



Budimex

sektor / branża: Budownictwo

Ticker: BDX

ISIN: PLBUDMX00013

NEUTRALNIE

185,99 PLN

Profil

Grupa Budimex jest jedną z największych firm budowlanych w Polsce. Jako generalny wykonawca działa w sektorach infrastruktury: drogowej, kolejowej, lotniskowej; budownictwa kubaturowego, energetycznego, przemysłowego i ekologicznego.

Dane podstawowe

Kurs (25/04/16) (PLN)	196,00
Wycena metodą DCF	191,47
Wycena porów naw cza	164,07
Cena docelow a	185,99

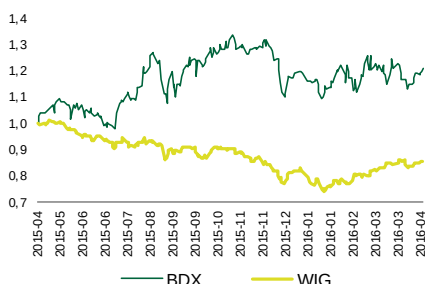
Informacje ogólne

Liczba akcji (mln szt.)	25,5
Kapitalizacja (mln PLN)	4 998,0
EV (mln PLN)	7 117,7

Notowania

max cena 52 tygodnie (PLN)	219,00
min cena 52 tygodnie (PLN)	157,90
Mediana obrotów (w tys. PLN)	1317,24

Struktura akcjonariatu	% głosów	% akcji
Ferrovial	59,1%	59,1%
Aviva OFE	5,0%	5,0%
PZU OFE	4,2%	4,2%
AXA OFE	3,2%	3,2%
MetLife Ofc	3,0%	3,0%
Pozostali	25,5%	25,5%



Analitik: Adam Aniol

tel. (0-22) 507 52 93

e-mail: adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl

Poprzednie zalecenia:

NEUTRALNIE, cena docelowa: 193,53 PLN z dn. 07.09.2015 r.

Przestój w przetargach infrastrukturalnych, wydłuża drogę do sukcesu.

Czynniki wzrostu:

Nowa perspektywa unijna – w ramach kolejnej i ostatniej transzy z UE Polska otrzymała rekordowe środki finansowe. Wg założeń najnowszego projektu PBDK na lata 2014-2023+, blisko 170 mld PLN brutto zostanie wydatkowane na infrastrukturę drogową, w tym 107,2 mld PLN na budowę dróg, głównie tras szybkiego ruchu (97,4 mld PLN) oraz 59 obwodnic (9,6 mld PLN). Natomiast wg projektu KPK do 2023 r., na infrastrukturę kolejową nakłady wyniosą ponad 64 mld PLN.

Korzystne ceny materiałów – rentowność w 2016 roku, w szczególności 1H'16 powinny wspierać utrzymujące się niskie ceny materiałów głównie asfaltu (relatywnie niskie ceny ropy naftowej), stali zbrojeniowej (obawy dotyczące chińskiej gospodarki) czy betonu (wysokie moce produkcyjne). Dodatkowo, Grupa zabezpieczyła część dostaw surowców na obecnych poziomach cenowych.

Wysoka liczba przekazania mieszkań – w 2015 r. Budimex Nieruchomości przekazał 908 lokali (+30,4% r/r), natomiast w 1Q'16 odpowiednio 242 mieszkań (+122% r/r). Spodziewamy się, że w całym bieżącym roku sprzedaż notarialna (przekazania) wyniesie 1050 (+15,6% r/r), natomiast mocnego przyrostu spodziewamy się w przyszłym roku (2002 lokali; +90,6% r/r), kiedy zakończy się duża część etapów w krakowskim osiedlu AVIA.

Czynniki ryzyka:

Premia wobec grupy porównawczej – biorąc pod uwagę nasze prognozy, Budimex jest notowany z istotną premią w stosunku do spółek z grupy porównawczej. Nasze prognozy zysku netto implikują P/E na poziomie 20,7x w 2016 r., 17,0x w 2017 r. oraz 16,8x w 2018 r., czyli zdecydowanie powyżej rynkowej mediany dla peers ogółem (odpowiednio 14,1/12,6/11,2) oraz peers krajowych (odpowiednio 11,8/11,0/9,5).

Opóźnienie w przetargach kolejowych – obecne opóźnienie w przetargach dla infrastruktury kolejowej wynosi ponad dwa lata względem drogowych. Choć w przekwalifikacjach znajduje się obecnie ponad 16 mld PLN, branża spodziewa się składania ofert cenowych najwcześniej w 3Q'16, tym samym pierwszych umów można oczekiwać na przełomie 2016/2017 roku. Dodatkowo, MliB prognozuje wartość inwestycji kolejowych na bieżący rok na poziomie 4,1 mld PLN względem pierwotnych 7,2 mld PLN.

Przestój w przetargach drogowych oraz aktualizacja PBDK - obecnie trwają przekwalifikacje na blisko 17 mld PLN (ok. 550 km), jednak z uwagi na planowane zmiany w ustawie o zamówieniach publicznych oraz oczekiwaną aktualizację PBDK, uczestnicy postępowań nie są zapraszani do składania ofert. Z uwagi na powyższe, nowych kontraktów można spodziewać się dopiero w 4Q'16. Dodatkowo zgodnie z wcześniejszymi komentarzami, obecny budżet GDDKiA (107,1 mld PLN) nie pokrywa zaplanowanych zadań. Choć wstępne plany MliB zmiany PBDK nie zawierają redukcji projektów, nie można w pełni wykluczyć powyższego ryzyka.

Erozja portfela zleceń – przestój w przetargach drogowych oraz opóźnienia w ofertowaniu na kolei, wpłyną na obniżenie się portfela zleceń, co naszym zdaniem nie jest uwzględnione w rynkowych oczekiwaniach. Po prognozowanym maksimum na poziomie 8,7-8,9 mld PLN na koniec 1Q'16, optymistycznie zakładamy spadek backlog do poziomu 8,0 mld PLN na koniec 4Q'16.

Wysokie oczekiwania względem inwestycji kolejowych – mimo, iż Spółka wykonała dwie znaczne realizacje (linia E65 - 758 mln PLN oraz Pomorska Kolej Metropolita - 716 mln PLN) oraz planuje inwestycje w sprzęt (90-100 mln w 2016 oraz 2017 r.), naszym zdaniem potencjał wykonawcy Spółki w sektorze kolejowym jest obecnie ograniczony, a sam rynek posiada wygórowane oczekiwania dla Spółki w tym segmencie. Spodziewamy się, że Budimex większe przetargi kolejowe zdobędzie dopiero w drugiej fazie, gdy podmioty stricte kolejowe zapelnia portfel zamówień. Natomiast w początkowym okresie Spółka będzie uczestniczyła jako konsorcjant/podwykonawca, odpowiedzialny za mniej marżowe prace budowlane.

Naszym zdaniem wysoka premia wobec grupy porównawczej wynika głównie (I) ze stabilnej sytuacji finansowej (2,1 mld PLN gotówki netto); (II) wysokiej rentowności, która w dużej mierze jest efektem skali prowadzonej działalności na krajowym rynku jak również niskiego zadłużenia oraz (III) atrakcyjności Spółki wśród inwestorów dywidendowych. **Najwyższa premia względem peers występuje na wsk. EV/EBITDA**, odpowiednio 53,5%/43,3%/46,1% dla okresu 2016-2018.

W naszej opinii wspomniana premia jest uzasadniona, dlatego dla wyceny porównawczej (164,07 PLN; dyskonto 16,3%) przyjmujemy wagę 0,2. Prognozowane przez nas przyszłe przepływy implikują wycenę Spółki na poziomie 191,47 PLN (dyskonto 2,3%). **W efekcie łączna wycena Grupy Budimex jest o 5,1% niższa od obecnej ceny akcji, dlatego wydajemy rekomendację NEUTRALNIE z ceną docelową 185,99 PLN.**

mln PLN	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	4 749,5	4 949,9	5 134,0	5 508,0	6 609,9	7 023,0
zmiana r/r (%)	-21,9%	4,2%	3,7%	7,3%	20,0%	6,2%
EBITDA	168,1	270,3	314,6	325,5	388,0	389,9
EBIT	139,2	247,3	292,2	298,5	359,9	361,2
marża EBIT	2,9%	5,0%	5,7%	5,4%	5,4%	5,1%
Zysk netto	107,2	193,9	236,5	242,4	294,7	297,9
marża netto	2,3%	3,9%	4,6%	4,4%	4,5%	4,2%
P / E	46,7	25,8	21,2	20,6	17,0	16,8
EV/EBITDA	17,2	10,7	9,2	8,9	7,4	7,4
DPS	4,39	11,85	6,11	9,26	9,49	11,54

P - prognozy BM BGŻ BNP

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na ostatniej stronie niniejszej publikacji

Bank BGŻ BNP Paribas Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 10/16, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 84 238 318 zł w całości wpłacony.



