

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 118,5 PLN

11 GRUDZIEŃ 2018, 08:47 CEST

Kurs Budimexu w obecnym cyklu zniżkował już przejściowo nawet poniżej 100 PLN. Od połowy października cena akcji odbiła od dołków o ok. 30%. Pomocą były m.in. lepsze od oczekiwań wyniki 3Q'18 (wsparte przez one-offy). Pochodną wyników był też wzrost oczekiwań w kwestii dywidendy w 2019 roku. Spółce udało się też nieco zwiększyć (po raz pierwszy od roku) saldo rezerw na straty, co może rodzić nadzieje na szybszą odbudowę marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym. Nie uważamy jednak, by był to już trwały trend. Spodziewamy się, że spadek marży powinien kulminować dopiero w okolicy połowy 2019 roku, kiedy kończy się sporo kontraktów zawartych w latach 2015-17. Historycznie najlepszym momentem na długoterminowy zakup akcji Budimexu następował, gdy wskaźnik cen w budownictwie nie tylko spowolniał swój wzrost (co jeszcze w tym cyklu nie nastąpiło), ale przechodził z dodatniej na ujemną dynamikę. Przy obecnej cenie rynkowej utrzymujemy zalecenie Redukuj. Cenę docelową podnosimy do poziomu 118,5 PLN (z 108,7 PLN poprzednio), na co wpływ ma wpływ m.in. ujęcie sprzedaży Elektromontażu Poznań oraz podniesienie założeń rentowności na 2H'19-2020.

Zwracamy uwagę, że wskaźnik cen produkcji budowlanej (publikowany przez GUS) nadal znajduje się na ścieżce wzrostowej (w październiku: +3,4% r/r vs +3,3% miesiąc wcześniej, na początku 2018 roku było to tylko +1,5% r/r). Ostatnia przecena na rynku surowców (m.in. ropa, w mniejszym wymiarze stal) może rodzić nadzieje na spadek koszyka cen materiałów budowlanych. Uważamy jednak, że na lokalnych rynkach nie musi to być to szybki trend. Na ceny nadal negatywnie rzutować będą koszty energii i wynagrodzeń (które wpływają także bezpośrednio na koszty GW) oraz utrzymujący się wysoki popyt (scenariusz bazowy zakłada wzrost produkcji budowlanej w 2019).

Historycznie najlepszym momentem na długoterminowy zakup akcji Budimexu następował, gdy wskaźnik cen nie tylko spowolniał swój wzrost (co jeszcze w tym cyklu nie nastąpiło), ale przechodził z dodatniej na ujemną dynamikę (VIII'12, VI'09, I'03). Kurs nie zawsze w takich momentach „łapał” lokalny dołek, ale zawsze we wskazanych wyżej okresach znajdował niżej niż przy cyklicznym szczycie cen w budownictwie (który następował odpowiednio w: XII'11, VIII'07, VII'00)

W scenariuszu bazowym nie zakładamy waloryzacji cen na obecnie posiadanych kontraktach. Uważamy natomiast, że jest możliwe zdjęcie części ryzyk cenowych z wykonawców w przypadku nowych przetargów publicznych (przy czym nadal brakuje twardych deklaracji w tym zakresie ze strony publicznej). Przy tym skłaniamy się do scenariusza, że długoterminowo doprowadzi to do stabilizacji marż, ale raczej na niższych pułapach niż średnie historycznie (potencjalnie więcej podmiotów powinno uczestniczyć w przetargach, jeśli mniejsze będzie ich ryzyko).

W stosunku do poprzedniej rekomendacji nieco podnieśliśmy nasze szacunki wyników na lata 2018-19. W pierwszym wypadku wynika to głównie z ujęcia lepszych od wcześniejszych założeń wyników za 3Q'18 (nie ujmowaliśmy m.in. sprzedaży Elektromontażu Poznań). Natomiast w drugim z wyższego przerobu w części budowlanej (co jednak ciągnie za sobą negatywny efekt na pozycji gotówkowej, która może być pod największą presją w połowie 2019 roku) oraz podniesienia założeń dla części deweloperskiej (w 3Q'18 spółka po raz pierwszy od początku 2017 roku zwiększyła poziom bieżącej oferty). Nasze prognozy zysku netto są obecnie powyżej konsensusu (Bloomberg), ale może on jeszcze nie w pełni uwzględniać wskazane wyżej aspekty.

Wycena DCF [PLN]	124,9
Wycena porównawcza [PLN]	103,7
Wycena końcowa [PLN]	118,5
Potencjał do wzrostu / spadku	-8,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	130,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 318,9
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	147,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	100,0
Stopa zwrotu za 3 mc	26,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-9,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-34,2%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	55,1%
Aviva OFE	9,8%
NN OFE	5,3%
Pozostali	29,8%
stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend	

Krzysztof Pado

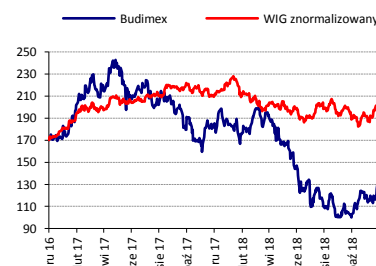
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	5 572,3	6 369,3	7 403,7	7 528,5	7 335,6	7 014,8
EBITDA [mln PLN]	531,0	625,8	459,7	346,2	351,5	336,1
EBIT [mln PLN]	505,1	588,3	415,4	293,8	296,7	281,9
Zysk netto [mln PLN]	409,9	464,4	328,7	225,0	225,9	212,6
Gotówka netto [mln PLN]	2 632,5	2 283,4	1 266,5	1 074,6	800,1	558,0
P/BV	4,1	3,8	4,3	5,1	5,1	5,2
P/E	8,1	7,1	10,1	14,8	14,7	15,6
EV/EBITDA	1,3	1,7	4,5	6,5	7,2	8,2
EV/EBIT	1,4	1,8	4,9	7,6	8,5	9,8
DPS [PLN/akcję]	8,1	15,0	17,6	13,2	9,2	8,6



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	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

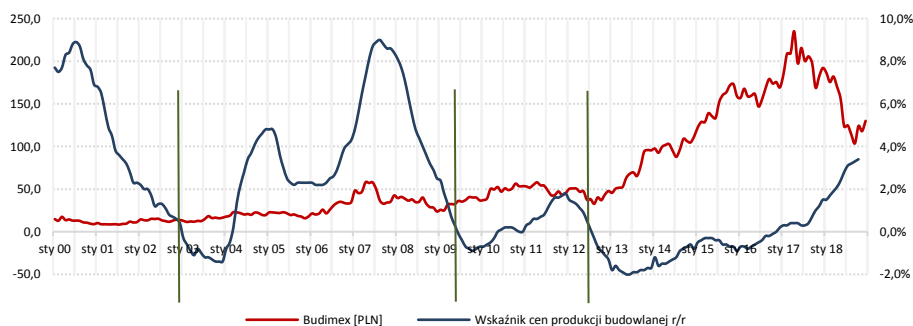
Wycena spółki Budimex opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 124,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2018–2020, dała wartość 1 akcji na poziomie 103,7 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 118,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	124,9
Wycena metodą porównawczą	30%	103,7
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	98,8
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	108,6
Wycena 1 akcji Budimexu [PLN]		118,5

Źródło: DM BDM S.A.

Kurs Budimexu * vs wskaźnik cen produkcji budowlanej r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, GUS, *kurs oczyszczony o dywidendy

Od końcówki 2016 roku wskaźnik cen produkcji budowlanej odnotowuje dodatnie wartości. Dynamika wzrostu cen jest już obecnie wyższa niż przy poprzednim lokalnym szczyście z końca 2011 roku. Taka sytuacja jest niekorzystna dla generalnych wykonawców, którzy opierają swoją działalność na współpracy z licznymi podwykonawcami.

Kurs Budimexu zmniejszał się od szczytu w najniższym momencie o ponad 60% (do <100 PLN). Ostatnie tygodnie na fali lepszych od konsensusu wyników 3Q'18 przyniosły wyraźniejsze odbicie. Zwracamy jednak uwagę, że historycznie najlepszy moment na zakup akcji spółki nastąpił dopiero w okolicach wejścia cen produkcji budowlanej w ujemną dynamikę. Uważamy, że perspektywa takiego scenariusza jest jeszcze ograniczona w krótkim terminie. Dodatkowo spółka w najbliższych kwartałach nadal będzie wykazywać ujemne dynamiki zysku netto.

