



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Budimex - 3Q'21

2021-10-27 16:12



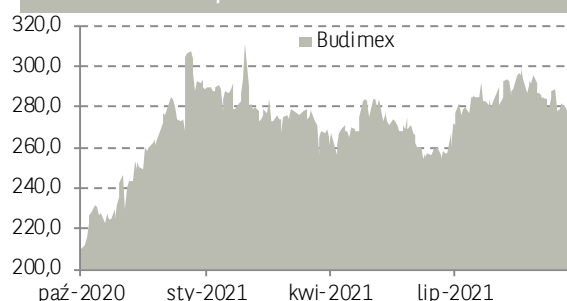
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	257,00
Kapitalizacja (mln zł)	6 561,2
Free float	44,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,9
P/E	13,0
EV/EBITDA	4,67

Notowania spółki



WYNIKI 3Q21

mln PLN	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	r/r	q/q	Kons.	różnica
Przychody	2 434,9	2 212,9	1 244,8	1 996,3	2 292,7	-5,8%	14,8%	2298,3	-0,2%
S. budowlany	2 130,3	2 027,8	1 180,1	1 848,7	2 089,4	-1,9%	13,0%		
S. usługowy	154,0	181,1	167,5	192,7	203,8	32,4%	5,8%		
Zysk brutto ze sprzedaży	274,2	335,2	96,7	278,9	213,4	-22,2%	-23,5%		
marża	11,3%	15,1%	7,8%	14,0%	9,3%				
EBITDA	248,0	306,6	99,0	250,4	177,9	-28,3%	-29,0%	--	--
marża	10,2%	13,9%	8,0%	12,5%	7,8%				
EBIT	212,7	269,3	62,8	213,6	140,0	-34,2%	-34,5%	150,6	-7,0%
marża	8,7%	12,2%	5,0%	10,7%	6,1%				
Zysk netto j. d.	146,5	202,4	41,5	158,2	101,1	-31,0%	-36,1%	116,1	-12,9%
marża	6,0%	9,1%	3,3%	7,9%	4,4%				
CFO	536,7	- 124,2	449,0	84,3	41,6				
DN/EBITDA	- 3,3	- 2,5	- 2,5	- 3,0	- 3,3				

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki 2Q21 okazały nieco poniżej konsensus rynkowego, natomiast spadki r/r wynikają w dużej części z ujęcia w 3Q20 działalności zaniechanej. Po skorygowaniu zysk brutto ze sprzedaży jest o ponad 5% wyższy r/r. Zakładamy również konserwatywne rozliczenie kontraktów budowlanych czego potwierdzeniem jest wysoki wzrost rezerw na straty, przy jednoczesnych komentarzach ze strony Zarządu jakoby indeksacja w kontraktach oraz wewnętrzne polityki dotyczące zakupów materiałów neutralizowały negatywny efekt wzrostu materiałów. Pozytywnie oceniamy wysoki portfel zleceń, który przekroczył 14 mld PLN i zawiera blisko 4,0 mld PLN kontraktów kolejowych, co dodatkowo wyróżnia spółkę na tle konkurencji w otoczeniu przedłużających się procedur z uruchomieniem nowych kontraktów w ramach inwestycji kolejowych. W najbliższych miesiącach driverem wzrostu byłaby informacja od pozytywnym zakończeniu rozmów dotyczących przydziału dla Polski środków z Funduszu Odbudowy. Pozytywnie oceniamy perspektywy spółki w średnim i długim terminie (mocny bilans, wysoki portfel zleceń, rozwój segmentu usługowego oraz inwestycje w perspektywiczne segmenty związane z rynkiem energetycznym), a dzisiejsza przecena dodatkowo uatrakcyjnia wycenę.

Wyniki 3Q'21 niższe r/r oraz nieco poniżej konsensusu rynkowego

Pozytywnie oceniamy perspektywę spółki w kolejnych kwartałach

W trzecim kwartale przychody Grupy wyniosły blisko 2300 mln PLN i okazały się o 5,8% niższe r/r. Po skorygowaniu o działalność zaniechaną dynamika wyniosła skromne 0,4% r/r. W raportowanym kwartale przychodowo ciążył nieco segment budowlany z przerobem na poziomie 2089 mln PLN, co było rezultatem

Autor: Adam Anioł, CFA



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biurowo Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



utrzymania w fazie projektowania kilku istotnych zleceń oraz oczekiwania na wydanie zezwolenia na realizację jednej z inwestycji drogowych, co odsuwa w czasie przerób na tych realizacjach. Z kolei wysokie tempo rozwoju utrzymał segment usługowy, którego sprzedaż wzrosła o ponad 30% r/r i tym samym przekroczyła 200 mln PLN – jest to najwyższy wynik w historii FBSerwis.

W 3Q21 zysk brutto na sprzedaży wyniósł 213 mln PLN i był o ponad 22% niższy r/r. Niemniej po oczyszczeniu o działalność zaniechaną dynamika +5,3% r/r. Zysk brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym wyniósł 181,6 mln PLN przy rentowności 8,7% co jest poziomem wyższym o 0,7pp r/r oraz o 0,6pp wyższym od średniej z ostatnich dwóch lat. Jednocześnie zwracamy uwagę na relatywnie wysoki przyrost pozycji rezerwy na straty na kontraktach budowlanych (+140 mln PLN), co może świadczyć o bardzo konserwatywnym rozpoznaniu wyniku z realizowanych projektów. Z drugiej strony otoczenie rosnących cen materiałów uzasadnia częściowy wzrost wspomnianej pozycji. Pod względem rentowności nieco negatywnie zaskoczył segment usługowy gdzie zysk brutto ze sprzedaży okazał się płaski r/r, co implikuje spadek rentowności powyżej 16,0% przy średniej z ostatnich dwóch lat w okolicy 20%.

Koszty SG&A wyniosły 65,0 mln PLN i znalazły się na podobnym poziomie r/r, przy czym spadek kosztów sprzedaży w związku ze sprzedażą segmentu deweloperskiego zostały zneutralizowane przez wzrost kosztów ogólnego zarządu do 62,3 mln PLN (+7% r/r). Saldo z pozostałej działalności operacyjnej obniżyło wynik o 8,4 mln PLN, gdy rok wcześniej była to pozytywna kontrybucja na poziomie 4 mln PLN. W rezultacie EBITDA wyniosła 177,9 mln PLN i była blisko 30% niższa r/r. Zysk operacyjny wyniósł 140 mln PLN przy rentowności w okolic 6,1% vs 8,7% przed rokiem.

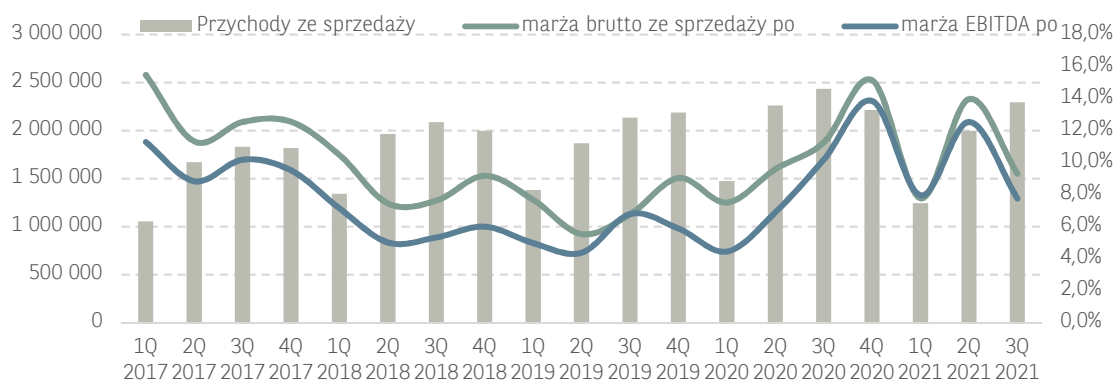
Saldo z działalności finansowej na poziomie -10,4 mln PLN było o 4,5 mln PLN wyższe r/r. Przy efektywnej stopie podatkowej w okolicy 19,4% vs 24,1% w 3Q20, wynik netto dla jednostki dominującej wyniósł finalnie 101,1 mln PLN i był o 31,0% wyższy r/r.

W 23Q21 roku przepływy operacyjne wyniosły 41,6 mln PLN vs +536,7 mln PLN rok wcześniej. W kapitale obrotowym największe zmiany miały miejsce w przypadku należności (wzrost o 63 mln PLN) oraz zobowiązań (wzrost o 32,9 mln PLN). Na koniec września spółka wykazała dług netto na poziomie 2,7 mld PLN vs 2,0 mld PLN przed rokiem.

Pozostałe informacje z raportu:

- Spółka odczuwa istotny wzrost cen materiałów, jednak dzięki mechanizmom częściowej indeksacji, a także polityce zabezpieczania cen kluczowych asortymentów, na większości projektów spółka jest stanie utrzymać zakładaną pierwotnie marżę kontraktową
- Na koniec 09'21 portfel zleceń przekroczył 14 mld PLN vs 12,9 mld PLN przed rokiem
- YTD spółka pozyskała 5,8 mld PLN nowych umów a 1,0 mld PLN znajduje się w „poczekalni” – niższa wartość r/r, ale spółka skupia się na rentowności; obecnie w dużej mierze zabezpieczony front robót do końca 2023 roku
- We wrześniu 2021 roku spółki z Grupy FBSerwis wygrały kolejny przetarg na zagospodarowanie odpadów z miasta Warszawa. Nadal prowadzone są projekty akwizycyjne, które pozwolą zwiększyć skalę działalności
- Ekspansja zagraniczna jest w toku - na rynkach niemieckim, czeskim i słowackim utworzono spółki celowe; na rynku niemieckim spółka jest na pierwszym miejscu w ramach jednego z postępowań przetargowych i czeka na wybór oferty; spodziewa się podpisania pierwszych kontraktów w 2022r.
- Spółka analizuje możliwości wejścia w nowe przedsięwzięcia, w tym w projekty farm fotowoltaicznych oraz wiatrowych, gdzie ma już doświadczenie jako generalny wykonawca

Przychody na tle rentowności





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Karolina Marczuk	22 566 97 38	karolina.marczuk@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.pl
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl
Damian Sienko	691 333 562	damian.sienko@bnpparibas.pl
Beata Skórka-Bydgoska	722 375 391	beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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 księgową) – 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





NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BNP Paribas Bank Polska 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 wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