Spis treści

Aktualizacja prognoz	3
Otoczenie rynkowe	5
Wycena.....	12
Czynniki ryzyka.....	15
Tabele i prognozy	16



Aktualizacja prognoz

Tab. Prognozy kwartalne dla Grupy

mln PLN	2013	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16P	2Q'15P	3Q'16P	4Q'16P	2016P	2017P	2018P
Przychody	4749,5	4949,9	846,4	1421,8	1474,8	1391,0	5134,0	930,2	1475,2	1633,6	1468,9	5508,0	6609,9	7023,0
zmiana r/r	-21,9%	4,2%	1,5%	7,8%	-5,4%	12,4%	3,7%	9,9%	3,8%	10,8%	5,6%	7,3%	20,0%	6,2%
Seg. Budowlany	4140,7	4717,5	826,5	1340,9	1472,1	1297,5	4936,9	890,1	1448,1	1641,3	1420,8	5400,3	6156,9	6667,6
Seg. Mieszkaniowy	225,2	250,6	34,2	104,9	22,8	130,6	292,6	80,5	82,9	43,0	100,2	306,6	521,5	408,0
EBITDA	230,0	270,3	52,3	87,8	75,6	98,9	314,6	52,3	87,0	107,7	78,5	325,5	388,0	389,9
zmiana r/r	-27,9%	17,6%	-10,8%	39,0%	5,1%	28,9%	16,4%	0,0%	-0,8%	42,4%	-20,6%	3,5%	19,2%	0,5%
EBIT	201,1	247,3	46,7	82,1	70,2	93,3	292,2	45,5	80,3	101,0	71,8	298,6	359,9	361,2
zmiana r/r	-23,7%	23,0%	-11,1%	42,8%	5,8%	31,4%	18,2%	-2,4%	-2,2%	43,9%	-23,1%	2,2%	20,6%	0,4%
Seg. Budowlany	136,3	196,4	32,7	66,2	70,7	75,0	244,7	29,2	65,5	98,3	57,9	250,8	276,7	295,5
Seg. Mieszkaniowy	28,3	39,0	14,6	16,1	1,8	14,2	46,7	12,4	10,4	3,1	11,8	37,6	77,0	58,7
Zysk netto	169,1	193,9	37,7	69,4	54,7	74,8	236,5	38,5	67,0	80,0	57,0	242,4	294,7	297,9
zmiana r/r	-42,4%	14,7%	-12,6%	56,5%	12,5%	29,2%	22,0%	2,1%	-3,5%	46,4%	-23,9%	2,5%	21,6%	1,1%
marża EBITDA	4,8%	5,5%	6,2%	6,2%	5,1%	7,1%	6,1%	5,6%	5,9%	6,6%	5,3%	5,9%	5,9%	5,6%
marża operacyjna	4,2%	5,0%	5,5%	5,8%	4,8%	6,7%	5,7%	4,9%	5,4%	6,2%	4,9%	5,4%	5,4%	5,1%
marża netto	3,6%	3,9%	4,5%	4,9%	3,7%	5,4%	4,6%	4,1%	4,5%	4,9%	3,9%	4,4%	4,5%	4,2%
przepływy z działalności operacyjnej	312,7	486,1	-31,7	-89,2	286,8	533,4	699,3	-	-	-	-	255,7	282,6	311,5
przepływy z działalności inwestycyjnej	158,5	-49,0	-1,9	-46,2	-10,3	-12,1	-70,5	-	-	-	-	-61,9	-83,1	-28,7
przepływy z działalności finansowej	-154,1	-300,2	-3,7	-159,8	-4,3	-3,6	-171,5	-	-	-	-	-228,3	-235,4	-294,4

Źródło: Raporty Spółki, prognozy BM BGŻ BNP

Prognozy 1Q'16

Przychodowo pierwszy kwartał w Grupie Budimex jest najniższy w całym roku. Szacujemy osiągnięcie sprzedaży poziomie 930,2 mln PLN (+9,9%). Z uwagi na wysoki r/r portfel zamówień na koniec poprzedniego roku (+38,4%) oraz sprzyjającą pogodę w pierwszych trzech miesiącach, oczekujemy 890,1 mln PLN w segmencie budowlanym (+7,7% r/r). W przypadku segmentu deweloperskiego, w związku z przekazaniem w 1Q'16 242 lokali (+122% r/r) spodziewamy się przychodów na poziomie 80,5 mln PLN (+135,1% r/r). Dodatkowo, z uwagi na wyższą r/r liczbę budowanych mieszkań, oczekujemy również wyższych r/r wyłączeń konsolidacyjnych.

Mimo nadal utrzymujących się niskich cen surowców oraz wyższej liczby przekazanych lokali, spodziewamy się niższej marży operacyjnej (4,9% vs. 5,5%). Zwracamy uwagę, że w 1Q'15 rentowność została podbita przez jednorazowy zysk ze zbycia działki (+11,8 mln PLN) – po oczyszczeniu o powyższy one-off, marża operacyjna w 1Q'15 wyniosłaby tylko 4,1%.

Spodziewamy się dodatniego salda z działalności operacyjnej na poziomie 3,0 mln PLN (-7,0% r/r) oraz ujemnej wartości udziału w wynikach jednostek podporządkowanych, co jest związane z prognozowaną stratą netto w FB Serwis. Ostatecznie oczekujemy zysku netto na poziomie 38,5 mln PLN (+2,1% r/r), przy efektywnej stawce podatkowej na poziomie 19,4%.

Zmiana prognoz na 2016+

Względem poprzednich prognoz, w br. spodziewamy się niższej dynamiki wzrostu przychodów - dokładnie +7,3%, co implikuje przychody na poziomie 5 508 mln PLN. Estymacja realizacji backlogu przedstawiona po 4Q'15 przez Zarząd, wskazuje na przerób posiadanego portfela zleceń w 2016 r. tylko na poziomie 4 500 mln PLN (53%), co w połączeniu z przestojem w przetargach drogowych oraz opóźnieniem w inwestycjach kolejowych, sugeruje niższą dynamikę od oczekiwaną jeszcze w drugiej połowie 2015 r.

Z drugiej strony spodziewamy się wyższej rentowności operacyjnej. Wsparciem dla prognozowanej marży EBIT (5,4% vs. 5,2% w poprzednich prognozach), są nadal utrzymujące się na niskich poziomach ceny materiałów – chociaż oczekiwany jest wzrost cen surowców w 2H'16, Grupa w znacznej części zabezpieczyła obecne poziomy. Co



więcej, przerabiane projekty w 2016 oraz 2017 roku, kontraktowane były jeszcze w otoczeniu niższej konkurencji – w przetargach ogłoszonych w 2013 r. oferta Budimexu stanowiła 80,3% budżetu zamawiającego, natomiast w ofertowaniu po roku 2013, było to już odpowiednio 77%. Dodatkowo, pozytywnie do marży operacyjnej będą kontrybuować wyniki segmentu deweloperskiego, w którym spodziewamy się rocznej sumy przekazanych na poziomie 1050 lokali (+16,0%). Zwracamy przy tym uwagę, że większość z przekazywanych mieszkań pochodzi z krakowskiego osiedla AVIA, gdzie ceny za m² były niższe, niż średnia w ofercie Budimex Nieruchomości.

Mocnego wzrostu skonsolidowanych przychodów Grupy (20,0% r/r) spodziewamy się w kolejnym roku, na co będzie składać się głównie blisko podwojona liczba sprzedanych notarialnie (przekazanych) mieszkań (2002 vs. prognoza na 2016 r 1050 lokali). W samym segmencie budowlanym, w związku ze wspomnianymi przestojami oraz opóźnieniami w przetargach z nowej perspektywy unijnej, oczekujemy niższych przychodów względem poprzednich prognoz. Zwracamy jednak uwagę, że w stosunku do poprzednich naszych oczekiwań, wzrost rentowności w 2017 roku wynika głównie z segmentu deweloperskiego – utrzymujemy założenie, że wzrost produkcji budowlanej w latach 2017-2019, przyczyni się do istotnego wzrostu wynagrodzeń oraz cen materiałów w sektorze.

Tab. Aktualizacja prognoz na kolejne lata

mIn PLN	2015	2016P			2017P			2018P		
		Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana	Poprzednie	Aktualne	zmiana
Przychody ze sprzedaży	5134,0	6062,3	5508,0	-9,1%	6869,1	6609,9	-3,8%	7220,2	7023,0	-2,7%
<i>dynamika r/r</i>	3,7%	18,1%	7,3%		13,3%	20,0%		5,1%	6,2%	
EBITDA	314,6	339,0	325,5	-4,0%	378,9	388,0	2,4%	389,9	389,9	0,0%
<i>dynamika r/r</i>	16,4%	7,8%	3,5%		11,8%	19,2%		2,9%	0,5%	
<i>marża EBITDA</i>	6,13%	5,59%	5,91%	0,32%	5,52%	5,87%	0,35%	5,40%	5,55%	0,15%
EBIT	292,2	316,8	298,5	-5,8%	356,6	359,9	0,9%	366,9	361,2	-1,5%
<i>dynamika r/r</i>	18,2%	8,4%	2,2%		12,6%	20,6%		2,9%	0,4%	
<i>marża EBIT</i>	5,69%	5,23%	5,42%	0,19%	5,19%	5,45%	0,25%	5,08%	5,14%	0,06%
Zysk netto	236,5	257,4	242,4	-5,8%	292,1	294,7	0,9%	302,6	297,9	-1,6%
<i>dynamika r/r</i>	22,0%	8,8%	2,5%		13,5%	21,6%		3,6%	1,1%	
<i>marża netto</i>	4,61%	4,25%	4,40%	0,15%	4,25%	4,46%	0,21%	4,19%	4,24%	0,05%

