27 kwietnia 2011

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo

Polska

Budimex

BMEX.WA; BDX PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Q1 2011: rozwiązanie rezerw poniżej oczekiwań, ale struktura wyniku niezła

Obecna cena: 109,2 PLN; Cena docelowa: 98,2 PLN

Wynik Q1 2011, wbrew naszym oczekiwaniom, nie okazał się znacznie wyższy od konsensusu prognoz, lecz bardzo do niego zbliżony. Przyczyną odchylenia od naszej prognozy był mniejszy, niż zakładany, spadek salda rezerw na straty na kontraktach. Saldo rezerw na straty na kontraktach spadło w Q1 2011 o 38,4 mln PLN, z czego wykorzystanie szacujemy na 10 mln PLN, a rozwiązanie na 28,4 mln PLN. Nasza prognoza zakładała rozwiązanie rezerw na kwotę aż 56,7 mln PLN. Pomijając efekt rozwiązanych rezerw, wynik brutto na sprzedaży okazał się o około 12,1 mln PLN wyższy od naszych szacunków. Dawałoby to skorygowany zysk netto w Q1 2011 na poziomie 23,6 mln PLN (prognoza: 18,2 mln PLN). Cash flow operacyjny okazał się ujemny i wyniósł –782,7 mln PLN, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami, przewidującymi spadek stanów gotówki netto w Q1 2011 o 40% r/r. Przychody odsetkowe netto wyniosły 13,3 mln PLN, co przy założeniu oprocentowania odsetek na poziomie 4% rocznie, oznacza, że stany gotówkowe spadały stopniowo w Q1 2011, nie zaś nagle, tuż po zakończeniu Q4 2010. Warto też zwrócić uwagę na odpis na poziomie pozostałych kosztów finansowych na kwotę 7,5 mln PLN. Podsumowując, wyniki Q1 2011 oceniamy lekko pozytywnie. Warto jednak pamiętać, że Q1 2011 to kwartał zimowy, w którym ponadto mogły być rozliczane wybrane stare kontrakty (np. kontrakt na S8, na którym konsorcjanci Budimexu mieli problemy jakościowe). Podtrzymujemy rekomendację neutralną oraz opinię, że najbardziej istotne w kontekście wyceny Budimexu są naszym zdaniem obecnie prognozy dotyczące stanów gotówki spółki i cash flow w najbliższych kwartałach.

Wyniki Q1 2011 vs. prognoza

(mln PLN)	Q1 2011	Q1 2011P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q1 2010	Zmiana
Przychody	797,8	870,2	-8,3%	808,0	-1,3%	577,2	38,2%
Zysk brutto na sprzedaży	94,4	110,6	-14,7%	-	-	85,5	10,4%
Marża %	*11,8%*	*12,7%*	-	-	-	*14,8%*	-
EBIT	57,9	71,9	-19,5%	57,3	1,0%	67,6	-14,4%
Marża %	*7,3%*	*8,3%*	-	-	-	*11,7%*	-
Zysk brutto	57,8	79,2	-27,1%	-	-	65,7	-12,1%
Zysk netto	46,7	64,2	-27,3%	49,3	-5,4%	53,3	-12,5%

Źródło: Budimex, DI BRE Banku S.A.

Koszty ogólne wyniosły w Q1 2011 37 mln PLN (prognoza: 37,2 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,5 mln PLN (prognoza: 1,5 mln PLN). Najważniejsza pozycja pozostałych przychodów operacyjnych to rozwiązanie rezerw na zobowiązania sporne (17,1 mln PLN), zaś największa pozycja pozostałych kosztów operacyjnych to odpis z tytułu kar i odszkodowań (17,7 mln PLN).

Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły –0,1 mln PLN (prognoza: 7,4 mln PLN). Przychody odsetkowe wyniosły 14,5 mln PLN, koszty odsetek 1,2 mln PLN, prowizje od gwarancji i kredytów 3,4 mln PLN. Na poziomie działalności finansowej pojawił się odpis na 7,5 mln PLN z tytułu aktualizacji wartości udziałów w spółce Autopistas del Levante. Gotówka netto na koniec Q1 2011 wyniosła 1 054,4 mln PLN (prognoza: 1 047,2 mln PLN).

Wyniki Q1 2011 w segmentach działalności

(mln PLN)	Budownictwo	Korekta o zmianę salda rezerw	Działalność deweloperska	Pozostałe	Suma: wynik skorygowany
Wynik					
Przychody	630,7	602,3	128,9	38,2	769,4
Zysk brutto na sprzedaży	67,3	38,8	23,9	3,2	65,9
Marża %	*10,7%*	*6,4%*	*18,5%*	*8,4%*	*8,6%*
Prognoza					
Przychody	716,7	660,0	118,3	35,2	813,5
Zysk brutto na sprzedaży	89,1	32,3	18,9	2,6	53,8
Marża %	*12,4%*	*4,9%*	*16,0%*	*7,3%*	*6,6%*

Źródło: Budimex, DI BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV *- dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)*
EBIT *- Zysk operacyjny*
EBITDA *- zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją*
BOOK VALUE *- wartość księgowa*
WNDB - *wynik na działalności bankowej*
P/CE *- cena do zysku wraz z amortyzacją*
MC/S *- wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
EBIT/EV- *zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
P/E *- (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
ROE - *(Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
P/BV *- (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
Dług netto *- kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
Marża EBITDA *- EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.
DI BRE Banku S.A. jest oferującym akcje KRUK.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.