. Argumenty, na które wskazuje zarząd nie zmieniają się od dłuższego czasu: (1) wzrost kosztów materiałów budowlanych, (2) spadek dostępności pracowników i wzrost kosztów pracy.

Indeks cen materiałów budowlanych oraz wartość ofert złożonych przez Budimex w infrastrukturze



Źródło: Budimex

Ceny materiałów wykorzystywanych w budownictwie wzrosły od lokalnego dołka średnio o kilkanaście procent. Ich poziom jest jednak **zbliżony do obserwowanego w 1H'15**, z którego to okresu pochodzi większość kontraktów drogowych realizowanych obecnie przez Budimex. **W okresie najniższych cen materiałów (1H'16) Budimex składał niewiele ofert**, co mogło skutecznie uchronić spółkę przed pozyskaniem nierentownych kontraktów. Spodziewamy się, że pozyskane w 2015 r. kontrakty będą źródłem ponadprzeciętnych marż w dalszej części roku. Szacujemy, że wysokomarżowe kontrakty z 2015 r. wygenerują około 40% przychodów z budownictwa drogowego w 2018 r., co pozwala z lekkim optymizmem spojrzeć na przyszłoroczne wyniki.

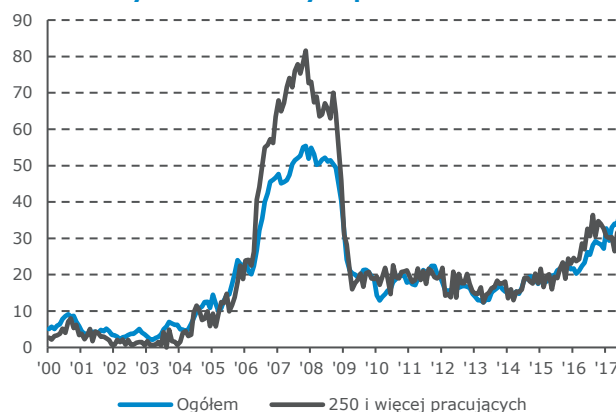
Koniunktura w budownictwie. Bariery działalności - koszty materiałów



Źródło: GUS

Obserwowany w 1H'17 wzrost cen materiałów oraz dodatnia dynamika produkcji budowlanej nie odbiły się negatywnie na wskaźnikach koniunktury w budownictwie, które w czerwcu osiągnęły najwyższy poziom od 2008 r. Według ankiet GUS, **koszty materiałów wciąż nie są postrzegane jako istotna bariera działalności**, szczególnie w dużych przedsiębiorstwach. Większy problem stanowi niedobór wykwalifikowanych pracowników, choć i w tym przypadku daleko nam do skrajnie pesymistycznych odczytów.

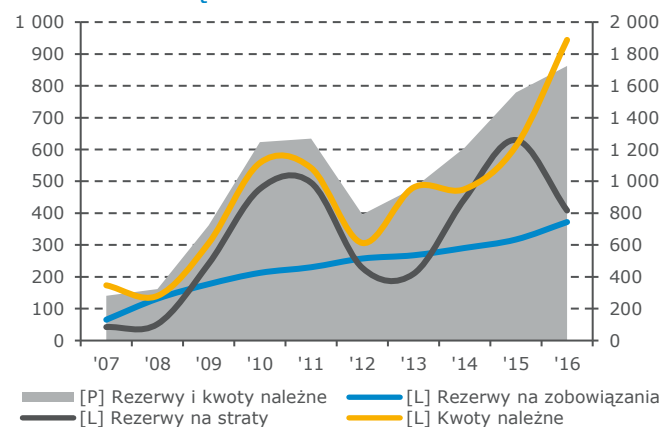
Koniunktura w budownictwie. Bariery działalności - niedobór wykwalifikowanych pracowników



Źródło: GUS

W kontekście marż zwracamy uwagę na pozycję **zobowiązań Budimeksu, które mają charakter szacunkowy**: (1) rezerwy na straty na kontraktach, (2) rezerwy na zobowiązania oraz (3) kwoty należne odbiorcom wzrosły na koniec 2016 r. do rekordowego poziomu **1,7 mld PLN**. Same rezerwy na straty spadły w 2016 r. o około 200 mln PLN, lecz wciąż znajdowały się na relatywnie wysokim poziomie. W tym samym czasie wartość **kwot należnych wzrosła o ponad 300 mln PLN**, co może świadczyć o konserwatywnej polityce rachunkowości w Budimeksie i wspierać marże Spółki, pomimo presji na koszty materiałów i płac.