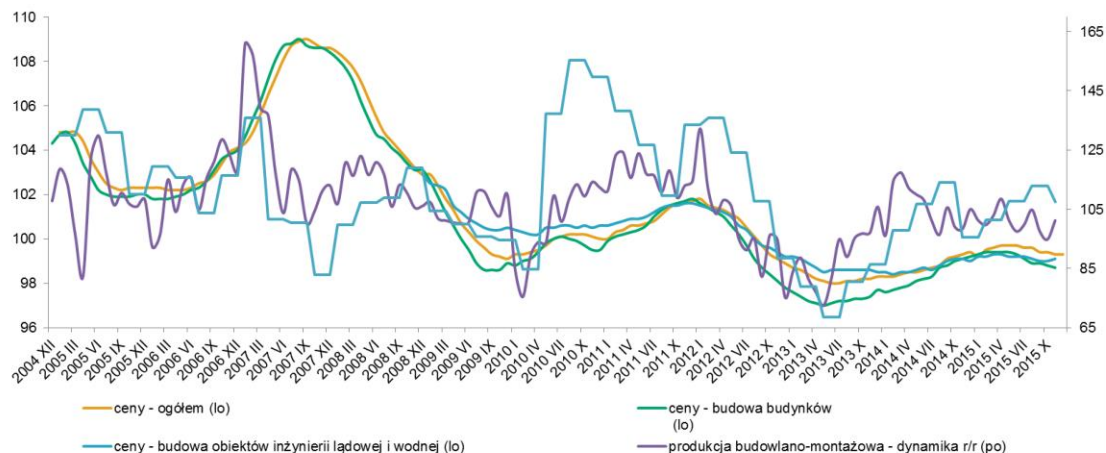
Źródło: Raporty Spółki, prognozy BM BGŻ BNP



Otoczenie rynkowe

Sytuacja makroekonomiczna oraz ceny surowców

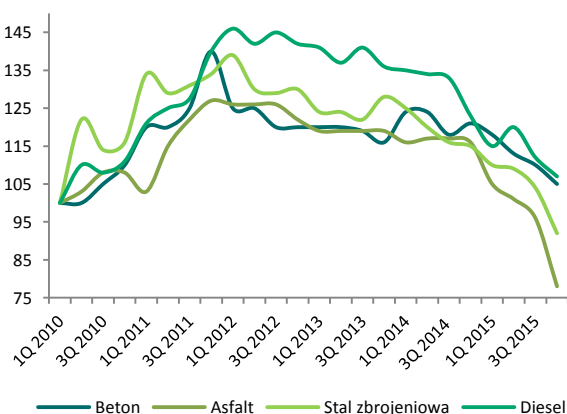
Wyk. Dynamika przychodów Budimex na tle cen oraz dynamiki produkcji budowlano-montażowej



Źródło: GUS, opracowanie BM BGŻ BNP

W całym 2015 roku produkcja budowlano-montażowa wzrosła o ok. 3%, i tym samym jej wartość zbliżyła się do 91,0 mld PLN. Ubiegły rok był drugim z kolei, kiedy produkcja budowlana zanotowała wzrost, zatem można mówić o odwróceniu negatywnego trendu trwającego od rekordowego 2011 r. (103,2 mld PLN). Zanotowana dynamika nie była jednak tak wysoka, jak się początkowo spodziewano m. in. z uwagi na opóźnienia w inwestycjach kolejowych oraz znaczny udział przetargów typu *projektuj i buduj* w infrastrukturze drogowej. Należy zwrócić uwagę, że dynamika produkcji budowlano-montażowej w pierwszych trzech miesiącach bieżącego roku znajduje się poniżej średniej z lat 2005-2015, jak i 2012-2015, mimo iż pogoda sprzyjała budowlącom. Chociaż spodziewamy się przyspieszenia tempa w drugiej połowie roku, nie oczekujemy w całym 2016 r. dwucyfrowego wzrostu, który najprawdopodobniej pojawi się dopiero w kolejnych latach. Na fakt, iż 2016 rok również w większej części będzie okresem przejściowym między poprzednią oraz obecną perspektywą unijną, wskazują również publikowany przez GUS wsk. ogólnego klimatu w budownictwie, który znajduje się na podobnych r/r poziomach, mimo iż od początku 2013 r. znajdował się w trendzie wzrostowym.

Wyk. Zmiany cen podstawowych materiałów (1Q'10=100)



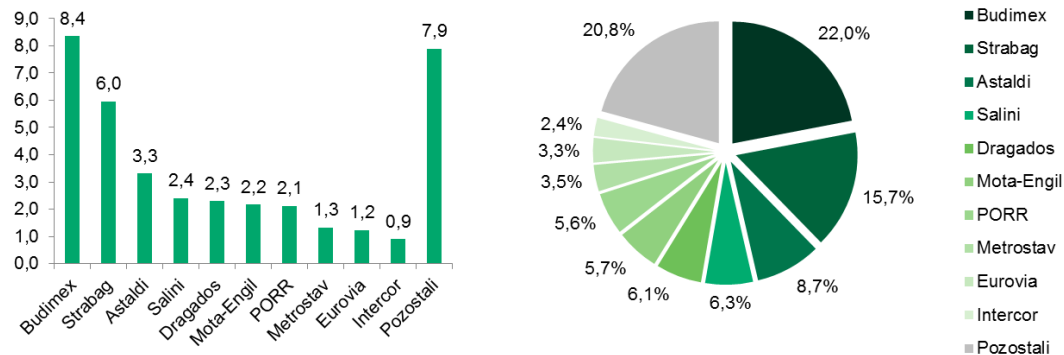
Źródło: Prezentacje Grupy Budimex, BM BGŻ BNP

W drugiej połowie roku ceny podstawowych materiałów budowlanych znajdowały się w mocnym trendzie spadkowym. Taniej można było zakupić w szczególności asfalt (niskie ceny ropy naftowej) oraz stal zbrojeniową (obawy dotyczące chińskiej gospodarki). Wydaje się jednak, że dalsze spadki są ograniczone, tym bardziej że na rynkach zagranicznych ceny są o wiele wyższe (wzrost różnicy cenowej wynikał najpewniej z przeszacowań popytu przez producentów, który faktycznie okazał się mniejszy z uwagi na opóźnienia w rozpoczęciu realizacji wielu inwestycji). Czynnikiem pro wzrostowym będzie również samo odbicie na rynku surowcowym.



Infrastruktura drogowa

Wyk. Wartość netto wygranych ofert w mld PLN oraz udział w ogółem do końca 1Q'16



Źródło: GDDKiA, szacunki BM BGŻ BNP

Do końca 1Q'16 GDDKiA podpisała kontrakty na blisko 47 mld PLN brutto, co stanowi ponad 43,7% (46,8 mld PLN) zaplanowanego budżetu na poziomie 107,1 mld PLN. Wśród wykonawców liderem nadal pozostaje Budimex, przy czym udział Spółki zmniejszył się względem połowy ubiegłego roku z ok. 24% do 22%. Obecnie trwają prekwalifikacje na blisko 17 mld PLN, jednak z uwagi na planowane zmiany w ustawie o zamówieniach publicznych oraz oczekiwaną aktualizację Programu Budowy Dróg Krajowych (PBDK), uczestnicy postępowań nie są zapraszani do składania ofert. Z uwagi na powyższe, zakładając składanie pierwszych ofert na początku 2H'16, podpisanie umów należy spodziewać się dopiero na przełomie 2016 oraz 2017 roku.

Tab. Kontrakty drogowe Budimex do końca 1Q'16

Zlecenie zamówienia	Zadanie	Budżet netto GDDKiA	Liczba ofertów	Oferta netto Budimex	% budżetu	Status	Status	Km
09.10.2015	S-7 Nowy Dwór Gd. - Kazimierzowo	1 181,3	4	1 281,6	108,5%	podpisany	Buduj	19,1
17.03.2015	Obwodnica Ostródy	1 181,0	7	1 071,7	90,7%	podpisany	Buduj	18,4
29.03.2016	Obwodnica Olsztyna	775,6	9	742,0	95,7%	podpisany	Projektuj & Buduj	14,7
27.02.2015	S-3 Nowa Sól - Legnica (A-4) (V)	746,8	6	638,7	85,5%	podpisany	Projektuj & Buduj	22,6
03.12.2014	S5 Żnin - Gniezno	456,6	7	387,3	84,8%	podpisany	Buduj	18,3
29.10.2014	S19 Lubartów-Kraśnik	340,1	6	344,6	101,3%	podpisany	Buduj	9,8
16.09.2014	A4 Rzeszów - Jarosław	678,9	2	292,0	43,0%	podpisany	Buduj	41,2
04.02.2016	S5 Wronczyn - Kościan	534,6	10	292,0	54,6%	podpisany	Projektuj & Buduj	19
16.10.2014	S-7 Jędrzejów - granica święto. i małop.	475,3	8	283,4	59,6%	podpisany	Buduj	19,9
29.09.2015	S-6 na odcinku Goleniów - Nowogard	366,7	6	279,6	76,2%	podpisany	Projektuj & Buduj	20
03.10.2014	A-1 Stryków - węzeł „Tuszyn” (I)	298,4	6	263,0	88,2%	podpisany	Projektuj & Buduj	13,1
22.09.2015	S17 Garwolin - Kurów	332,6	9	255,0	76,7%	podpisany	Projektuj & Buduj	13
29.09.2015	Obwodnica Suwałk	370,6	9	243,1	65,6%	podpisany	Projektuj & Buduj	12,8
18.11.2014	Obwodnica Jarocina	248,8	3	238,5	95,9%	podpisany	Projektuj & Buduj	13,1
22.09.2014	S7 Miłomłyn - Ostróda Północ	294,8	10	237,6	80,6%	podpisany	Buduj	9,2
27.01.2016	S17 Kołbiel-Garwolin	338,2	7	236,0	69,8%	podpisany	Projektuj & Buduj	13
22.09.2015	S17 Garwolin - Kurów	298,4	9	234,6	78,6%	podpisany	Projektuj & Buduj	12,2
31.07.2014	S5 Korzeńsko - Widawa	347,2	4	234,0	67,4%	podpisany	Projektuj & Buduj	15
05.10.2015	S-6 obwodnica m. Ploty - węzeł Kiełpino	248,3	4	206,5	83,2%	podpisany	Projektuj & Buduj	15
	S5 Leszno Pld. - Kaczkowo	293,5	3	189,0	64,4%	wybór oferty	Buduj	9,5
19.10.2015	S-3 na odcinku Sulechów - Nowa Sól - (II)	228,2	8	158,0	69,2%	podpisany	Buduj	13,3
05.02.2016	S-3 na odcinku Sulechów - Nowa Sól (III)	269,8	8	153,2	56,8%	podpisany	Buduj	17,3
10.12.2014	Obwodnica m. Bełchatów	175,1	10	118,4	67,6%	podpisany	Buduj	10,9
17.11.2014	Obwodnica Międzyrzecza	181,8	11	83,6	46,0%	podpisany	Buduj	6,4
07.10.2015	Obwodnica Kępna	66,0		54,0	81,8%	podpisany	Projektuj & Buduj	4,4
06.05.2015	Obwodnica Hrubieszowa	31,7	4	33,1	104,5%	podpisany	Buduj	9,3
Razem		10 759,9		8 550,6	79,5%			390,5