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:

- Rok 2018 rok dla branży budowlanej w obszarze przerobu w Polsce będzie rekordowy w historii. 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 7,4 mld PLN przychodów, 460 mln PLN EBITDA i 329 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że w 2019 roku przychody wzrosną do 7,5 mld PLN, natomiast EBITDA spadnie do 350 mln PLN. Szczyt przychodów zakładamy na lata 2018-20. W długim terminie przyjmujemy 6,5 mld PLN przychodów i ok. 310 mln PLN EBITDA. Zakładana marża EBIT w długim terminie to 3,9% (EBITDA: 4,8%). Dla segmentu budowlanego marżę brutto ze sprzedaży szacujemy w 2019 roku na 6,0% (6,9% w 2018 roku). W kolejnych latach zakładamy poziom ok. 6-6,5% (zwracamy uwagę, że w porównaniu do poprzednich lat mocno wzrosła presja kosztowa, nie tylko po stronie materiałów, ale także wynagrodzeń i siły przetargowej podwykonawców). Zakładamy, że w segmencie deweloperskim uda się zrealizować sprzedaż notarialną na poziomie blisko 1,9 tys mieszkań 2018 roku i ponad 1,7 tys w 2019 roku. W długim terminie przyjmujemy sprzedaż na poziomie do 2,0 tys lokali oraz marżę EBIT w okolicach 11-12%.
- 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). W końcowej wycenie ujęte są wpływy (po podatku) ze sprzedaży Elektromontażu Poznań oraz BI Grunwald.
- 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 ujęte są zwiększone nakłady inwestycyjne w stosunku do historycznej średniej w związku z rozwojem spółki na rynku kolejowym.
- Wycena została sporządzona na dzień 11.12.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3,19 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 124,9 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	7 403,7	7 528,5	7 335,6	7 014,8	6 611,8	6 260,4	6 299,3	6 356,1	6 420,0	6 478,3
EBIT [mln PLN]*	371,4	293,8	296,7	281,9	271,0	250,3	251,1	252,3	253,8	255,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	70,6	55,8	56,4	53,6	51,5	47,6	47,7	47,9	48,2	48,6
NOPLAT [mln PLN]	300,8	238,0	240,3	228,3	219,5	202,8	203,4	204,4	205,6	207,0
Amortyzacja [mln PLN]	44,4	52,4	54,8	54,2	53,8	53,5	53,3	53,1	53,0	52,9
CAPEX [mln PLN]	-100,2	-71,3	-53,2	-53,1	-53,0	-52,9	-52,9	-52,9	-52,9	-52,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-851,5	-63,6	-265,3	-234,2	-212,1	-86,5	-16,5	46,8	53,0	56,9
FCF [mln PLN]	-606,6	155,6	-23,4	-4,8	8,3	116,9	187,3	251,4	258,6	263,8
DFCF [mln PLN]	-603,6	142,1	-19,6	-3,7	5,8	75,7	111,3	137,0	129,3	121,0
Suma DFCF [mln PLN]	95,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 613,2		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 199,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 294,3									
Dług netto 2017 [mln PLN]	-2 283,4									
Dywidenda 2018 [mln PLN]	449,6									
Udziały w FB Serwis oraz Promos	39,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,7									
Wpływy netto ze sprzedaży aktywów [mln PLN]	21,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 188,4									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	124,9									

Przychody zmiana r/r	16,2%	1,7%	-2,6%	-4,4%	-5,7%	-5,3%	0,6%	0,9%	1,0%	0,9%
EBIT zmiana r/r	-36,9%	-20,9%	1,0%	-5,0%	-3,9%	-7,6%	0,3%	0,5%	0,6%	0,7%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	-	1312,0%	60,2%	34,2%	2,9%	2,0%
Marża EBITDA	5,6%	4,6%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża EBIT	5,0%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%
Marża NOPLAT	4,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
CAPEX / Przychody	1,4%	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	226,0%	135,9%	97,2%	97,9%	98,4%	98,8%	99,3%	99,7%	99,9%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	11,5%	0,8%	3,6%	3,3%	3,2%	1,4%	0,3%	-0,7%	-0,8%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	82,3%	50,9%	-137,5%	-73,0%	-52,6%	-24,6%	42,4%	-82,5%	-82,8%	-97,7%

Źródło: BDM S.A.

*EBIT w 2018 oczyszczony o 44,0 mln PLN wyniku na sprzedaży aktywów (wpływy netto po uwzględnieniu podatku ujęto w osobnej pozycji)

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	98,2%	98,9%	99,2%	99,3%	99,5%	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	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	8,9%	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	119,3	123,8	129,4	136,5	145,8	158,5	176,8	205,6	257,4
	0,8	115,2	119,1	124,0	130,0	137,8	148,2	162,8	184,6	221,0
	0,9	111,4	114,9	119,1	124,3	130,9	139,5	151,3	168,3	195,0
	1,0	108,0	111,1	114,8	119,3	124,9	132,1	141,8	155,3	175,6
	1,1	104,9	107,6	110,8	114,8	119,6	125,7	133,7	144,7	160,5
	1,2	102,0	104,4	107,3	110,7	114,9	120,1	126,9	135,8	148,4
	1,3	99,4	101,6	104,1	107,1	110,7	115,2	120,9	128,4	138,5

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%	123,9	129,1	135,6	144,0	155,2	170,9	194,4	233,6	312,0
	4%	115,2	119,1	124,0	130,0	137,8	148,2	162,8	184,6	221,0
	5%	108,0	111,1	114,8	119,3	124,9	132,1	141,8	155,3	175,6
	6%	102,0	104,4	107,3	110,7	114,9	120,1	126,9	135,8	148,4
	7%	97,0	98,9	101,2	103,8	107,0	110,9	115,8	122,0	130,4
	8%	92,7	94,2	96,0	98,1	100,6	103,5	107,2	111,7	117,5
	9%	89,0	90,2	91,7	93,3	95,3	97,6	100,4	103,7	107,9

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%	176,8	168,8	161,7	155,2	149,4	144,1	139,3	134,9	130,9
	4%	159,4	151,3	144,1	137,8	132,2	127,2	122,7	118,6	114,9
	5%	145,8	137,8	130,9	124,9	119,6	114,9	110,7	107,0	103,6
	6%	134,9	127,2	120,6	114,9	109,9	105,6	101,8	98,3	95,3
	7%	126,0	118,6	112,3	107,0	102,4	98,3	94,8	91,7	88,9
	8%	118,6	111,5	105,6	100,6	96,3	92,5	89,3	86,4	83,9
	9%	112,3	105,6	100,0	95,3	91,3	87,8	84,8	82,2	79,9

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 - dla 2018 roku przyjęliśmy wagę 20%, dla kolejnych lat przyjęto równe wagi po 40%.

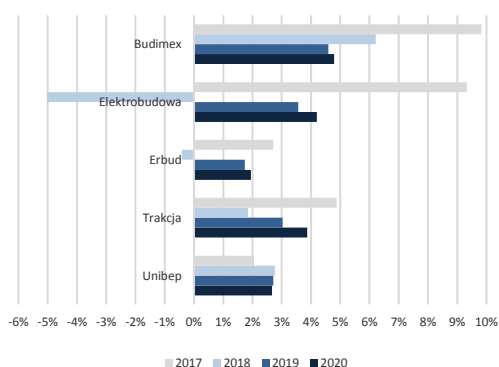
Porównując wyniki Budimexu ze wskaźnikami innych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 103,7 PLN (98,8 PLN na bazie spółek polskich oraz 108,6 PLN na bazie spółek zagranicznych). Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		103,7
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	98,8
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	108,6

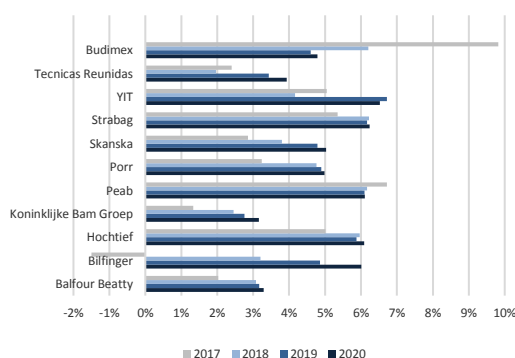
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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	-	14,6	9,6	(3,2)	4,4	3,8
Erbud	-	12,9	9,2	(17,4)	3,9	3,1
Unibep	5,1	5,5	6,0	3,5	3,1	3,0
Trakcja	-	16,2	6,4	11,8	5,4	3,8
Mediana	5,1	13,8	7,8	7,6	4,2	3,4
Budimex	10,1	14,8	14,7	4,5	6,5	7,2
Premia / dyskonto	96,7%	7,2%	88,5%	41,5%	56,0%	108,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	66,1	121,3	68,9	187,1	98,4	78,6
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		89,3			108,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	98,8					

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	12,1	9,8	8,5	5,6	5,0	4,2
Bilfinger	28,0	13,9	9,3	9,6	6,0	4,3
Hochtief	15,2	12,7	11,7	4,9	4,6	4,0
Koninklijke BAM Groep	6,2	5,0	4,5	2,9	2,3	1,6
Peab	10,3	10,3	10,1	7,0	6,7	6,5
Porr	8,0	6,9	6,3	3,0	2,7	2,5
Skanska	13,9	10,9	10,2	9,0	7,4	7,1
Strabag	9,6	9,6	9,4	2,3	2,2	2,0
YIT	14,7	7,8	8,4	11,5	6,8	6,9
Tecnicas Reunidas	42,7	15,1	12,4	13,0	7,0	5,5
Mediana	13,0	10,1	9,3	6,3	5,5	4,3
Budimex	10,1	14,8	14,7	4,5	6,5	7,2
Premia / dyskonto	-22,4%	46,4%	57,8%	-29,3%	18,3%	67,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	167,5	88,8	82,4	163,2	116,4	90,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		102,0			115,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	108,6					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

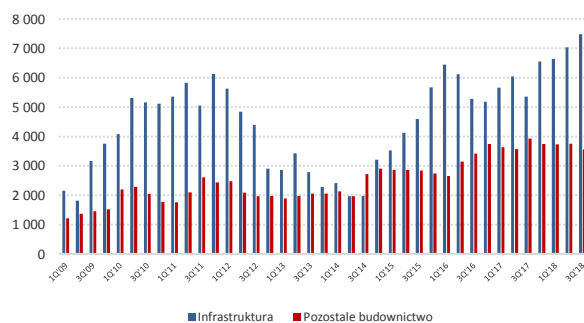
Na koniec 3Q'18 portfel zamówień Budimexu sięgał 11,0 mld PLN (+19% r/r) i był to najwyższy poziom w historii. Dla porównania po 3Q'17 było to 9,3 mld PLN a po 2Q'18: 10,8 mld PLN. Wzrost wartości portfela na przestrzeni ostatnich kwartałów jest pochodną dużej ilości podpisanych nowych umów z GDDKiA (wartość nowych umów w segmencie drogowym na przestrzeni ostatnich 4 kwartałów to 4,7 mld PLN z 8,4 mld PLN pozyskanych ogółem). W 4Q'18 spółka jak na razie nie podpisywała wielu nowych dużych umów (>100 mln PLN) - biorąc to pod uwagę, backlog może zatrzymać swój wzrost w ujęciu q/q. W 2018 roku nastąpiło wyhamowanie nowych przetargów ze strony GDDKiA, natomiast w ożywienie widoczne w 2H'18 jest po stronie PKP PLK - przy czym pojawił się problem z podpisywaniem nowych umów, ponieważ na sporej liczbie przetargów oferty wykonawców zdecydowanie przekraczają budżety.

Kontrakty budowlane o wartości >100 mln PLN podpisane przez Budimex od 2016 roku

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Udział**	Termin
2018-11-08	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S19 Kamień - Sokółów Małopolski Północ	232,8	0%	34 m-ce
2018-10-05	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S14 Zachodniej Obwodnicy Łodzi „Łódź Lublinek” – „Łódź Teofilów”	228,4	50%	2021-12
2018-09-14	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A-1 węzeł Kamieńsk- węzeł Radomsko	233,0	50%	2021-11
2018-09-14	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59 odcinek Rokietnica - Wronki	479,0	0%	2020-07
2018-08-09	GDDKiA	Projekt i budowa drogi S19 węzeł Podgórze - węzeł Kamień	271,2		2021-06
2018-07-30	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A-1 węzeł Tuszyń- węzeł Bełchatów	194,7	50%	2021-12
2018-07-04	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S61 odc. w. Wysokie – m. Raczki	393,7		2020-12
2018-06-11	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S6 Łęborg - obwodnica Trójmiasta	273,1		2021-04
2018-06-08	Port Gdańsk	Rozbudowa Nabrzeża Dworzec Drzewny w Porcie Gdańsk	153,7		2020-04
2018-05-30	Muzeum Historii Polski	Budowa Muzeum Historii Polski w Warszawie.	459,7		2021-02
2018-05-08	KGHM	Budowa Kwatery Południowej OUOW Żelazny Most - Etap I	578,0		2021-12
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 Idzikowice	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 – Rzęśnica)	102,7		2021-07
2017-11-30	RZGW w Gliwicach	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 Łągiewnicka	Budowa Trasy Łągiewnickiej 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 Półd. (z węzłem) – Kaczkowo	189,1		2018-07
2016-04-13	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi S5 Wronczyn-Kościół 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

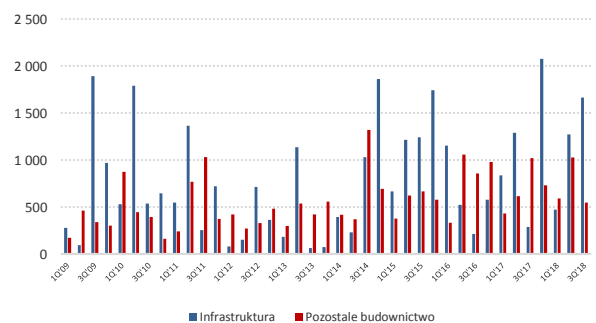
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, * w części przypadającej na Budimex, **domyślnie 100%

Struktura portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



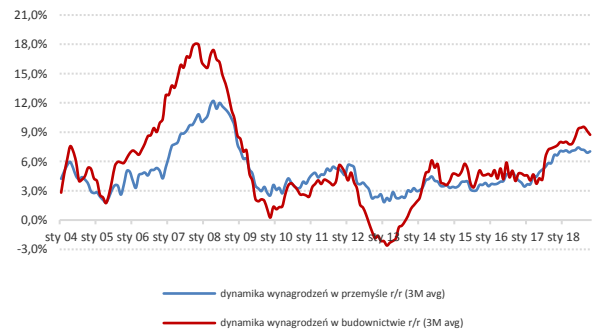
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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 2Q'18 saldo rezerw wynosiło już tylko 164 mln PLN.

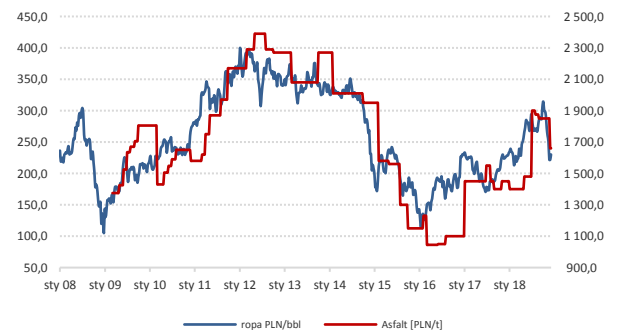
W 3Q'18 pozycja powiększyła się do 202 mln PLN. Nie uważamy jednak, by był już to trwały trend odbudowy pozycji. Warunki makro nadal nie są sprzyjające dla spółki, a finiszowanie w 2019 roku z kontraktami z okresu 2016-17 może skutkować potrzebą wykorzystania posiadanych rezerw. Uważamy, że najtrudniejsza sytuacja pod względem marży może być widoczna w 1H'19 (4Q'18 może być naszym zdaniem dość podobny do 2-3Q'18 ze względu na mix kontraktów. Od 3Q'19 dostrzegamy szansę na stopniową odbudowę marżowości, jako konsekwencji spowolnienia dynamiki produkcji budowlanej i prawdopodobnie miejsce na spadki cen część materiałów budowlanych (w 1H'19 odczuwalny może być efekt skokowego wzrostu cen energii).

