

piątek, 25 lipca 2014 | komentarz specjalny

Budimex - 2Q 2014: Wzrost wyników r/r

Rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 139,95 PLN | cena bieżąca: 119,15 PLN

BDX PW; BDXP.WA | Budownictwo, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

W Q2'14 Budimex zaskoczył pozytywnie pod względem przychodów, które wzrosły o 7% r/r. Przychody były zarazem wyższe o 12-14% od naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Wzrost przychodów miał miejsce pomimo sprzedaży spółki Danwood w drugiej połowie ubiegłego roku. Nieco słabiej prezentowała się marża brutto ze sprzedaży (spadek z 7,9% w Q2'13 do 7,7% w Q2'14). Marża jest również niższa od naszych prognoz i konsensusu. Za niższą marżę w Q2'14 odpowiada segment budowlany. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że po pierwszych 6 miesiącach 2014 roku marża brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego wynosi 8,2% (vs. 7,2% w H1'13), co jest wyższym poziomem niż w większości spółek z branży. Zysk operacyjny Budimeksu wyniósł w Q2 57,5 mln PLN, co jest wynikiem lepszym o 25% od naszych prognoz i zarazem 8% wyższym od konsensusu. Zysk netto (44,2 mln PLN) okazał się o 20% wyższy od naszych prognoz i o 3% wyższy od konsensusu. Gotówka netto na koniec czerwca wyniosła 913 mln PLN vs. 640 mln PLN na koniec czerwca 2013 r. Wzrost poziomu gotówki nastąpił pomimo wypłaty bardzo wysokiej dywidendy w wysokości 302 mln PLN.

Poprawa wyników, jak również poprawa pozycji gotówkowej w Q2'14 były zapowiadane przez zarząd. Odchylenie zysków od konsensusu nie było znaczne, dlatego nie spodziewamy się reakcji rynku na wyniki zaraportowane przez spółkę. Na pierwszy rzut oka niepokojący wydaje się spadek portfela zamówień Budimeksu do 3,9 mld PLN vs. 5,4 mld PLN na koniec czerwca 2013 r. W Q2'14 Budimex informował o złożeniu najkorzystniejszych ofert w wielu nowych kontraktach, których podpisanie przesunęło się na Q3'14 (między innymi kontrakt w Turowie na ponad 700 mln PLN), dlatego spadek portfela powinien być tymczasowy. W H1'14 Budimex zrealizował 48% naszych całorocznych prognoz przychodów i 54% całorocznych prognoz zysku netto. Podtrzymujemy nasze prognozy i rekomendację akumuluj.

Wyniki Q2 2014 vs. prognoza

(mln PLN)	Q2 2014	Q2 2013	zmiana	Q2 2014P	różnica	kons. PAP	różnica	H1 2014	H1 2013	zmiana
Przychody	1 319,1	1 234,6	6,8%	1 158,1	13,9%	1 181,6	11,6%	2 153,1	2 087,7	3,1%
EBITDA	62,9	53,7	17,2%	51,6	21,9%	57,6	9,3%	121,5	103,5	17,4%
marża EBITDA	4,8%	4,4%	-	4,5%	-			5,6%	5,0%	-
EBIT	57,5	46,0	24,9%	46,2	24,5%	53,4	7,6%	110,0	88,6	24,1%
Zysk brutto	55,8	44,1	26,6%	45,5	22,7%			110,2	87,2	26,3%
Zysk netto	44,2	32,8	34,5%	36,8	19,8%	43,0	2,7%	86,9	67,8	28,2%

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Budimex, PAP

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 Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. 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 poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszkoo, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszkoo, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergracoin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszkoo, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Capital Park, Vistal. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny 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.

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mdm.pl

strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc

wicedyrektor

tel. +48 22 438 24 02

kamil.kliscz@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 438 24 05

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mdm.pl

media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała

tel. +48 22 438 24 04

piotr.zybala@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

**Departament sprzedaży
instytucjonalnej:**

Piotr Gawron

dyrektor

tel. +48 22 697 48 95

piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

Departament analiz

ul. Senatorska 18

00-075 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl