

**Budownictwo**

Polska

Budimex

BDX PW; BMEX.WA

Akumuluj

(Niezmieniona)

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

Wyniki bliskie oczekiwań, czekamy na dywidendę

Obecna cena: 80,5 PLN; Cena docelowa: 98,1 PLN

Wyniki Budimexu za Q1 2012 są zbliżone do naszych oczekiwań. Saldo rezerw na straty na kontraktach spadło w Q1 2012 o 23,8 mln PLN. Spadek jest niewielki - sądzymy, że wynika on z wykorzystania rezerw. Saldo rezerw na naprawy gwarancyjne wzrosło o 10,6 mln PLN, do 161 mln PLN. Podtrzymujemy opinię, że polityka tworzenia rezerw Budimexu jest bardzo konserwatywna i zapewnia utrzymanie dobrych wyników przez najbliższe kwartały. Portfel zamówień Budimexu na koniec Q1 2012 wyniósł 8,1 mld PLN. W samym Q1 2012 Budimex pozyskał zamówienia warte jedynie 0,5 mld PLN. Praktycznie wszystkie istotne kontrakty to budownictwo kubaturowe. Brak pozyskania zleceń drogowych nie powinien zaskakiwać - prawie wszystkie kontrakty, finansowane w oparciu o fundusze UE na lata 2007-2013, zostały już rozdane. Więcej nowych kontraktów pojawi się w 2013 roku (perspektywa UE 2014-2020). Budimex w Q1 2012 przedsprzedał 98 mieszkań (efektywność sprzedaży: 11,7%). Nie jest to najlepszy wynik - liczymy na poprawę w Q2 2012. Przepływy operacyjne w Q1 2012 wyniosły -856,3 mln PLN (Q1 2011: -782,7 mln PLN). Gotówka netto na koniec Q1 2012 spadła do 784 mln PLN (prognoza DI BRE: 750 mln PLN). Podsumowując, wyniki Q1 2012 są zgodne z oczekiwaniami. Rynek czeka na wypłatę dywidendy, na rekomendowanym poziomie 10,97 PLN/akcję (yield: 13,2%). 26 kwietnia 2012 odbędzie się NWZA w sprawie dywidendy. Proponowany dzień dywidendy to 11 czerwca 2012, zaś dzień wypłaty dywidendy: 25 czerwca 2012. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj oraz prognozy - z których najważniejsze są prognozy bilansu spółki.

Wyniki Q1 2012 vs. prognoza DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	Q1 2012	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica
Przychody	1 083,3	1 012,9	7,0%	1 043,0	3,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	77,8	79,4	-	-	-
%	7,2%	7,8%	-	-	-
EBIT	37,2	36,2	2,8%	36,5	2,0%
%	3,4%	3,6%	-	3,5%	-
Zysk brutto	48,4	45,2	7,0%	-	-
Zysk netto	37,1	36,6	1,2%	35,6	4,1%
%	3,4%	3,6%	-	3,4%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex, PAP

Koszty ogólne wyniosły w Q1 2012 49,6 mln PLN (Q1 2011: 41,6 mln PLN). Wzrost kosztów ogólnych to wynik akwizycji PNI. PNI, podobnie jak inne spółki kolejowe, generuje w pierwszym kwartale bardzo niewielkie przychody (efekt sezonowości). Wynik na wycenie instrumentów pochodnych wyniósł +6,8 mln PLN - związany jest on z działalnością spółki w Niemczech (podwykonawstwo, domy modułowe). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 2,2 mln PLN (prognoza: -1,5 mln PLN), zaś pozostałe przychody finansowe netto 11,2 mln PLN (prognoza: +9 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 23,4%.

Wyniki Q1 2012 w segmentach działalności

	Budownictwo	Sprzedaż mieszkań	Działalność pozostała	Suma
Q1 2012				
Przychody	993,0	31,7	58,7	1 083,3
Zysk brutto	64,7	6,2	6,8	77,8
Marża	6,5%	0,0%	11,7%	7,2%
Q1 2012P				
Przychody	915,3	50,0	47,5	1 012,9
Zysk brutto	64,1	11,0	4,3	79,4
Marża	7,0%	22,0%	9,0%	7,8%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex

Działalność lobbingowa przyniesie skutek?

Na zebraniu Komisji Sejmowej Infrastruktury, 28 marca, Budimex zaprezentował wyniki na wybranych kontraktach drogowych, m.in. stratę na jednym z odcinków A4 w kwocie 150 mln PLN. Straty te pokryte są utworzonymi rezerwami. Widać jednak, że Budimex zaczyna prowadzić działalność lobbingową, mającą na celu wprowadzenie indeksacji cen w kontraktach, zmianę kryterium ocen ofert, możliwe uznanie roszczeń wykonawców (Budimex nie księguje ich w wynikach). Zapis obrad komisji można obejrzeć na stronie:

http://www.sejm.gov.pl/Sejm7.nsf/transmisje_arch.xsp?unid=0BA9A4F6F82FDB9DC12579C9003BE5E3.



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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 Zybala 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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@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

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 stanowił 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, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, Rubikon Partners NFI, Solar, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, Solar.

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.