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



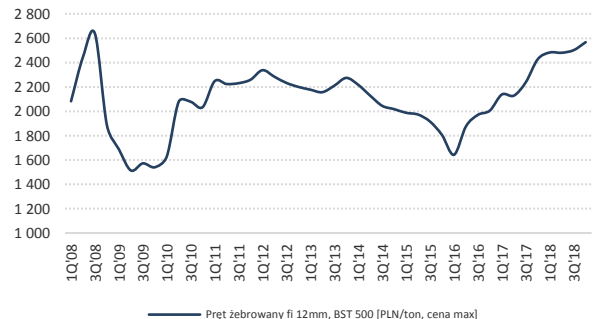
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



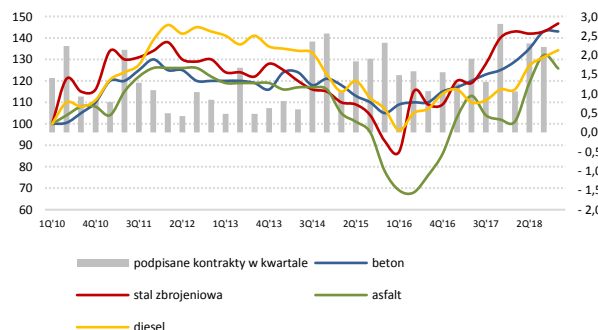
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, Lotos

Ceny prętów żebrowanych Polska [PLN/t]



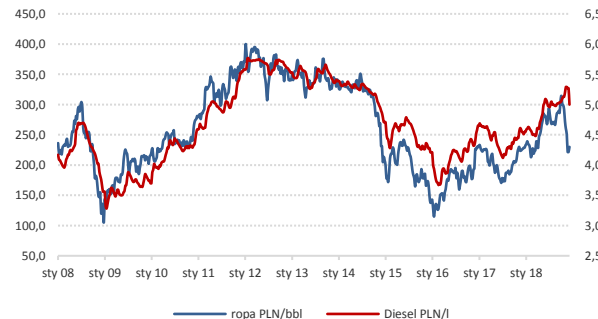
Źródło: DM BDM S.A., PUDS

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



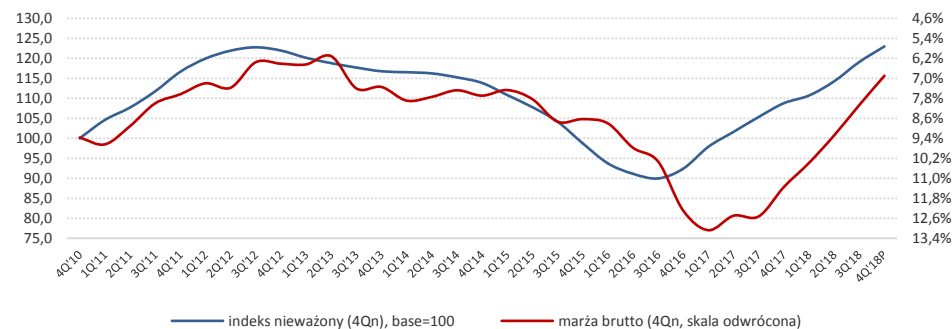
Źródło: DM BDM S.A., Budimex, 4Q'18P – prognozy DM BDM

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

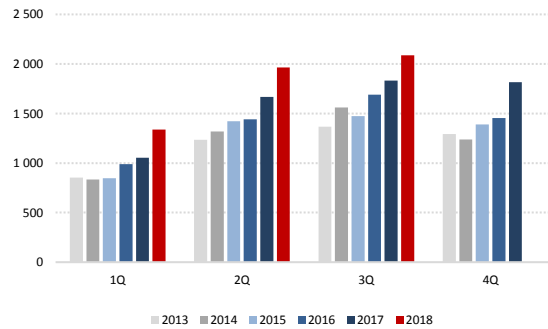
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów wg segmentów [mln PLN]

	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	2015	2016	2017
Razem (po wyłączeniach)																
Przychody ze sprzedaży	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	1 338,8	1 963,8	2 087,0	5 134,0	5 572,3	6 369,3
Wynik brutto ze sprzedaży	144,8	133,8	115,0	185,3	195,1	255,8	163,0	189,1	229,8	228,0	140,2	146,3	159,2	492,7	751,3	809,8
SG&A	49,3	65,1	56,7	57,3	57,4	60,1	60,4	58,2	59,4	72,6	61,0	64,4	61,5	219,8	231,4	250,6
Saldo PPO/PKO	-25,4	24,5	4,6	-12,6	-7,0	0,3	7,7	8,0	6,7	6,7	4,6	4,4	43,9	19,3	-14,7	29,1
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	70,2	93,3	62,9	115,4	130,8	196,1	110,4	138,8	177,1	162,0	83,9	86,2	141,6	292,2	505,1	552,6
Przychody zmiana r/r	-5,4%	12,4%	16,7%	1,4%	14,5%	4,5%	6,6%	15,7%	8,4%	25,0%	27,2%	17,7%	13,9%	3,7%	8,5%	14,3%
Marża brutto ze sprzedaży	9,8%	9,6%	11,6%	12,8%	11,6%	17,6%	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	10,5%	7,4%	7,6%	9,6%	13,5%	12,7%
Marża EBIT	4,8%	6,7%	6,4%	8,0%	7,7%	13,5%	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	6,3%	4,4%	6,8%	5,7%	9,1%	8,7%
Działalność budowlana																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	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	1 098,0	1 819,9	1 984,2	4 673,7	5 079,4	5 756,1
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	71,4	84,0	68,2	83,2	82,3	78,3	69,5	90,2	73,7	80,2	61,5	63,6	71,6	263,2	312,0	313,6
Wynik brutto ze sprzedaży	135,3	109,2	90,1	168,2	182,4	222,3	140,1	157,2	191,9	199,9	99,1	114,2	140,0	426,3	663,0	689,0
SG&A	42,0	55,5	48,9	49,0	48,2	49,8	51,5	48,7	49,9	60,9	51,9	55,1	53,2	188,2	195,9	211,0
Saldo PPO/PKO	-22,5	21,3	3,1	-11,9	-7,0	1,6	6,8	7,3	5,0	9,3	4,7	4,5	0,6	6,7	-14,2	28,4
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	70,7	75,0	44,2	107,3	127,3	174,1	95,5	115,8	147,0	148,2	51,9	63,6	87,3	244,7	452,9	506,4
Przychody razem zmiana r/r	-5,1%	7,6%	12,5%	7,5%	12,4%	5,2%	6,5%	11,4%	3,8%	28,6%	17,1%	17,2%	19,8%	4,7%	9,2%	12,6%
Marża brutto ze sprzedaży	9,2%	8,4%	9,7%	11,7%	11,0%	16,3%	14,1%	9,8%	11,2%	11,4%	8,5%	6,1%	6,8%	8,6%	12,3%	11,4%
Marża EBIT	4,8%	5,8%	4,8%	7,4%	7,7%	12,8%	9,6%	7,2%	8,6%	8,4%	4,5%	3,4%	4,2%	5,0%	8,4%	8,3%
Działalność deweloperska																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	22,5	130,3	77,9	48,5	81,8	140,3	100,7	128,5	154,4	114,4	210,6	119,9	80,6	291,4	348,5	498,0
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	1,2	1,1	0,6
Wynik brutto ze sprzedaży	7,6	25,2	18,8	14,7	18,0	30,4	19,6	26,4	32,2	23,8	37,3	28,9	20,7	65,4	81,9	102,0
SG&A	5,9	9,7	7,5	7,4	8,8	10,5	8,9	10,1	10,3	11,7	10,4	9,7	8,6	29,4	34,2	41,0
Saldo PPO/PKO	0,1	-1,3	0,0	0,1	0,0	-1,1	0,5	3,6	1,7	-2,3	-0,1	0,0	-0,8	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	1,8	14,2	11,3	7,4	9,2	18,8	11,2	20,0	23,6	9,8	26,8	19,3	11,3	46,7	46,7	64,6
Przychody razem zmiana r/r	68,7%	227,3%	128,5%	-53,5%	259,3%	7,6%	29,1%	163,9%	88,3%	-18,5%	108,8%	-6,6%	-47,7%	16,8%	19,5%	42,6%
Marża brutto ze sprzedaży	33,4%	19,3%	24,0%	30,2%	22,0%	21,6%	19,4%	20,6%	20,8%	20,8%	17,7%	24,1%	25,6%	22,3%	23,4%	20,5%
Marża EBIT	7,8%	10,9%	14,5%	15,2%	11,2%	13,4%	11,1%	15,5%	15,3%	8,6%	12,7%	16,0%	14,0%	16,0%	13,4%	13,0%
Pozostała działalność																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	51,6	47,1	48,0	34,9	35,4	26,1	31,0	24,0	34,2	26,1	30,3	24,4	22,3	168,9	144,4	115,2
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	2,3	10,5	3,7	1,1	1,4	12,4	10,6	11,8	8,2	8,1	6,9	11,8	3,1	17,9	18,6	38,7
Wynik brutto ze sprzedaży	7,1	2,7	8,5	4,0	4,3	3,8	5,3	5,1	5,6	5,2	6,2	4,7	2,9	19,2	20,7	21,2
SG&A	2,3	3,0	2,6	2,5	2,7	3,2	2,6	2,5	2,8	3,1	2,9	3,0	1,9	9,8	10,9	11,0
Saldo PPO/PKO	-2,9	2,4	1,5	-0,8	0,0	-0,2	0,4	0,1	0,0	1,4	0,0	-0,1	44,1	-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	1,8	2,1	7,5	0,8	1,6	0,4	3,1	2,6	2,9	3,5	3,3	1,7	45,2	9,2	10,3	12,1
Przychody razem zmiana r/r	29,7%	45,4%	41,1%	-6,9%	-31,6%	-33,3%	-19,6%	-0,8%	15,0%	-11,1%	-10,6%	1,3%	-40,0%	16,8%	-12,7%	-5,6%
Marża brutto ze sprzedaży	13,1%	4,7%	16,5%	11,2%	11,7%	10,0%	12,8%	14,2%	13,2%	15,3%	16,8%	13,1%	11,5%	10,3%	12,7%	13,8%
Marża EBIT	3,4%	3,7%	14,4%	2,1%	4,4%	1,1%	7,5%	7,3%	6,8%	10,3%	8,9%	4,6%	177,8%	4,9%	6,3%	7,9%
Wyłączenia																
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-73,9	-94,8	-72,2	-84,5	-84,0	-91,0	-80,4	-102,0	-82,0	-88,4	-68,6	-75,6	-75,0	-282,3	-331,8	-352,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-5,2	-3,3	-2,4	-1,6	-9,6	-0,7	-2,0	0,4	0,1	-0,9	-2,5	-1,6	-4,4	-18,1	-14,3	-2,5
EBIT	-4,2	1,9	-0,1	0,0	-7,4	2,7	0,6	0,4	3,7	0,4	1,9	1,7	-2,2	-8,3	-4,8	5,2

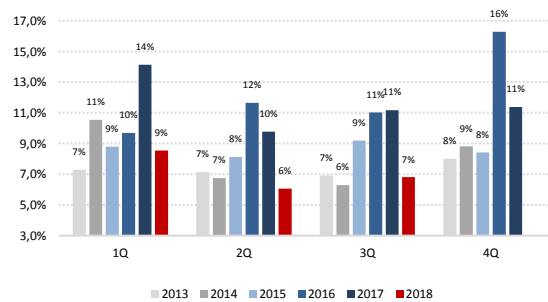
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



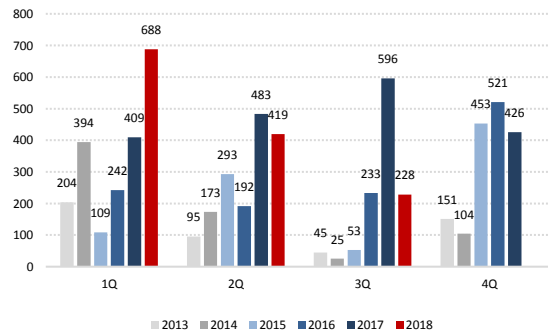
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



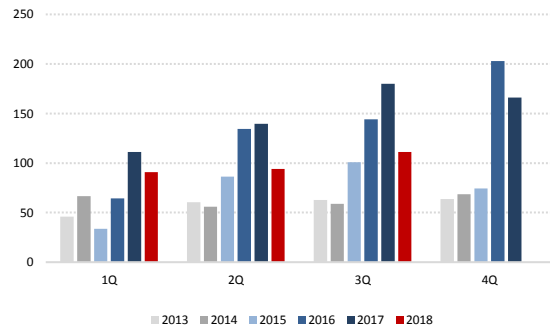
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna sprzedaż notarialna mieszkań



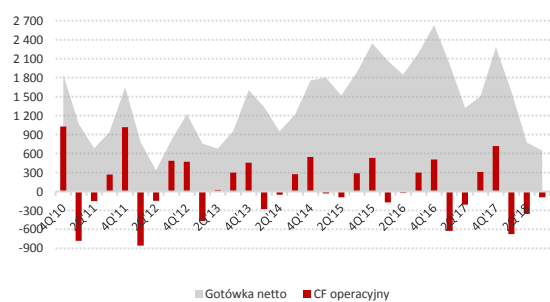
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



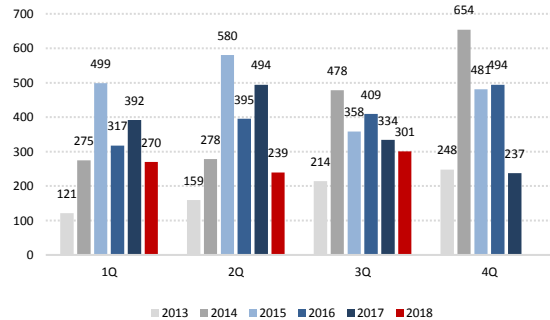
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna przedsprzedaż mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Budimex – wyniki za 3Q'18 [mln PLN]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18P BDM	odchyl.	3Q'18P kons.	odchyl.	1-3Q'17	1-3Q'18	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 831,6	2 087,0	13,9%	2 020,1	3,3%	2 000,2	4,3%	4 553,4	5 389,7	18,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	229,8	159,2	-30,7%	161,7	-1,5%	-	-	581,9	445,7	-23,4%
Zysk na sprzedaży	170,4	97,7	-42,7%	97,9	-0,2%	-	-	403,9	258,8	-35,9%
EBITDA	186,6	155,2	-16,8%	152,4	1,9%	133,0	16,7%	453,0	349,2	-
EBIT	177,1	141,6	-20,1%	140,9	0,5%	120,8	17,2%	426,3	311,7	-26,9%
Zysk (strata) brutto	176,8	140,6	-20,5%	140,9	-0,2%	-	-	420,5	304,0	-27,7%
Zysk (strata) netto	142,4	102,7	-27,9%	115,5	-11,1%	96,5	6,4%	337,0	230,7	-31,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,5%	7,6%		8,0%		-		12,8%	8,3%	
Marża EBITDA	10,2%	7,4%		-		6,6%		9,9%	-	
Marża EBIT	9,7%	6,8%		7,0%		6,0%		9,4%	5,8%	
Marża zysku netto	7,8%	4,9%		5,7%		4,8%		7,4%	4,3%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

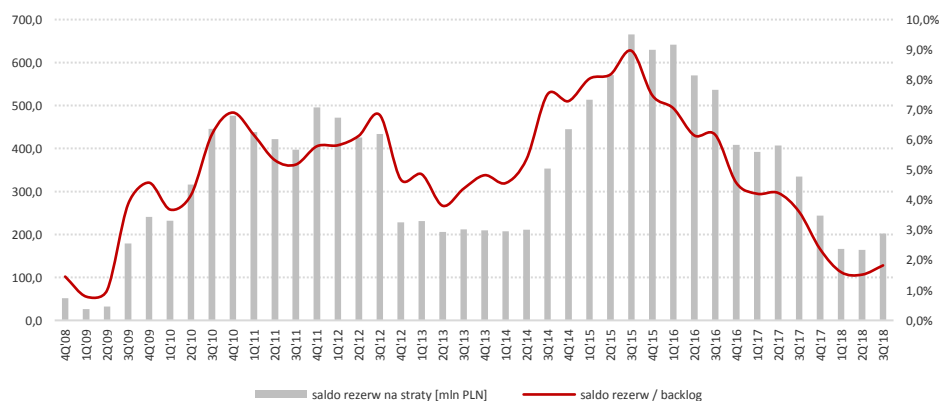
W 3Q'18 spółka zaprezentowała czwarty z rzędu spadkowy kwartał na poziomie wyniku netto (-28% r/r). Warto pamiętać, że wynik był wsparty dodatkowo przez one-offy: 1) sprzedaż Elektromontażu Poznań (i powiązana transakcja zbycia BI Grunwald), która przyniosła 44 mln PLN pozytywnego wpływu na saldzie pozostałej działalności operacyjnej, 2) rozliczenie ugody z PPL – spółka nie podała dokładnego wpływu na wynik (szacujemy, że może to być ok 20 mln PLN, które sygnalizował audytor po 2Q'18 – zakładamy, że większość tej kwoty mogła być rozliczona przez wynik brutto ze sprzedaży).