Źródło: GDDKiA, Prezentacja Spółki; szacunki BM BGŻ BNP

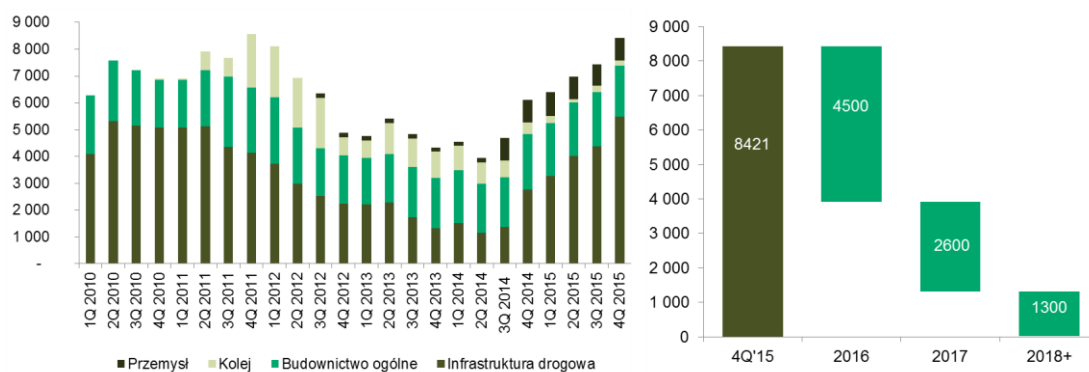


Zgodnie z naszymi wcześniejszymi prognozami, Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa (MliB) rozpoczęło przegląd PBDK, gdyż w ocenie Ministerstwa koszt zadań zaplanowanych w programie jest blisko dwukrotnie wyższy (198 vs 107,1 mld PLN). Do powyższego przychylają się również komentarze docierające z branży wykonawców infrastruktury drogowej, w których wskazują niedoszacowanie kosztu PBDK na poziomie 40-50 mld PLN. Potwierdzeniem jest również struktura dotychczasowego rozdysponowania budżetu GDDKiA. Jak wcześniej wspomniano, do końca 1Q'16 roku GDDKiA podpisała kontrakty na blisko 47 mld PLN, czyli ok. 44% z planowanych 107,1 mld PLN. Natomiast podpisane umowy obejmują ok. 1450 km z 4783 km uwzględnionych w PBDK, czyli minimalnie powyżej 30% ogółem. Zakładając średni koszt budowy 1 km na poziomie 31,5 mln PLN, na budowę pozostałych niezakontraktowanych jeszcze 3330 km dróg, konieczne będą wydatki na poziomie ok. 105 mld PLN, natomiast łączny koszt PBDK wyniesie ponad 150 mld PLN.

W związku z powyższym, MliB zdecydował się na optymalizację realizacji inwestycji drogowych zarówno w kontekście prawnym, technologicznym, jak i finansowym. Z punktu widzenia Spółki, najistotniejszym elementem ryzyka byłoby ograniczenie budżetu i zaniechanie części projektów, co wydaje się mało prawdopodobne. MliB wskazał szereg rozwiązań, które wskazują na chęć wykonania całości PBDK przy założeniu dodatkowych wpływów oraz oszczędnościach w procesie budowy (np. drogi 2+1, standaryzacja obiektów mostowych, niższe wymogi środowiskowe).

Obecny przestój w procesie kontraktowania przez GDDKiA wynika również z planowanych zmian w prawie zamówień publicznych, które powinny nastąpić pierwotnie do 18 kwietnia – obecnie oczekiwany termin to przełom kwietnia oraz maja. Przyjęty przez rząd w połowie marca br. projekt tzw. małej noweli prawa zamówień publicznych zakłada m. in. ułatwienie w dostępie do zamówień publicznych dla małych i średnich firm, promowanie zatrudniania na etat oraz większy nacisk na poza cenowe kryteria oceny oferty. Zarząd Spółki neutralnie odnosi się do powyższych zmian, jak i ogólnego kierunku nowego rządu, w którym większe wsparcie powinny otrzymywać spółki z rodzimym kapitałem. W naszej ocenie trudno obecnie dokładnie skwantyfikować powyższe ryzyka bez podania szczegółów, niemniej mając na uwadze, że Budimex działa głównie na terenie kraju oraz zatrudnia wyłącznie osoby z polski, pozycja Spółki wyróżnia się na tle pozostałych zagranicznych podmiotów. W naszej ocenie największym ryzykiem byłaby możliwość sztywnego ograniczenia udziału w ofertowaniu za pomocą ogólnych limitów np. poziomu przychodów. Niemniej do dziś, wspomniany pomysł nie pojawił się oficjalnie.

Wyk. Struktura portfela zamówień oraz estymacja realizacji backlog (mln PLN)



Źródło: Prezentacje Spółki; BM BGŻ BNP

Na koniec 2015 roku portfel zamówień Grupy zbliżył się do oczekiwanych przez nas 8,5 mld PLN, kiedy jeszcze przed rokiem wartość ta wynosiła 6,1 mld PLN. W minionym roku Grupa uczestniczyła w ofertach za ponad 39,8 mld PLN (+40,0% r/r) przy czym wygrała w kontraktach na ponad 7,1 mld PLN – co prawda hit-ratio r/r obniżył się r/r z 22,3% do 17,8%, niemniej należy zwrócić uwagę na znaczny wzrost konkurencji, w szczególności w przetargach drogowych. Spodziewamy się, że w 1Q'16 Budimex podpisał umowy o wartości 1,2-1,4 mld PLN, w tym 1,2 mld PLN, o których poinformowano w raportach bieżących. Zakładając przerób na poziomie 0,9 mld PLN w minionym kwartale,



oczekujemy ze portfel zamówień na koniec 1Q'16 wynosił 8,7-8,9 mld PLN. Powyższy poziom będzie okresowym maksimum, z uwagi na podpisanie kolejnych umów w sektorze drogowym oraz kolejowym najwcześniej w 2H'16. Spodziewamy się, że na koniec 2016 roku portfel zamówień może obniżyć się do poziomu 8,0 mld PLN.

Tab. Kontrakty podpisane przez Budimex w 2016 roku oraz powiązanie informacji o wyborze oferty

Data podpisania /wyboru oferty	Segment	Wartość netto (mln PLN)	Status	Zakres
2016-01-27	infrastruktura drogowa	235,7	podpisany	S17 na odcinku Kolbiel - Garwolin
2016-02-05	infrastruktura drogowa	153,2	podpisany	S3 Niedoradz-Nowa Sól
2016-03-18	kubatura	75	podpisany	Budowa budynku biurowego w Krakowie
2016-03-19	infrastruktura drogowa	742,3	podpisany	Obwodnica Olsztyna
Razem		1206,2		
2016-04-13	infrastruktura drogowa	292	podpisany	S5 Wronczyn-Kościan Południe
2016-04-19	kubatura	24,8	podpisany	Budowa kompleksu mieszkaniowego SKYLIFE Etap 2 w Warszawie
2015-12-30	kubatura	275,2	wybór oferty	Przebudowa i rozbudowa szpitala wojewódzkiego w Toruniu
2016-02-11	infrastruktura drogowa	189,2	wybór oferty	S5 Leszno Płd. (z węzłem) - Kaczkowo
Razem		781,2		

Źródło: Raporty Spółki; BM BGŻ BNP

Wsparciem dla backlogu jest potencjalnie segment energetyczny. Budimex wraz z konsorcjantem ofertuje w przetargu na budowę bloku gazowo-parowego w Elektrowni Łagisza oraz w Elektrociepłowni Żerań (oba projekty przekraczają 1,5 mld PLN) – o ile realizacja pierwszego projektu stoi pod znakiem zapytania, o tyle w przypadku drugiej otwarcie kopert powinno nastąpić w najbliższych tygodniach. Dodatkowo spółka uczestniczy w postępowaniu przetargowym na budowę spalarni w Wilnie, która również przekracza 1,5 mld PLN.

Infrastruktura kolejowa

Tab. Planowane wydatki PLK S.A. do wykonawców wg kolejnych wersji WPIK

Planowane wydatki PLK S.A. do wykonawców (mld PLN)															
WPIK '15 z listopada 2011 r.	2007-2010	2011	2012	2013	2013+									Razem	
	8,304	3,423	5,966	9,838	10,440									37,971	
WPIK '15 z listopada 2013 r.	2007-2012			2013	2014	2015	2015+							Razem	
	8,466			4,794	9,958	12,212	1,110							36,54	
WPIK '15 z marca 2015 r.	2007-2013				2014	2015	2015+							Razem	
	12,379				6,462	10,883	1,797							31,521	
WPIK '23 z września 2015 r.	2007-2013				2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Razem
	12,379				0,119	0,371	5,353	6,965	10,464	16,075	16,297	4,559	2,717	1,622	64,542
RAZEM aktualny '15 oraz '23	2007-2013				2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	Razem 2016-23
	12,379				6,581	11,254	7,150	6,965	10,464	16,075	16,297	4,559	2,717	1,622	65,849

Źródło: Opracowanie własne na podstawie WPIK do 2013 oraz kolejnych aktualizacji; WPIK do 2023; raporty roczne PKP PLK

Na bieżący rok zaplanowanych zostało 7,2 mld PLN inwestycji, jednak wg MliB realnie będzie to wartość ok. 4,1 mld PLN lub nawet mniej. Wg Ministerstwa, w dwóch ostatnich latach poprzednia władza skupiała się wyłącznie na wydatkowaniu oraz rozliczeniu środków z poprzedniej perspektywy, czego efektem jest brak fizycznych projektów dla nowej perspektywy. Z drugiej strony, w 2015 roku ogłoszono przetargi na 16 mld PLN, a w bieżącym roku do puli ma dołączyć kolejne 5 mld PLN. Jednak z uwagi na długi proces prekwalfikacji, zaproszenie do składania ofert nastąpi najwcześniej w połowie br., tym samym pierwsze podpisanie umów z wykonawcami odbędzie się dopiero na przełomie 2016 i 2017 roku. Opóźnienie inwestycji kolejowych względem infrastruktury drogowej wynosi obecnie blisko dwa lata, które trudno będzie nadrobić. MliB analizuje WPIK na lata 2015-2023, przy czym już zapowiedziało

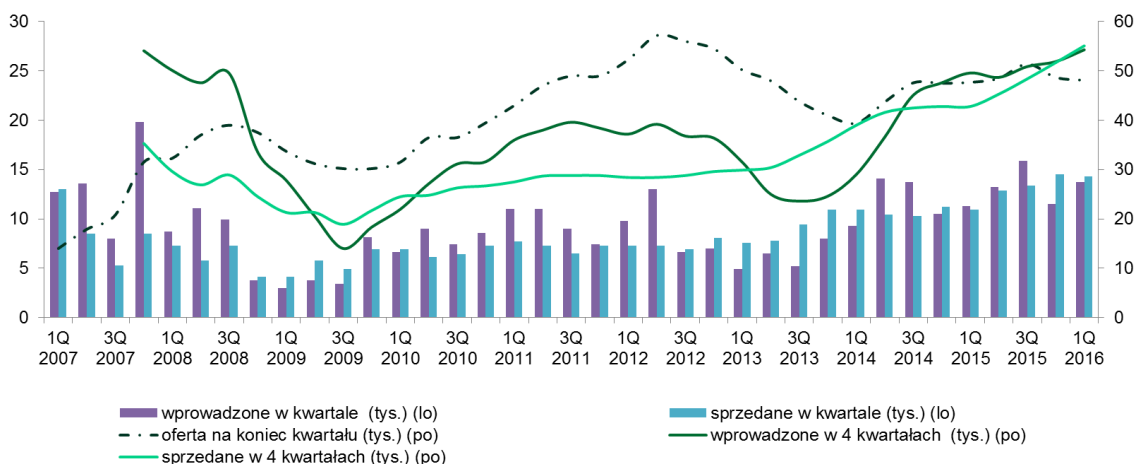


zmiany w strukturze wydatków (kontynuacja inwestycji punktowych), aby bardziej równomiernie rozłożyć środki na inwestycje w czasie. Z jednej strony, powyższe zwiększa prawdopodobieństwo wykonania programu, jednak z drugiej zmniejszy się wartość inwestycji, w których kompetencje posiadają spółki stricte kolejowe (m.in. Trakcja, Torpol, ZUE), co jest pozytywnym aspektem dla spółek ogólnobudowlanych, w tym dla Budimexu. Czynnikiem niepewności dla branży kolejowej pozostaje również zmiana władz PKP PLK, która stopniowo realizowała się od początku roku. Wg najnowszych doniesień do nowego zarządu PKP PLK dołączyła osoba odpowiedzialna za inwestycje. Co prawda obecny skład zarządu jest kompletny, niemniej niepewność związana z kolejną zmianą WIPK nadal się utrzymuje.

Z drugiej strony, powyższa sytuacja sprzyja spółkom, które nie są w pełni przygotowane do wielkiej ofensywy kolejowej. Budimex nie może korzystać z aktywów spółki PNI (w upadłości), dlatego jest zmuszony poczynić inwestycje w niezbędny sprzęt (łącznie 90-100 mln PLN w bieżącym oraz kolejnym roku.). Należy przy tym zwrócić uwagę, że czas oczekiwania na zaawansowane maszyny w branży kolejowej może wynosić ponad 12 miesięcy. Obecne kompetencje Spółki na rynku kolejowym nie są zbyt duże, dlatego w przekwalifikacjach Budimex uczestniczy z konsorcjantami. W przypadku inwestycji kolejowych nie spodziewamy się sukcesu na miarę tego z branży drogowej, niemniej liczymy że w przypadku „rozwiązania worka z nowymi kontraktami” w backlogu Spółki pojawi się kilka większych zleceń.

Rynek mieszkaniowy

Wyk. Mieszkania sprzedane oraz wprowadzone wraz z ofertą na koniec kwartału dla 6 największych miast



Źródło: REAS, BM BGŻ BNP Paribas

Ubiegły rok należał do rekordowych w branży deweloperskiej. W 6 największych miastach sprzedano ponad 51,8 tys. mieszkań, czyli blisko 20% więcej r/r i o 48% więcej niż w roku 2007. Poza dotychczasowymi czynnikami wspierającymi popyt (niskie stopy procentowe, kupno przed podwyżkami wkładu własnego, deflacja) do rekordowej sprzedaży, w szczególności w czwartym kwartale 2015 r. (14,4 tys. mieszkań; +30% r/r), przyczynił się program *Mieszkanie dla Młodych*. Począwszy od września, MdM objął również rynek wtórny oraz zwiększył przywileje rodzin wielodzietnych, co istotnie przełożyło się na wzrost udziału liczby złożonych wniosków w liczbie mieszkań sprzedanych. Mimo historycznie wysokiej sprzedaży, w 2015 roku wprowadzono do oferty w 6 największych miastach blisko 52,0 tys. lokali, czyli tylko ponad 9,0% więcej r/r. Powyższe wraz z rekordową sprzedażą przyczyniło się do obniżenia oferty k/k po raz pierwszy od ponad dwóch lat – na koniec 4Q w ofercie deweloperów znajdowało się blisko 49 tys. mieszkań, co implikuje czas wyprzedaży na poziomie 3,5 kwartału, czyli najniżej od czasu boomu z 2007 roku.



Wg Reas 1Q'16 nie należał do rekordowych, niemniej również był mocny zarówno pod względem sprzedaży (14,3 tys., +31% r/r), jak i liczby wprowadzonych lokali (13,7 tys., +21% r/r). Poza kończącą się pulą środków dostępnych w MdM na 2016 r. do zakupu mobilizowały oczekiwania odnośnie zwiększenia kosztów kredytu w związku z wprowadzeniem podatku bankowego. Brak powyższych stymulantów w kolejnych kwartałach będzie skutkował mniejszym popytem lub przesunięciem zainteresowania nabywców na mieszkania oddawane do użytkowania w 2017 r., czyli do czasu pojawienia się w nowych środków w programie MdM. Ceny mieszkań powinny pozostać jednak stabilne – w ostatnich kwartałach deweloperzy umiejętnie zarządzali ofertami dostosowując się do popytu zarówno pod względem liczby jak i cen, dzięki czemu rynek pozostaje w równowadze. Tym samym zakładając brak nowych negatywnych czynników, można spodziewać się, że cały 2016 rok będzie udany dla deweloperów, chociaż trudno spodziewać się poprawy rezultatów z roku ubiegłego. Z drugiej strony rynek nieruchomości mieszkaniowych charakteryzuje znaczna niepewność związana z licznymi kwestiami, m. in. 1) zmiany w ustawie o ochronie praw nabywców, 2) finansowanie w kolejnych latach MdM, 3) budowa portfela mieszkań pod wynajem realizowany przez BGK, 4) szczegóły rządowego programu mieszkaniowego, 5) kwestia kredytów frankowych, czy 6) regulacji dotyczących dostępności gruntów pod budownictwo.