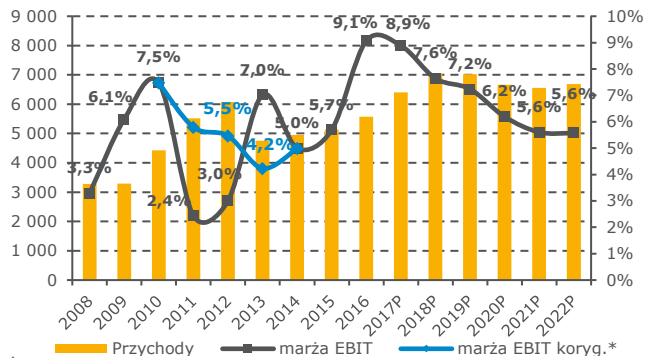
Wartość rezerw i kwot należnych odbiorcom z tytułu umów o budowę



Źródło: Budimex, Dom Maklerski mBanku

Podsumowując, cofnięcie marż w kierunku wieloletniej średniej wydaje się nieuniknionym zjawiskiem i powinno być widoczne w kolejnych kwartałach. Uważamy jednak, że w obecnym otoczeniu rynkowym i z uwagi na konserwatywną księgowość, Budimex jest w stanie utrzymać ponadprzeciętną rentowność w najbliższych dwóch latach. Z tego względu **podnosimy naszą prognozę marży segmentu budowlanego o średnio 1,3 p.p. w okresie 2017-2019** do poziomu **10,8%** (dotyczy sprzedaży zewnętrznej). Nasze prognozy zakładają stopniowy spadek marży EBIT Budimeksu w okolicie długoterminowej średniej.

Prognozy przychodów (mln PLN) i marży EBIT (%) Budimeksu



Źródło: Budimex, prognozy Domu Maklerskiego mBanku; *marża EBIT korygowana o zdarzenia jednorazowe

Uważamy, że konsensus rynkowy zbyt konserwatywnie ocenia potencjał wynikowy Budimeksu, zakładając szybką ścieżkę powrotu marż do średniej. Prognozowany przez nas zysk netto za **2017 r. jest wyższy od konsensusu o 13%**, a zysk netto za **2018 r. o 23%**. Różnica względem 2019 r. jest jeszcze wyższa, co zapewne wynika z uwzględnienia przez nas wznowienia przetargów drogowych przez GDDKiA oraz dużej sprawności PKP PLK w rozstrzygnięciu kontraktów kolejowych. Spodziewamy się wzrostu konsensusu w kolejnych kwartałach.

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku vs. konsensus prognoz dla Budimeksu

(mln PLN)	2017P	konsensus 2017	różnica	2018P	konsensus 2018	różnica
Przychody	6 402	6 392	0%	7 037	6 615	+6%
EBITDA	603	514	+17%	575	461	+25%
Zysk netto	453	401	+13%	440	357	+23%

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg (mediana)

Wycena

Akcje Budimeksu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji, równa **267 PLN**, jest o **13% wyższa** od aktualnej wartości rynkowej, w związku z czym rekomendujemy **kupno** akcji Budimeksu.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	277
Wycena DCF	50%	225
	cena wynikowa	254
	cena docelowa za 9 m-cy	267

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec czerwca 2017 r.
- Wzrost **przychodów** o 15% w 2017 r. oraz 10% w 2018 r. W 2019 spodziewamy się stabilizacji przychodów na wysokim poziomie, a następnie ich spadku w 2020 r. o 5% głównie w wyniku spadku wartości inwestycji infrastrukturalnych.
- Marża EBIT** w 2017 r. na poziomie 8,9%, a następnie jej stopniowy spadek do 5,5% w 2023 r.
- Stopniowy spadek ujemnego **kapitału obrotowego netto** (równowartość 47% przychodów na koniec 2016 r. oraz 19% przychodów w 2024 r.). Łączny wzrost nakładów na kapitał obrotowy w latach 2017-2024 wynosi 1 280 mln PLN (ujemny wpływ na wycenę w kwocie **38 PLN/akcję** po zdyskontowaniu).