Od strony przychodowej spółka w 3Q'18 wypadła bardzo dobrze (rekordowy backlog). Sprzedaż urosła o 14% r/r (pomimo niższej r/r liczby przekazania mieszkań w deweloperce oraz częściowej konsolidacji Elektromontażu). Marża brutto ze sprzedaży spadła jednak z 12,5% do 7,4%.

W samym segmencie budowlanym marża brutto ze sprzedaży wyniosła 6,8% - czyli wyraźnie niższą niż w 3Q'17 (11,2%), ale wyższą niż w 2Q'18 (6,1%). Zwracamy uwagę, że częściowo za wzrost q/q odpowiada inny mix kończonych kontraktów a częściowo także prawdopodobnie rozliczenie ugody z PPL. Na pozytywny odbiór zasługuje z kolei fakt, że spółce udało się zwiększyć poduszkę bezpieczeństwa w postaci salda rezerw na straty, które wzrosło o +38 mln PLN q/q (obecnie wynosi 202 mln PLN). Saldo rezerw na naprawy gwarancyjne wzrosło o +22 mln PLN (po 3Q'18 wynosi 409 mln PLN, rośnie ono systematycznie wraz ze wzrostem skali działalności spółki). Dobra marża brutto ze sprzedaży została zaprezentowana w deweloperce (25,6%), jednak kontrybucja segmentu do wyniku EBIT była niska (11,4 mln PLN), ze względu na spadek sprzedaży. Skonsolidowany EBIT został wsparty przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej na blisko +44 mln PLN (efekt rozliczenia zysku na sprzedaży aktywów w Poznaniu).

Pozycja gotówkowa netto (wg metodologii przedstawianej przez spółkę w prezentacji) wyniosła 620 mln PLN (vs 1 471 mln PLN rok temu). Jest to najniższy poziom od 2Q'12. Spółka pokazała ujemny cash flow operacyjny w 3Q'18, co w ostatnich latach w tym kwartale się nie zdarzało. Portfel zamówień na koniec września 2018 kształtował się na poziomie 11,04 mld PLN (rekordowo w historii).

Saldo rezerw na straty / backlog



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	2018P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody ze sprzedaży	1 052,7	1 669,0	1 831,6	1 816,0	6 369,3	1 338,8	1 963,8	2 087,0	2 014,0	7 403,7	1 310,1	2 027,5	2 170,9	2 020,1	7 528,5
Zysk brutto ze sprzedaży	163,0	189,1	229,8	228,0	809,8	140,2	146,3	159,2	180,1	625,9	104,9	137,4	153,1	164,8	560,2
Zysk na sprzedaży	102,6	130,9	170,4	155,3	559,2	79,3	81,8	97,7	105,6	364,4	43,5	73,2	90,0	90,7	297,4
Saldo PPO/PKO	7,7	8,0	6,7	6,7	29,1	4,6	4,4	43,9	-1,9	51,0	-0,8	-0,8	-1,0	-1,1	-3,6
EBITDA	118,9	147,6	186,6	172,8	625,8	95,6	98,4	155,2	110,5	459,7	56,5	86,6	104,7	98,5	346,2
EBIT	110,4	138,8	177,1	162,0	588,3	83,9	86,2	141,6	103,6	415,4	42,8	72,4	89,0	89,6	293,8
Zysk (strata) brutto	106,9	136,8	176,8	159,9	580,4	80,9	82,5	140,6	105,9	409,9	38,8	68,5	85,1	85,6	278,0
Zysk (strata) netto	85,2	109,5	142,4	127,4	464,4	63,3	64,7	102,7	98,0	328,7	31,0	55,4	69,7	68,9	225,0
Marża brutto ze sprzedaży	15,5%	11,3%	12,5%	12,6%	12,7%	10,5%	7,4%	7,6%	8,9%	8,5%	8,0%	6,8%	7,1%	8,2%	7,4%
Marża EBITDA	11,3%	8,8%	10,2%	9,5%	9,8%	7,1%	5,0%	7,4%	5,5%	6,2%	4,3%	4,3%	4,8%	4,9%	4,6%
Marża EBIT	10,5%	8,3%	9,7%	8,9%	9,2%	6,3%	4,4%	6,8%	5,1%	5,6%	3,3%	3,6%	4,1%	4,4%	3,9%
Marża zysku netto	8,1%	6,6%	7,8%	7,0%	7,3%	4,7%	3,3%	4,9%	4,9%	4,4%	2,4%	2,7%	3,2%	3,4%	3,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na wyzwania po stronie kosztów, płynności oraz logistyki wskazuje nadal zarząd spółki. W komentarzu do wyników za 3Q'18 zarząd wskazał, że realny wydaje się scenariusz, w którym kolejne kwartały mogą przynieść kontynuację trendu spadkowego na marżowości branży budowlanej w Polsce. Trudności płynnościowo w branży skłaniają spółkę także do zwiększenia skali finansowania podwykonawców poprzez wcześniejsze płatności oraz częste fakturowanie realizowanych prac. Natomiast wzrost poziomu biurokracji przekłada się na wyższy poziom sprzedaży niezafakturowanej. Z pozytywów zarząd spółki podkreśla utrzymywanie rentowności powyżej średniej w branży oraz selektywne podejście do nowych kontraktów (w 2018 roku spółka pozyskała m.in. kilka kontraktów z dalszych miejsc w przetargach po wycofaniu się konkurencji).

Zwracamy uwagę, że wzrost marży brutto ze sprzedaży w 3Q'18 lekko nas zaskoczył. Jednak nie oczekujemy istotnej poprawy w kolejnych kwartałach. Mimo możliwej mniejszej presji na ceny materiałów (przy czym na część ich cen w 1H'19 wpłyną podwyżki kosztów energii), nadal widoczny będzie wpływ presji po stronie wynagrodzeń (w 2019 prawdopodobny jest dalszy wzrost produkcji budowlanej jako całości, mimo możliwego spowolnienia w części obszarów). Dodatkowo należy pamiętać, że w latach 2015-2016 Budimex pozyskał kontrakty o wartości blisko 12,8 mld PLN, a w 2017 roku za 7,3 mld PLN. Znacząca liczba kontraktów z lat 2015-17 kończy się w okolicach połowy 2019, kiedy spodziewamy się dołka na marży brutto.

Tak jak zaznaczaliśmy w poprzednich rekomendacjach, w 2018 spodziewamy się, że spółka będzie miała wyraźnie dodatnie dynamiki przychodów (zakładamy, że w 2019 roku także notowany będzie wzrost sprzedaży, przy czym przy niższej dynamice), jednocześnie marże w budowlance ulegną normalizacji. Celem spółki pozostaje utrzymywanie rentowności lepszej niż rynek, powtórzenie marży z 2017 roku w latach 2018-19 jest zdaniem zarządu niemożliwe. Zdaniem spółki możliwe wewnętrzne działania w celu poprawy rentowności są mocno ograniczone. Wyjściem jest lepsze ofertowanie na nowych przetargach, które stopniowo będą zastępować stare zlecenia.

