

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

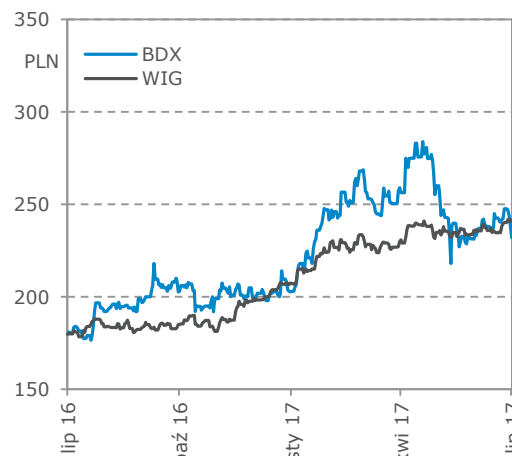
Struktura akcjonariatu

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.zybaala@mbank.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 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. Wylimitowanie 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.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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