- Przy ustalaniu wartości firmy, uwzględniamy **średnioroczny** poziom **gotówki netto** w ciągu ostatnich 4 kwartałów, korygując poziom gotówki netto o 443 mln PLN (uwzględnienie w wycenie stanu gotówki netto z końca 2016 r. podniosłoby naszą wycenę metodą DCF o **17 PLN/akcję**).
- Nakłady na majątek trwały** równe amortyzacji w okresie prognozy.
- Długoterminowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g): 2%.
- Stopa wolna od ryzyka: 3,5%.
- Premia za ryzyko: 5,0%.
- Beta: 1,0.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026+
Przychody ze sprzedaży	6 402	7 037	7 023	6 660	6 555	6 688	6 824	6 962	7 101	7 243	
zmiana	14,9%	9,9%	-0,2%	-5,2%	-1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBITDA	603	575	544	447	402	407	412	417	424	432	
marża EBITDA	9,4%	8,2%	7,7%	6,7%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Amortyzacja	34	38	36	35	34	34	34	34	34	34	
EBIT	569	538	508	412	367	372	377	382	390	398	
marża EBIT	8,9%	7,6%	7,2%	6,2%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Opodatkowanie EBIT	108	102	97	78	70	71	72	73	74	76	
NOPLAT	461	436	412	334	298	302	306	310	316	322	
Zysk z JV (FB Serwis)	-2	2	4	6	7	7	8	9	9	9	
CAPEX	-42	-30	-32	-33	-34	-34	-34	-34	-34	-34	
Kapitał obrotowy	-84	-222	-243	-252	-162	-129	-114	-74	0	0	
FCF	367	223	176	90	142	180	200	245	325	331	338
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	95,9%	88,4%	81,5%	75,1%	69,2%	63,8%	58,8%	54,2%	49,9%	46,0%	
PV FCF	352	197	144	68	98	115	117	133	162	153	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	



Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	5 200
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 394
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	1 539
Wartość firmy (EV)	3 932
Dług netto	-2 633
Wypłata dywidendy	383
Udziałowcy mniejszościowi	4
Korekta o średnioroczne poziomy gotówki	-443
Wartość firmy	5 734
Liczba akcji (mln)	25,5
Wartość firmy na akcję (PLN)	225
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	239
EV/EBITDA('17) dla ceny docelowej	6,1
P/E('17) dla ceny docelowej	13,5
Udział TV w EV	61%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC -1,0 p.p.	227	234	241	250	261
WACC -0,5 p.p.	226	232	240	249	259
WACC	225	231	239	248	258
WACC +0,5 p.p.	224	230	238	246	257
WACC +1,0 p.p.	223	229	236	245	255

Wycena porównawcza

Do wyceny akcji metodą porównawczą wykorzystaliśmy wskaźniki **P/E**, **EV/EBITDA** oraz **DYield** w horyzoncie **2017-2019**. Grupą porównawczą dla Budimeksu są kluczowe spółki budowlane notowane na GPW, które łącznie z Budimeksem mają ok. 80% udział w indeksie WIG-Budownictwo. Wszystkie spółki z polskiej grupy porównawczej cechuje zdrowa sytuacja finansowa. Grupę spółek zagranicznych tworzą europejskie firmy budowlane, częściowo prowadzące działalność na polskim rynku.

Budimex jest notowany ze średnią premią na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA, wynoszącą **12%**, przy czym premia na **P/E** wynosi **11%**, a na **EV/EBITDA** jest równa **12%**. Średnia premia Budimeksu do **grupy polskiej** wynosi **17%**, a do **grupy zagranicznej** **6%**. W **2017 r.** Budimex jest notowany z **dyskontem** do grupy porównawczej, na

poziomie **7%**. **Premia w latach 2018-2019** wynosi **9-32%**.

Uważamy, że premię na P/E oraz EV/EBITDA płaconą za akcje Budimeksu można m.in. uzasadnić wysokimi i **regularnymi dywidendami** oraz wyjątkowo **bezpieczną strukturą kapitału**. Stopa dywidendy w Budimeksie w latach **2018-2019** wynosi **7,5-7,6%**. Średnia dywidenda w latach 2018-2019 wynosi **4,4%** w grupie zagranicznej oraz **4,2%** w grupie polskiej. Żadna z polskich i zagranicznych spółek nie ma tak komfortowej pozycji gotówkowej (2,6 mld PLN gotówki netto w Budimeksie na koniec czerwca 2016). Średnia wycena porównawcza Budimeksu w oparciu o wskaźnik **DYield'18-19** wynosi około **405 PLN/akcję**.