W kolejnych kwartałach spółce może być nadal trudno o poprawę wyników r/r poniżej linii przychodów (w miarę dobra marża w budowlance w 4Q'17/1Q'18, spora liczba przekazania w 4Q'17-2Q'18, pozytywny wpływ one-offów w 3Q'18). Zarząd spółki szansę na poprawę dostrzega dopiero od 4Q'19. Uważamy, że (czy będzie to 4Q'19 czy 1Q'20) uzależnione jest to od kontrybucji przekazania mieszkań w 2019 roku oraz także od zachowania marży w 1H'19. Im głębiej spadnie w początkowym okresie 2019 roku, tym większe szanse, że w 2H'19 będzie się szybciej poprawiać – zakładamy, że w takim układzie spółka szybciej rozpoznałaby największe trudności na realizowanych kontraktach.

W stosunku do poprzedniej rekomendacji nieco podnieśliśmy nasze szacunki wyników na lata 2018-19. W pierwszym wypadku wynika to głównie z ujęcia lepszych od wcześniejszych założeń wyników za 3Q'18 (nie ujmowaliśmy m.in. sprzedaży Elektromontażu Poznań). Natomiast w drugim z wyższego przerobu w części budowlanej (co jednak ciągnie za sobą negatywny efekt na pozycji gotówkowej, która może być pod największą presją w połowie 2019 roku) oraz podniesienia założeń dla części deweloperskiej (w 3Q'18 spółka po raz pierwszy od początku 2017 roku zwiększyła poziom bieżącej oferty). Nasze prognozy zysku netto są obecnie powyżej konsensusu (Bloomberg), ale może on jeszcze nie w pełni uwzględniać wskazane wyżej aspekty.

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2018	2018	zmiana	2019	2019	zmiana	2020	2020	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	7 244,8	7 403,7	2,2%	7 245,8	7 528,5	3,9%	7 138,5	7 335,6	2,8%
EBITDA	354,6	459,7	29,6%	280,6	346,2	23,4%	293,1	351,5	19,9%
EBIT	310,2	415,4	33,9%	228,2	293,8	28,7%	238,4	296,7	24,5%
Zysk (strata) netto	245,2	328,7	34,0%	173,9	225,0	29,4%	179,9	225,9	25,6%
Gotówka netto	1 463	1 267	-13,4%	1 229	1 075	-12,6%	865	800	-7,5%
Marża EBITDA	4,9%	6,2%		3,9%	4,6%		4,1%	4,8%	
Marża EBIT	4,3%	5,6%		3,1%	3,9%		3,3%	4,0%	
Marża zysku netto	3,4%	4,4%		2,4%	3,0%		2,5%	3,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *raport z 30.08.2018

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2018	2018	odchylenie	2019	2019	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	7 403,7	7 566,3	-2,2%	7 528,5	7 323,6	2,8%
EBITDA	459,7	391,0	17,6%	346,2	265,3	30,5%
EBIT	415,4	331,0	25,5%	293,8	218,4	34,5%
Zysk (strata) netto	328,7	238,5	37,8%	225,0	166,6	35,1%
Gotówka netto	1 267	1 433	-11,6%	1 075	990	8,6%
Marża EBITDA	6,2%	5,2%		4,6%	3,6%	
Marża EBIT	5,6%	4,4%		3,9%	3,0%	
Marża zysku netto	4,4%	3,2%		3,0%	2,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zarząd spółki nadal intensywnie lobbuje także za waloryzacją cen nowych kontraktów oraz tych podpisanych do 2016 roku (ostatnio pojawił się pomysł waloryzacji o wskaźnik CPI). Problem w tym, że w tym drugim przypadku czasu jest co raz mniej, ponieważ kontrakty te wchodzą już w końcową fazę realizacji. Prezes spółki wskazał w ostatnich miesiącach, że spółka będzie miała „problemy”, jeśli nie dojdzie do waloryzacji cen, wprowadzonej do kontraktów podpisanych po 1 stycznia 2016 (od tego czasu do końca 3Q'18 w drogach i kolei Budimex pozyskał ponad 10 mld PLN kontraktów, w tym blisko 6 mld PLN w latach 2016-17). Uważamy, że to element gry negocjacyjnej na stronę rządową i ugrania lepszej pozycji dla strony wykonawców (obecne warunki waloryzacji opierają się o mało przystające do rzeczywistości wskaźniki GUS). Zwracamy uwagę, że Budimex, mimo wszystko nadal wykazuje księgowo zyski. W scenariuszu bazowym nie zakładamy waloryzacji cen na obecnie posiadanych kontraktach. Wymagałoby to ingerencji w już zawarte umowy na bazie przetargów, które miały już miejsce przy określonych warunkach oraz określonym zachowaniu konkurencji biorącej (lub nie) w nich udział. Uważamy natomiast, że jest możliwe zdjęcie części ryzyk cenowych z wykonawców w przypadku nowych przetargów publicznych, np. poprzez stworzenie bardziej rynkowego wskaźnika cenowego (przy czym mógłby on działać w obie strony, więc branża ryzykuje, że nowe zasady wejdą w życie na górze cenowej). Rozwiązaniem mogłyby być też np. zakupy materiałów przez GDDKiA czy PKP PLK, przy czym taki zabieg nie jest podnoszony w dyskusji w tym temacie (to bardziej strona rządowa zdaje się naciskać na jak najszybsze zakupy materiałów przez wykonawców, co odbija się na ich pozycji gotówkowej). Jeżeli jakieś ograniczenie ryzyk cenowych wejdzie w życie, to skłaniamy się do scenariusza, że długoterminowo doprowadzi to do stabilizacji marż, ale raczej na niższych pułapach niż średnie historycznie (potencjalnie więcej podmiotów powinno uczestniczyć w przetargach, jeśli mniejsze będzie ich ryzyko).

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	7 404	7 529	7 336	7 015	6 612	6 260	6 299	6 356	6 420	6 478
Zysk brutto ze sprzedaży	433	493	751	810	626	560	566	557	530	498	499	502	506	510
Marża brutto ze sprzedaży	8,7%	9,6%	13,5%	12,7%	8,5%	7,4%	7,7%	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
EBIT	247	292	505	588	415	294	297	282	271	250	251	252	254	256
Marża EBIT	5,0%	5,7%	9,1%	9,2%	5,6%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%
Zysk netto	192	236	410	464	329	225	226	213	203	186	186	187	188	190
Marża netto	3,9%	4,6%	7,4%	7,3%	4,4%	3,0%	3,1%	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
Działalność budowlana [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	4 717	4 937	5 391	6 070	6 998	7 236	6 973	6 620	6 170	5 823	5 842	5 895	5 956	6 022
-infrastruktura	2 680	2 497	3 146	3 204	4 062	3 985	3 501	2 991	2 489	2 080	2 060	2 071	2 087	2 107
-budownictwo ogólne	2 037	2 440	2 245	2 866	2 936	3 252	3 472	3 629	3 681	3 742	3 783	3 825	3 869	3 915
Zysk brutto ze sprzedaży	363	426	663	689	483	432	445	425	390	356	354	356	358	362
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	8,6%	12,3%	11,4%	6,9%	6,0%	6,4%	6,4%	6,3%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	196	245	453	506	267	203	216	194	174	153	150	150	150	151
Marża EBIT	4,2%	5,0%	8,4%	8,3%	3,8%	2,8%	3,1%	2,9%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%
Działalność deweloperska [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	251	293	350	499	600	587	684	741	791	797	820	827	834	841
Zysk brutto ze sprzedaży	54	65	82	102	132	130	124	134	143	144	148	149	151	152
Marża brutto ze sprzedaży	21,4%	22,3%	23,4%	20,5%	22,1%	22,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
EBIT	39	47	47	65	90	83	73	81	89	90	94	95	96	97
Marża EBIT	15,6%	16,0%	13,4%	13,0%	15,1%	14,2%	10,7%	10,9%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%
sprzedaż notarialna mieszkań [szt]	695	908	1 188	1 914	1 882	1 729	1 714	1 850	1 960	1 960	2 000	2 000	2 000	2 000
Pozostała działalność [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	160	187	163	154	110	32	33	33	34	34	34	34	34	34
Zysk brutto ze sprzedaży	15	19	21	21	17	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Marża brutto ze sprzedaży	9,2%	10,3%	12,7%	13,8%	15,1%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
EBIT	4	9	10	12	52	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Marża EBIT	2,6%	4,9%	6,3%	7,9%	47,5%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]*	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	-178	-282	-332	-353	-304	-327	-355	-380	-383	-394	-397	-401	-404	-418
Zysk brutto ze sprzedaży	1	-18	-14	-2	-6	-7	-7	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
EBIT	8	-8	-5	5	6	5	5	5	6	5	6	6	6	5