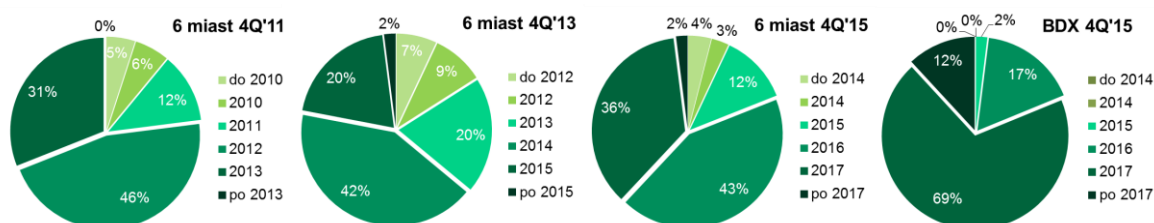
Tab. Mieszkania sprzedane przez deweloperów notowanych na GPW oraz Budimex Nieruchomości

Deweloper	2011	2012	2013	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	r/r
Robyg	1015	1113	1731	576	480	513	549	2118	534	597	638	564	2333	727	36,1%
JW. Construction *	1016	788	941	248	248	311	290	1097	371	352	466	380	1569	343	-7,5%
Dom Development	1716	1436	1605	400	463	495	531	1889	467	598	640	678	2383	615	31,7%
Polnord	1086	908	1096	309	313	301	329	1252	344	487	357	134	1320	334	-2,9%
Ronson Europe	358	380	572	206	210	149	146	711	186	224	248	248	906	206	10,8%
Budimex Nieruchomości	753	515	742	275	278	478	654	1685	499	580	358	481	1918	317	-36,5%
Marvipol	509	375	588	271	122	155	243	776	146	125	168	170	600	169	15,8%
Inpro	426	356	416	100	117	107	98	421	98	139	168	140	545	124	26,5%
Wikana	329	324	106	35	49	-	34	118	34	67	50	103	254	50	47,1%
Atal	bd.	bd.	1301	317	251	214	307	1093	315	491	399	485	1690	509	61,6%
Vantage	bd.	bd.	181	53	44	51	107	255	93	242	112	163	613	250	168,8%
LC Corp	bd.	bd.	768	353	265	257	345	1220	480	346	503	743	2072	461	-4,0%
Lokum Deweloper	bd.	345	334	bd.	bd.	bd.	69	355	120	-	235	131	486	172	43,3%
Archicom	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	520	149	130	178	154	611	215	44,3%
Razem	7208	6540	10381	3143	2840	3031	3702	13510	3836	4378	4520	4574	17300	4492	17,1%
Zmiana r/r *	-	-14,1%	24,3%	57,7%	29,7%	19,8%	17,8%	25,1%	13,5%	49,6%	35,5%	19,4%	28,1%	17,1%	

Źródło: PAP; * zmiana dla porównywalnej liczby deweloperów względem okresów poprzednich

Wysoką sprzedaż w 1Q'16 potwierdzają również dane podawane przez giełdowych deweloperów, wśród których zdecydowana większość zanotowała kilkudziesięcioprocentowe wzrosty r/r. Wyjątkiem są cztery podmioty z negatywną dynamiką, w tym Budimex Nieruchomości (-36,5%). Ujemną dynamikę w spółce należącej do Grupy Budimex można tłumaczyć wysoką bazą roku poprzedniego (blisko 500 lokali) oraz małą liczbą (tylko 2) projektów wprowadzonych do sprzedaży. Pierwotnie Zarząd zapowiadał sprzedaż w całym 2016 rok blisko 2000 lokali, jednak w naszej opinii jest to poziom trudny do osiągnięcia na obecnym rynku – w naszych prognozach przyjmujemy sprzedaż 1452 lokali, co jest bliższe długoterminowemu poziomowi (ok. 1500 mieszkań obecnie, wcześniej oczekiwano ok. 2000).

Wyk. Struktura oferty wg deklarowanej przez dewelopera daty oddania projektu



Źródło: Reas, BM BGŻ BNP Paribas



Wg wstępnych danych Budimex Nieruchomości przekazał w pierwszym kwartale br. 242 mieszkań, czyli ponad dwukrotnie więcej r/r (+122%). Zakładamy, że w kolejnych kwartałach deweloperska spółka rozpocznie sprzedaż notarialną jeszcze 5 projektów, tym samym w całym roku oczekujemy 1050 przekazanych lokali (+15,6%), a najlepszym pod tym względem będzie ostatni kwartał. Biorąc pod uwagę strukturę oferty na koniec 4Q'15, skokowego wzrostu sprzedaży notarialnej spodziewamy się w przyszłym roku, kiedy zostanie zakończonych 8-9 projektów – spodziewamy się, że liczba przekazanych lokali może przekroczyć 2000 mieszkań (+90,7% względem prognoz dla 2016 r.). Zwracamy jednak uwagę, że większość wspomnianych projektów dotyczy krakowskiego osiedla AVIA, gdzie ceny transakcyjne za m² były niższe. Relatywnie wysokiej sprzedaży notarialnej spodziewamy się również w 2018 r., przy czym udział mieszkań z projektów poznańskich oraz warszawskich będzie zdecydowanie wyższy.

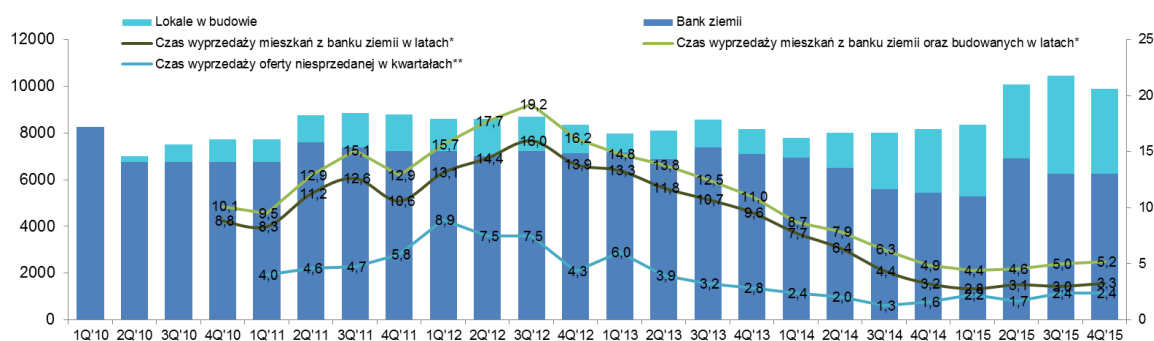
W 2015 r. Budimex Nieruchomości wydał na nowe grunty ponad 150 mln PLN, czyli mniej niż pierwotnie planowano (200 mln PLN). Mimo to, wspomniana wartość pozwoliła zająć 4 miejsce wśród największych deweloperów (liderem jest Murapol z 316 mln PLN). Zakup gruntów w Gdańsku oraz Warszawie oceniamy pozytywnie, z uwagi na spadający bank ziemi, który po 1Q'15 obniżył się do ponad 5000 lokali, kiedy wcześniej wynosił stabilnie 7000 mieszkań. W bieżącym roku spodziewamy się podobnych wydatków na nowe działki oraz oczekujemy zakupu gruntów w Poznaniu, aby utrzymać ofertę na tamtejszym rynku.

Wyk. Przedprzedaż, przekazania oraz oferta Budimex Nieruchomości

Mieszkania	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Zakontraktowane	499	580	358	481	317	765	681	837	742	1 685	1 918	1 452	1 389	1 409
Przekazane	109	293	53	453	242	946	388	1 113	495	696	908	1 050	2 002	1 545
W budowie (na koniec okresu)	3 066	3 187	4 194	3 628	-	981	1 558	1 200	1 071	2 751	3 628	-	-	-
Przedprzedaż	2 138	2 425	2 691	2 616	-	215	686	277	458	1 745	2 616	-	-	-
Nie przedprzedaż	935	762	1 503	1 012	-	766	872	522	613	1 006	1 012	-	-	-
Ukończone	7	13	49	162	-	386	70	401	393	9	162	-	-	-
Przedprzedaż	4	4	43	146	-	233	55	239	305	7	146	-	-	-
Nie przedprzedaż	3	9	6	16	-	153	15	162	88	2	16	-	-	-
Oferta razem	3 073	3 200	4 243	3 790	-	1 367	1 628	1 601	1 464	2 760	3 790	-	-	-

Źródło: Sprawozdania Spółki, P – Prognozy BM BGŻ BNP Paribas

Wyk. Bank ziemi oraz czas wyprzedaży oferty Budimex Nieruchomości



Źródło: Sprawozdania Grupy; BM BGŻ BNP; *=(mieszkania z banku ziemi + mieszkania w budowie)/sprzedaż mieszkań za 4 poprzednie kwartały; **= średnia liczba niesprzedanych z dwóch poprzednich kwartałów/ sprzedaż



Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto. Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie średniej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w 2015 r., która wynosi 3,0%;
- dokonaliśmy korekty in minus stanu gotówki o 492,6 mln PLN, w związku z sezonowo wysokim stanem na koniec 4Q'15;
- premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółki; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 25.04.2016 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia Spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość Spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na ubiegłorocznych wynikach oraz konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią ważoną z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Budimex jest bliska obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie, wydajemy zalecenie NEUTRALNIE dla akcji Spółki z ceną docelową 185,99 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji (PLN)	waga
metoda DCF	191,47	80%
metoda porównawcza	164,07	20%
wycena Budimex	185,99	
obecna cena akcji	196,00	
potencjał wzrostu (%)	-5,1%	