Analiza porównawcza

	Kapitalizacja		P/E			EV/EBITDA			DYield		
	(mln EUR)	Cena	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Elektrobudowa	131	117,00	11,4	12,0	12,1	5,9	6,0	6,0	8,5%	5,3%	6,6%
Elektrotim	31	13,00	13,7	16,9	15,7	8,1	9,6	9,2	2,7%	6,2%	6,2%
Erbud	86	28,40	11,5	11,2	13,4	4,7	4,5	5,1	4,1%	4,4%	7,2%
Herkules	41	4,05	11,9	10,2	9,5	6,3	5,8	5,5	4,0%	4,0%	4,4%
Torpol	67	12,34	30,7	10,5	9,1	8,7	5,0	4,3	3,6%	2,6%	4,8%
Trakcja	168	13,87	12,1	8,4	7,9	6,9	5,1	4,7	3,6%	3,6%	5,8%
Ulma	92	74,00	18,3	12,4	9,7	4,2	3,5	2,9	7,3%	3,4%	4,1%
Unibep	113	13,73	11,6	12,0	13,0	7,8	8,0	8,2	1,5%	2,7%	4,2%
ZUE	54	9,97	71,6	10,9	8,1	15,0	5,7	4,5	0,0%	0,7%	4,6%
Mediana			12,1	11,2	9,7	6,9	5,7	5,1	3,6%	3,6%	4,8%
Waga spółek z Polski			50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Strabag	4 054	36,85	14,2	13,1	12,2	4,5	4,4	4,2	2,8%	3,1%	3,4%
Porr	871	29,42	11,4	10,4	9,6	4,9	4,6	4,4	4,3%	4,7%	4,9%
Hochtief	9 639	149,90	22,6	20,8	19,1	8,7	8,2	7,9	2,0%	2,2%	2,5%
Bouygues	13 101	36,67	16,0	14,5	13,4	5,9	5,6	5,2	4,4%	4,4%	4,4%
Salini	1 509	3,04	12,2	9,1	8,5	3,8	3,4	3,1	2,5%	3,3%	3,6%
Astaldi	540	5,49	5,5	5,0	4,6	5,9	5,8	5,7	4,1%	4,4%	4,5%
Mota Engil	593	2,50	25,0	10,1	8,6	5,3	4,8	4,6	3,4%	4,9%	5,5%
Skanska	8 301	190,30	14,8	16,3	15,7	9,8	9,8	9,3	4,4%	4,5%	4,7%
PEAB	2 933	95,40	15,7	15,7	15,2	9,6	9,4	9,2	3,9%	4,1%	4,3%
NCC	2 432	216,00	14,6	14,9	14,0	8,1	8,3	8,0	4,2%	4,4%	4,5%
Mediana			14,7	13,8	12,8	5,9	5,7	5,5	4,0%	4,4%	4,4%
Waga spółek zagranicznych			50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Mediana			13,4	12,5	11,2	6,4	5,7	5,3	3,8%	4,0%	4,6%
Budimex	1 379	229,50	12,9	13,3	14,1	5,7	6,3	7,2	6,5%	7,6%	7,5%
Premia (dyskonto)			-3,6%	6,6%	25,3%	-11,3%	11,1%	35,8%	71,4%	89,9%	63,4%
Implikowana wycena											
Wycena 1 akcji (PLN)			238,1	215,3	183,1	246,6	215,3	189,1	393,5	435,8	375,1
Waga wskaźnika			11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Wartość firmy na akcję (PLN)			277								