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	1 002	1 023	1 018	1 011	1 003	996	996	997	998	999
Wartości niematerialne i prawne	103	103	100	97	95	93	92	90	89	88	87	86
Rzeczowe aktywa trwałe	115	162	222	243	244	245	246	247	248	249	250	251
Pozostałe aktywa trwałe	639	662	680	682	679	673	665	659	659	660	661	662
Aktywa obrotowe	4 737	5 070	4 067	4 275	3 928	3 593	3 263	3 057	3 040	3 098	3 165	3 236
Zapasy	1 184	1 425	1 214	1 620	1 607	1 589	1 566	1 547	1 543	1 540	1 538	1 537
Należności krótkoterminowe	819	1 232	1 486	1 512	1 473	1 408	1 328	1 257	1 265	1 276	1 289	1 301
Inwestycje krótkoterminowe	2 717	2 413	1 367	1 143	848	596	369	254	232	282	338	399
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2 715	2 406	1 359	1 135	840	588	361	246	224	274	331	391
-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	5 069	5 298	4 946	4 604	4 266	4 053	4 036	4 095	4 163	4 235
Kapitał (fundusz) własny	801	881	761	650	641	635	633	617	621	623	626	629
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 788	5 115	4 304	4 644	4 301	3 965	3 628	3 431	3 410	3 467	3 532	3 601
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	3 543	3 915	3 592	3 266	2 929	2 732	2 711	2 768	2 833	2 903
- w tym dług oprocentowany	20	30	30	30	30	30	20	10	0	0	0	0
Pasywa razem	5 594	5 997	5 069	5 298	4 946	4 604	4 266	4 053	4 036	4 095	4 163	4 235

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	7 404	7 529	7 336	7 015	6 612	6 260	6 299	6 356	6 420	6 478
Koszty produktów, tow. i materiałów	4 821	5 559	6 778	6 968	6 769	6 458	6 082	5 763	5 800	5 854	5 914	5 968
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	751	810	626	560	566	557	530	498	499	502	506	510
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	231	251	261	263	266	271	256	244	245	247	249	252
Zysk (strata) na sprzedaży	520	559	364	297	300	285	274	253	254	255	257	259
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-15	29	51	-4	-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	460	346	351	336	325	304	304	305	307	308
EBIT	505	588	415	294	297	282	271	250	251	252	254	256
Saldo działalności finansowej	9	-4	-5	-16	-18	-19	-20	-21	-21	-21	-21	-21
Jednostki stowarzyszone	-2	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	511	580	410	278	279	263	251	230	230	231	233	235
Zysk (strata) netto mniejszości	1	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	410	464	329	225	226	213	203	186	186	187	188	190

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	612	196	-485	204	5	24	37	148	222	286	293	298
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-49	-357	-79	-58	-43	-46	-49	-51	-52	-51	-51	-50
Przepływy z działalności finansowej	-223	-400	-482	-370	-256	-229	-215	-212	-192	-185	-186	-187
Przepływy pieniężne netto	340	-561	-1 047	-224	-295	-252	-227	-115	-22	50	56	61
Środki pieniężne na początek okresu*	2 184	2 524	2 406	1 359	1 135	840	588	361	246	224	274	331
Środki pieniężne na koniec okresu*	2 524	1 962	1 359	1 135	840	588	361	246	224	274	331	391

*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%	16,2%	1,7%	-2,6%	-4,4%	-5,7%	-5,3%	0,6%	0,9%	1,0%	0,9%
EBITDA zmiana r/r	17,8%	-26,5%	-24,7%	1,5%	-4,4%	-3,4%	-6,5%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
EBIT zmiana r/r	16,5%	-29,4%	-29,3%	1,0%	-5,0%	-3,9%	-7,6%	0,3%	0,5%	0,6%	0,7%
Zysk netto zmiana r/r	13,3%	-29,2%	-31,5%	0,4%	-5,9%	-4,6%	-8,4%	0,0%	0,6%	0,8%	1,0%
Marża brutto na sprzedaży	12,7%	8,5%	7,4%	7,7%	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża EBITDA	9,8%	6,2%	4,6%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża EBIT	9,2%	5,6%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%
Marża brutto	9,1%	5,5%	3,7%	3,8%	3,7%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Marża netto	7,3%	4,4%	3,0%	3,1%	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
COGS / przychody	87,3%	91,5%	92,6%	92,3%	92,1%	92,0%	92,1%	92,1%	92,1%	92,1%	92,1%
SG&A / przychody	3,9%	3,5%	3,5%	3,6%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
SG&A / COGS	4,5%	3,9%	3,8%	3,9%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
ROE	52,7%	43,2%	34,6%	35,3%	33,5%	32,0%	30,1%	29,9%	30,0%	30,1%	30,3%
ROA	7,7%	6,5%	4,2%	4,6%	4,6%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%
Dług	122	92	60	40	30	20	10	0	0	0	0
D / (D+E)	2,0%	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	2,1%	1,9%	1,2%	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-0,6%	-1,3%	-5,4%	-5,9%	-6,8%	-7,5%	-8,3%	-8,6%	-8,5%	-8,3%	-8,0%
Dług / kapitał własny	13,9%	12,2%	9,3%	6,3%	4,8%	3,2%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-2 283	-1 267	-1 075	-800	-558	-341	-236	-224	-274	-331	-391
Dług netto / kapitał własny	-2,59	-1,67	-1,65	-1,25	-0,88	-0,54	-0,38	-0,36	-0,44	-0,53	-0,62
Dług netto / EBITDA	-3,6	-2,8	-3,1	-2,3	-1,7	-1,1	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3
Dług netto / EBIT	-3,9	-3,0	-3,7	-2,7	-2,0	-1,3	-0,9	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5
EV	1 036	2 052	2 244	2 519	2 761	2 978	3 083	3 095	3 045	2 988	2 928
Dług / EV	11,8%	4,5%	2,7%	1,6%	1,1%	0,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	1,4%	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	86,1%	226,0%	135,9%	97,2%	97,9%	98,4%	98,8%	99,3%	99,7%	99,9%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Przychody	5,7%	11,5%	0,8%	3,6%	3,3%	3,2%	1,4%	0,3%	-0,7%	-0,8%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	45,7%	82,3%	50,9%	-137,5%	-73,0%	-52,6%	-24,6%	42,4%	-82,5%	-82,8%	-97,7%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	7,1	10,1	14,8	14,7	15,6	16,4	17,9	17,9	17,8	17,6	17,4
P/BV*	3,8	4,4	5,1	5,2	5,2	5,2	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3
P/CE*	6,6	8,9	12,0	11,8	12,4	12,9	13,9	13,9	13,8	13,8	13,7
EV/EBITDA*	1,7	4,5	6,5	7,2	8,2	9,2	10,1	10,2	10,0	9,7	9,5
EV/EBIT*	1,8	4,9	7,6	8,5	9,8	11,0	12,3	12,3	12,1	11,8	11,5
EV/S*	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BVPS	34,5	29,8	25,4	25,1	24,9	24,8	24,2	24,3	24,4	24,5	24,6
EPS	18,2	12,9	8,8	8,8	8,3	7,9	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4
CEPS	19,7	14,6	10,9	11,0	10,5	10,1	9,4	9,4	9,4	9,5	9,5
DPS	15,0	17,6	13,2	9,2	8,6	8,0	7,9	7,1	7,2	7,3	7,3
Payout ratio	93,4%	96,8%	102,2%	104,4%	96,7%	96,2%	99,5%	98,0%	99,4%	99,4%	99,4%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 130,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Pado**

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

Krystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
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	118,5	redukuj	108,7	11.12.2018	08:47 CEST	130,0	57 385
redukuj	108,7	redukuj	115,2	30.08.2018	14:35 CEST	116,8	60 808
redukuj	115,2	redukuj	171,3	12.07.2018	10:15 CEST	123,4	56 650
redukuj	171,3	redukuj	192,3	11.05.2018	12:25 CEST	184,4	60 420
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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (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 (zasięg 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'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	3	30%	1	50%
Akumuluj	2	20%	0	0%
Trzymaj	2	20%	1	50%
Redukuj	3	30%	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 11.12.2018 roku (08:47 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.12.2018 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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 11.12.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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 zaistnieć 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.