Źródło: BM BGŻ BNP



Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	5 508,0	6 609,9	7 023,0	7 101,2	6 846,5	6 612,0	6 541,7	6 536,8	6 573,9	6 650,3
EBIT	298,5	359,9	361,2	348,1	334,7	317,1	313,0	314,2	313,4	316,8
Efektywna stopa podatkowa	19%	20%	19%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	240,8	289,5	291,1	280,0	270,1	255,8	252,7	253,6	253,2	256,0
Amortyzacja	26,9	28,1	28,7	29,6	30,7	31,7	32,5	30,5	32,9	32,4
CAPEX	61,9	83,1	28,7	29,6	30,7	31,7	32,5	30,5	32,9	32,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	13,6	40,2	15,1	2,8	-9,3	-8,5	-2,6	-0,2	1,4	2,8
FCFF	192,1	194,4	276,1	277,1	279,3	264,4	255,3	253,8	251,8	253,2
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
% kapitału własnego	89,4%	89,3%	89,3%	89,7%	89,7%	89,7%	89,6%	89,7%	89,6%	89,7%
% długu	10,6%	10,7%	10,7%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%	10,3%	10,4%	10,3%
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Suma DFCF	1503,4									
Wartość rezidualna (TV)	3973,7									
Zdyskontowana TV	1757,7									
Wartość działalności operacyjnej	3 261,1									
Dług netto	-2119,7									
Skorygowany dług netto	-1691,5									
Wartość kapitału własnego	4888,3									
Liczba akcji (mln szt.)	25,5									
Wartość 1 akcji	191,47									

Źródło: BM BGŻ BNP, P – prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

WACC	wzrost FCFF w nieskończoność					
	191,47	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	-1%	200,02	206,66	214,50	223,91	235,41
	-0,5%	190,20	195,66	202,02	209,54	218,56
	0%	181,71	186,24	191,47	197,57	204,79
	0,5%	174,28	178,08	182,43	187,45	193,31
	1%	167,73	170,95	174,61	178,78	183,60

Beta	wzrost FCFF w nieskończoność					
	191,47	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	0,80	198,08	193,26	193,23	193,20	193,17
	0,95	193,29	192,37	192,34	192,32	192,29
	1,10	192,40	191,50	191,47	191,44	191,41
	1,25	191,53	190,64	190,61	190,58	190,55
	1,40	190,67	189,79	189,76	189,73	189,70

Źródło: BM BGŻ BNP



Tab. Wycena metodą porównawczą

Kapitalizacja (EUR)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E			
	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	2016 P	2017 P	2018 P	
Polska										
ERBUD	85,0	6,5	6,0	5,9	5,4	5,1	4,8	11,9	11,3	10,9
ELBUDOWA	114,4	6,5	6,6	6,7	5,4	5,4	5,4	9,4	9,4	8,8
UNIBEP	86,5	7,7	6,7	6,6	6,7	5,9	5,7	11,5	10,6	9,9
TRAKCJA SA	144,5	7,2	6,6	5,4	5,2	4,9	4,2	13,4	12,2	10,3
TORPOL SA	55,1	-	-	-	-	-	-	14,6	12,5	5,3
MOSTALZAB	55,7	-	-	-	-	-	-	11,8	9,7	9,2
MEDIANA Krajowe	85,8	6,9	6,6	6,2	5,4	5,2	5,1	11,8	11,0	9,5
Zagranica										
SKANSKA AB-B	8 089,9	10,8	10,3	9,9	8,6	8,2	8,2	14,1	13,5	13,5
EIFPAGE	6 439,9	12,6	12,0	11,4	8,2	7,9	7,5	16,1	13,9	12,0
STRABAG SE-BR	3 078,0	9,0	8,6	8,9	4,1	4,0	4,2	14,0	13,0	13,2
BILFINGER SE	1 789,6	13,4	9,1	7,5	7,0	5,5	5,0	16,8	12,8	11,1
HOCHTIEF AG	7 685,4	11,0	10,3	9,9	7,0	6,7	6,6	21,5	18,9	17,8
VINCI SA	38 354,3	12,9	12,2	11,6	8,7	8,4	8,0	16,0	14,7	13,5
ACS	9 100,1	8,3	7,9	7,4	5,5	5,3	5,1	12,4	11,3	10,6
FERROVIAL SA	13 963,3	24,8	24,6	24,8	19,2	18,5	18,1	29,1	27,2	25,0
PORR AG	839,7	5,5	5,0	4,7	3,3	3,0	2,9	10,9	9,5	9,0
ASTALDI SPA	407,1	6,6	6,2	6,6	5,1	4,9	5,1	4,3	3,8	3,8
MOTA ENGIL SGPS	431,8	8,9	8,0	8,6	5,0	4,7	4,9	5,0	6,9	6,4
FCC	2 877,2	19,7	17,8	16,2	10,0	9,5	9,0	26,2	19,6	15,5
ACCIONA SA	3 878,2	15,4	14,5	13,6	8,1	7,7	7,3	20,4	17,6	14,3
ALSTOM	4 979,7	37,6	31,0	26,2	20,6	18,6	17,3	29,3	15,6	12,8
KPN (KONIN) NV	14 407,8	23,5	22,3	20,2	8,2	8,1	8,0	38,3	32,8	25,8
VEIDEKKE ASA	1 642,2	11,3	10,8	9,4	9,5	8,7	7,9	13,8	12,4	11,3
MEDIANA Zagraniczn	4 428,9	12,0	10,6	9,9	8,2	7,8	7,4	16,0	13,7	13,0
BUDIMEX	1 134,1	11,7	9,7	9,7	10,7	9,0	9,0	20,7	17,0	16,8
MEDIANA - spółki porównywalne	2 333,4	10,9	9,7	9,1	7,0	6,3	6,1	14,1	12,6	11,2
Premia/dyskonto*	7,1%	0,2%	5,9%	53,5%	43,3%	46,1%	46,9%	34,4%	50,3%	
Wycena 1 akcji (PLN)										
164,07										

Źródło: Bloomberg, BM BNP BGŻ S.A., *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



Czynniki ryzyka

1. **Ryzyko makroekonomiczne** – od wejścia Polski do UE, rynek budowlany w Polsce podlega cyklowi uzależnionemu od kolejnych tzw. perspektyw unijnych, w których planuje się rozdysponowanie przypadających na Polskę środki unijne. Efektem wspomnianych programów jest kumulacja nakładów inwestycyjnych w okresie 3-5 lat, które powodują ponadprzeciętny przyrost produkcji budowlano-montażowej oraz dynamiczny wzrost zatrudnienia w tym sektorze. Po zakończeniu intensywnego wydatkowania rozpoczyna się okres spowolnienia, który wpływa na zwiększoną konkurencję o kontrakty, a tym samym niższą rentowność firm budowlanych.
2. **Ryzyko płynności** – specyfika działalności budowlanej wymaga znacznego kapitału obrotowego. Wszelkie opóźnienia w płatnościach mogą negatywnie odbić się na obsłudze zobowiązań, w szczególności zobowiązań krótkoterminowych.
3. **Ryzyko finansowania kontraktów** – istotna część przyszłych kontraktów będzie realizowana dzięki środkom unijnym, wycofanie lub zamrożenie spowodowałoby znaczne straty w całej branży budowlanej w Polsce. 64% backlogu w Grupie pochodzi z jednego zamawiającego (GDDKiA) – zmiany warunków finansowania mogłyby odbić się na płynności Grupy.
4. **Ryzyko związane z konkurencją** – rosnąca oferta mieszkań w największych polskich aglomeracjach wywiera presję na ceny, co może negatywnie wpływać na wyniki Spółki. Rośnie również konkurencja w segmencie infrastruktury drogowej, co wymusza składanie ofert z niższymi cenami, efektem czego może spadać rentowność portfela zamówień.
5. **Ryzyko prawne** - rynek mieszkaniowy podlega w ostatnim okresie czasu dynamicznym zmianom prawnym. Niekorzystne dla banków rozstrzygnięcie kwestii kredytów frankowych może negatywnie wpłynąć na akcje kredytową, co z kolei zmniejszy popyt na mieszkania. Dodatkowo Spółka uczestniczy w wielu przetargach, które przebiegają w formie zamówień publicznych – wszelkie niekorzystne zmiany prawne oraz opóźnienia w ogłaszaniu i realizowaniu mogą wpłynąć na wyniki Spółki.
6. **Ryzyko związane z sezonowością** – budownictwo w Polsce charakteryzuje się sezonowością ze względu na możliwe przestoje zimowe. Wszelkie odstępstwa od statystycznych warunków pogodowych mogą wpływać na przebieg kontraktów, a tym samym mogą mieć wpływ na wyniki Spółki.
7. **Ryzyko związane z podwykonawcami** – Spółka część projektów realizuje przy pomocy zatrudnionych podwykonawców – w przypadku ich bankructwa, Spółka nadal odpowiada za kontrakt, a więc musi zapewnić jego ukończenie, co może wiązać się z poniesieniem większych wydatków niż początkowo zakładano.
8. **Ryzyko zmiany głównego akcjonariusza** – 59,06% udziałów Budimexu należy do hiszpańskiej Grupy Ferrovial, która nabyła większościowy pakiet akcji w 2000 roku, zostając inwestorem strategicznym. Szczyt koniunktury w polskim budownictwie przypadający na lata 2017-2018, może być argumentem za wyjściem z inwestycji, aby skupić się na rozwoju w segmencie zarządzania infrastrukturą (FB Serwis).



Tabele i prognozy

Tab. Bilans

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	3 448,2	3 686,8	3 858,2	4 713,4	4 810,2	5 113,3	5 208,2	5 211,3
Aktywa trwałe	559,8	622,2	677,5	821,2	856,2	911,2	911,2	911,2
Wartości niematerialne i prawne	3,0	4,1	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Rzeczowe aktywa trwałe	111,2	83,8	79,5	83,2	118,2	173,2	173,2	173,2
Pozostałe	445,6	534,4	593,5	734,0	734,0	734,0	734,0	734,0
Aktywa obrotowe	2 888,4	3 064,5	3 178,5	3 892,2	3 954,0	4 202,1	4 296,9	4 300,1
Zapasy	876,2	697,0	648,7	867,6	930,8	1 117,0	1 186,8	1 200,0
Należności krótkoterminowe	410,9	540,2	525,3	455,5	488,6	586,4	623,1	630,0
Środki pieniężne	1 317,7	1 658,8	1 726,7	2 184,1	2 149,5	2 113,6	2 102,1	2 085,0
PASYWA	3 448,2	3 686,8	3 858,2	4 713,4	4 810,2	5 113,3	5 208,2	5 211,3
Kapitał własny	433,1	645,2	522,5	603,1	609,0	661,3	664,5	655,2
Kapitał podstawowy	145,8	145,8	145,8	145,8	145,8	145,8	145,8	145,8
Kapitał zapasowy	234,8	87,2	87,2	87,2	87,2	87,2	87,2	87,2
Zysk skumulowany	47,6	383,6	276,1	356,0	361,8	414,2	417,3	408,1
Zobowiązania i rezerwy	3 015,1	3 041,6	3 335,7	4 110,2	4 201,2	4 452,0	4 543,7	4 556,0
Zobowiązania długoterminowe	382,4	348,0	412,6	444,2	451,0	453,7	452,4	447,2
w tym dług odsetkowy	76,0	34,4	46,3	44,6	51,3	54,0	52,8	47,5
Zobowiązania krótkoterminowe	2 632,7	2 693,6	2 923,1	3 666,0	3 750,2	3 998,3	4 091,2	4 108,8
w tym dług odsetkowy	222,1	189,5	201,2	168,0	168,0	168,0	168,0	168,0

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	6 077,7	4 749,5	4 949,9	5 134,0	5 508,0	6 609,9	7 023,0	7 101,2
<i>zmiana r/r</i>	10,2%	-21,9%	4,2%	3,7%	7,3%	20,0%	6,2%	1,1%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	-5617,8	-4354,0	-4517,3	-4641,3	-4989,5	-5996,6	-6394,1	-6479,8
Zysk ze sprzedaży	459,9	395,4	432,7	492,7	518,5	613,3	629,0	621,4
<i>marża na sprzedaży</i>	7,6%	8,3%	8,7%	9,6%	9,4%	9,3%	9,0%	8,8%
EBIT	182,4	139,2	247,3	292,2	298,5	359,9	361,2	348,1
EBITDA	233,1	168,1	270,3	314,6	325,5	388,0	389,9	377,7
<i>marża operacyjna</i>	3,0%	2,9%	5,0%	5,7%	5,4%	5,4%	5,1%	4,9%
Saldo z działalności finansowej	26,3	2,6	1,2	8,0	5,4	4,6	3,8	4,9
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	-6,1	-4,7	-5,9	-3,4	-3,3	1,9	4,5	5,9
Zysk (strata) brutto	202,6	137,2	242,6	296,8	300,6	366,4	369,6	358,9
<i>marża brutto</i>	3,3%	2,9%	4,9%	5,8%	5,5%	5,5%	5,3%	5,1%
Podatek dochodowy	-16,6	-30,0	-48,7	-60,3	-58,2	-71,7	-71,7	-70,3
Zysk (strata) netto	186,0	107,2	193,9	236,5	242,4	294,7	297,9	288,6
<i>marża netto</i>	3,1%	2,3%	3,9%	4,6%	4,4%	4,5%	4,2%	4,1%

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	-44,1	312,7	486,1	699,3	255,7	282,6	311,5	315,4
Zysk brutto	202,6	331,3	242,6	296,8	300,6	366,4	369,6	358,9
Amortyzacja	50,7	28,9	23,0	22,3	26,9	28,1	28,7	29,6
Zmiana kapitału obrotowego	-105,3	24,5	193,9	130,9	13,6	40,2	15,1	2,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-98,7	158,5	-49,0	-70,5	-61,9	-83,1	-28,7	-29,6
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-24,1	-13,6	-16,1	-31,4	-61,9	-83,1	-28,7	-29,6
Przepływy z działalności finansowej	-291,0	-154,1	-300,2	-171,5	-228,3	-235,4	-294,4	-302,8
Dywidenda	-280,1	-112,1	-302,5	-156,0	-236,5	-242,4	-294,7	-297,9
Splata kredytów netto	0,6	-8,2	-7,0	-0,3	5,0	1,0	0,9	0,3
Odstęki	-4,3	-1,5	-1,7	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-433,8	317,0	136,8	457,3	-34,6	-35,9	-11,6	-17,0
Środki pieniężne:								
na początek okresu	1740,5	1272,6	1589,6	1726,7	2184,1	2149,5	2113,6	2102,1
na koniec okresu	1306,7	1589,6	1726,7	2184,1	2149,5	2113,6	2102,1	2085,0

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



Tab. Wskaźniki finansowe

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	7,28	4,20	7,60	9,26	9,49	11,54	11,67	11,31
DPS	10,97	4,39	11,85	6,11	9,26	9,49	11,54	11,67
Dividend yield	5,6%	2,2%	6,0%	3,1%	4,7%	4,8%	5,9%	6,0%
BVPS	17,0	25,3	20,5	23,6	23,9	25,9	26,0	25,7
P/E	26,9	46,7	25,8	21,2	20,6	17,0	16,8	17,3
P/BV	11,6	7,8	9,6	8,3	8,2	7,6	7,5	7,6
P/S	0,82	1,05	1,01	0,97	0,91	0,76	0,71	0,70
P/CE	21,1	36,8	23,1	19,3	18,6	15,5	15,3	15,7
EV/EBIT	15,8	20,7	11,66	9,87	9,66	8,0	7,98	8,29
EV/EBITDA	12,4	17,2	10,67	9,17	8,86	7,4	7,40	7,64
EV/S	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
rentow ność na sprzedaży	7,6%	8,3%	8,7%	9,6%	9,4%	9,3%	9,0%	8,8%
rentow ność EBITDA	3,8%	3,5%	5,5%	6,1%	5,9%	5,9%	5,6%	5,3%
rentow ność EBIT	3,0%	2,9%	5,0%	5,7%	5,4%	5,4%	5,1%	4,9%
rentow ność netto	3,1%	2,3%	3,9%	4,6%	4,4%	4,5%	4,2%	4,1%
ROA	5,4%	2,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,8%	5,7%	5,5%
ROE	42,9%	16,6%	37,1%	39,2%	39,8%	44,6%	44,8%	44,1%
dynamika przychodów	10,2%	-21,9%	4,2%	3,7%	7,3%	20,0%	6,2%	1,1%
dynamika EBITDA	41,3%	-27,9%	60,8%	16,4%	3,5%	19,2%	0,5%	-3,1%
dynamika EBIT	35,5%	-23,7%	77,7%	18,2%	2,2%	20,6%	0,4%	-3,6%
dynamika EPS	111,8%	-42,4%	80,9%	22,0%	2,5%	21,6%	1,1%	-3,1%
dlug/aktyw a	8,6%	6,1%	6,4%	4,5%	4,6%	4,3%	4,2%	4,1%
dlug/kapitał w lasny	68,8%	34,7%	47,4%	35,2%	36,0%	33,6%	33,2%	32,9%
dlug/EBITDA	1,3	1,3	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
plynność bieżąca	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
plynność szybka	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
plynność gotów kow a	0,50	0,62	0,59	0,60	0,57	0,53	0,51	0,51
rotacja zapasów (dni)	52,6	53,6	47,8	61,7	61,7	61,7	61,7	61,7
rotacja należności (dni)	24,7	41,5	38,7	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
rotacja zobow iazań (dni)	87,0	105,7	82,4	80,8	80,8	80,8	80,8	80,8
cykl rotacji gotów ki (dni)	-9,7	-10,6	4,1	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
WACC	9,8%	9,9%	8,9%	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC	19,6%	15,4%	23,1%	30,7%	29,6%	35,2%	33,1%	31,9%
EVA (mln)	73,7	40,5	122,7	167,8	172,5	221,2	217,5	206,7
FCFF (mln)	279,6	103,6	13,4	96,7	193,2	196,4	277,5	279,1

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP



BGZ BNP PARIBAS BIURO MAKLERSKIE

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Jerzy Nikorowski	22 507 52 71	jerzy.nikorowski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bm**BGZ**.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

ei**PObm****BGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgowa) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji. Rekomendowane Spółki mogą być składnikami portfela inwestycyjnego autora rekomendacji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>