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	4 949,9	5 134,0	5 572,3	6 402,3	7 037,4	7 022,7	6 659,9
zmiana	4,2%	3,7%	8,5%	14,9%	9,9%	-0,2%	-5,2%
Koszt własny sprzedaży	4 517,3	4 641,3	4 821,0	5 596,0	6 254,4	6 265,8	5 997,7
Zysk brutto na sprzedaży	432,7	492,7	751,3	806,3	783,0	756,9	662,2
marża brutto na sprzedaży	8,7%	9,6%	13,5%	12,6%	11,1%	10,8%	9,9%
Koszty sprzedaży	-27,7	-29,7	-32,7	-33,8	-34,5	-35,2	-35,9
Koszty ogólnego zarządu	-177,7	-190,1	-198,8	-211,2	-218,7	-221,5	-222,4
Pozostała działalność operacyjna netto	20,0	19,3	-14,7	7,7	8,0	8,2	8,4
Zysk (strata) z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	247,3	292,2	505,1	569,0	537,8	508,4	412,4
zmiana	-25,8%	18,2%	72,9%	12,7%	-5,5%	-5,5%	-18,9%
marża EBIT	5,0%	5,7%	9,1%	8,9%	7,6%	7,2%	6,2%
Wynik na działalności finansowej	1,2	8,0	8,6	-6,0	4,1	1,8	0,1
Zysk/strata z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	-5,9	-3,4	-2,3	-2,0	2,0	4,0	6,0
Zysk brutto	242,6	296,8	511,4	561,1	544,0	514,2	418,5
Podatek dochodowy	48,7	60,3	100,9	107,9	103,4	97,7	79,5
Udziałowcy mniejszościowi	2,0	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5
Zysk netto	192,0	235,8	409,9	452,8	440,1	416,0	338,5
zmiana	-36,1%	22,9%	73,8%	10,5%	-2,8%	-5,5%	-18,6%
marża	3,88%	4,59%	7,36%	7,07%	6,25%	5,92%	5,08%
Amortyzacja	23,0	22,3	25,9	34,0	37,5	35,6	34,8
EBITDA	270,3	314,6	531,0	603,0	575,4	544,0	447,1
zmiana	-25,4%	16,4%	68,8%	13,6%	-4,6%	-5,4%	-17,8%
marża EBITDA	5,5%	6,1%	9,5%	9,4%	8,2%	7,7%	6,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
EPS	7,5	9,2	16,1	17,7	17,2	16,3	13,3
CEPS	8,4	10,1	17,1	19,1	18,7	17,7	14,6
ROAE	33,5%	42,2%	58,5%	54,1%	50,6%	48,6%	42,0%
ROAA	5,1%	5,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,2%	7,2%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	3 858,2	4 713,4	5 593,7	5 767,9	5 215,9	4 911,1	4 554,2
Majątek trwały	677,5	821,2	856,9	890,2	882,7	879,2	877,4
Rzeczowe aktywa trwałe	79,5	83,2	114,7	150,1	142,6	139,0	137,3
Wartość firmy	80,8	119,0	116,7	114,2	114,2	114,2	114,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	376,3	440,9	445,0	440,1	440,1	440,1	440,1
Pozostałe	140,9	178,0	180,6	185,9	185,9	185,9	185,9
Majątek obrotowy	3 180,7	3 892,2	4 736,7	4 877,7	4 333,2	4 032,0	3 676,7
Zapasy	648,7	867,6	1 183,6	1 300,0	916,2	879,6	883,6
Należności	678,2	608,6	836,0	936,9	993,8	992,4	960,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 831,7	2 413,1	2 715,1	2 529,7	2 312,2	2 049,0	1 722,2
Inne	22,2	2,9	2,0	111,0	111,0	111,0	111,0

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
PASYWA	3 858,2	4 713,4	5 593,7	5 767,9	5 215,9	4 911,1	4 554,2
Kapitał własny	519,3	599,2	801,4	871,7	868,1	844,0	766,5
Kapitały mniejszości	3,2	3,9	4,4	1,8	2,3	2,8	3,3
Zobowiązania długoterminowe	407,7	441,2	486,7	504,5	541,8	540,9	519,6
Pożyczki i kredyty	46,3	44,6	62,3	82,6	82,6	82,6	82,6
Rezerwy	179,2	181,7	210,3	206,8	244,1	243,2	221,9
Kaucje z tytułu umów	176,1	207,2	206,1	207,2	207,2	207,2	207,2
Inne	6,1	7,7	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Zobowiązania krótkoterminowe	2 928,0	3 669,1	4 301,1	4 389,9	3 803,8	3 523,5	3 264,8
Pożyczki i kredyty	21,4	19,8	20,3	20,2	20,2	20,2	20,2
Zobowiązania i rozliczenia międzyokresowe	1 839,7	2 200,4	2 709,1	2 839,0	2 367,0	2 132,6	1 935,0
Kwoty należne odbiorcom za usługę bud.	920,7	1 239,9	1 352,6	1 352,6	1 238,5	1 192,6	1 131,5
Inne	146,2	209,0	219,1	178,1	178,1	178,1	178,1
Dług	67,7	64,3	82,6	102,8	102,8	102,8	102,8
Dług netto	-1 764,0	-2 348,8	-2 632,5	-2 426,9	-2 209,4	-1 946,2	-1 619,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-339,7%	-392,0%	-328,5%	-278,4%	-254,5%	-230,6%	-211,3%
(Dług netto / EBITDA)	-6,5	-7,5	-5,0	-4,0	-3,8	-3,6	-3,6
BVPS	20,3	23,5	31,4	34,1	34,0	33,1	30,0



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy operacyjne	486,1	699,3	611,5	302,5	252,1	207,2	122,1
Zysk brutto	242,6	296,8	511,4	561,1	544,0	514,2	418,5
Amortyzacja	23,0	22,3	25,9	34,0	37,5	35,6	34,8
Kapitał obrotowy	308,6	602,4	154,7	-83,7	-222,0	-243,2	-251,5
Zapłacony podatek dochodowy	-63,2	-82,9	-120,0	-165,5	-103,4	-97,7	-79,5
Rozliczenie instrumentów pochodnych	6,9	-2,1	-3,5	-2,5	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-31,9	-137,2	43,0	-40,8	-4,1	-1,8	-0,1
Przepływy inwestycyjne	-49,0	-70,5	-48,9	-142,2	-30,0	-32,1	-33,0
CAPEX	-13,3	-47,2	-41,6	-41,9	-30,0	-32,1	-33,0
Inwestycje kapitałowe	-24,3	-42,6	-0,2	-1,5	0,0	0,0	0,0
Rozliczenie instrumentów finansowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udzielone pożyczki długoterminowe	-15,9	19,0	-9,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	4,4	0,4	2,0	-98,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-300,2	-171,5	-223,1	-393,3	-439,6	-438,3	-415,9
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	14,7	-0,6	-0,9	-0,3	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-302,5	-156,0	-207,8	-382,7	-443,7	-440,1	-416,0
Pozostałe	-12,4	-15,0	-14,4	-10,4	4,1	1,8	0,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	136,8	457,3	339,5	-233,0	-217,6	-263,2	-326,8
Środki pieniężne na koniec okresu	1 726,7	2 184,1	2 524,0	2 480,7	2 312,2	2 049,0	1 722,2
DPS (PLN)	11,9	6,1	8,1	15,0	17,4	17,2	16,3
FCF	518,7	814,2	548,2	367,4	223,2	176,2	90,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,3%	0,9%	0,7%	0,7%	0,4%	0,5%	0,5%

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
P/E	30,5	24,8	14,3	12,9	13,3	14,1	17,3
P/CE	27,3	22,7	13,4	12,0	12,3	13,0	15,7
P/BV	11,3	9,8	7,3	6,7	6,7	6,9	7,6
P/S	1,2	1,1	1,1	0,9	0,8	0,8	0,9
FCF/EV	12,7%	23,2%	17,0%	10,7%	6,1%	4,5%	2,1%
EV/EBITDA	15,2	11,2	6,1	5,7	6,3	7,2	9,5
EV/EBIT	16,6	12,0	6,4	6,0	6,8	7,7	10,3
EV/S	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
DYield	5,2%	2,7%	3,5%	6,5%	7,6%	7,5%	7,1%
Cena (PLN)	229,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
MC (mln PLN)	5859,2	5859,2	5859,2	5859,2	5859,2	5859,2	5859,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,2	3,9	4,4	1,8	2,3	2,8	3,3
EV (mln PLN)	4 098,4	3 514,3	3 231,1	3 434,0	3 652,1	3 915,8	4 243,1

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 księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

mBank 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.

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.

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 24 lipca 2017 o godzinie 8:30.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 24 lipca 2017 o godzinie 8:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank 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 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 stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Budimex wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
kurs wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-10
kurs z dnia rekomendacji	275,65	217,00	207,00	178,40
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	47 900,66	48 260,19

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
+48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl