

22 marca 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Budimex

BMEX.WA; BDX.PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

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

Wyniki Q4 2009 - znowu rezerwy obniżają wynik**Obecna cena 90,7 PLN, Cena docelowa 82,5 PLN**

Budimex już w II połowie lutego opublikował wybrane dane dotyczące wyników 2009 roku, teraz jednak ukazał się raport roczny, zawierający wszystkie pozycje rachunku zysków i strat oraz bilansu. O ile główne pozycje rachunku wyników w stosunku do komunikatu nie uległy zmianie, o tyle w raporcie można doszukać się zaskoczeń pozytywnych. Zmiana salda rezerw na straty na kontrakty w Q4 2009 wyniosła 62,4 mln PLN. Gdyby rezerwy na straty na kontrakty nie były w Q4 2009 tworzone, EBIT w Q4 wyniósłby 112,7 mln PLN, wynik netto zaś aż 98 mln PLN. Po drugie, na koniec 2009 roku spółka była w stanie wygenerować bardzo dużą pozycję gotówkową (1,13 mld PLN, pomimo płatności za udziały Budimex Nieruchomości). Cash flow operacyjny w Q4 2009 wyniósł aż 652,4 mln PLN. Zaskoczenie pozytywne w poziomie gotówki na koniec 2009 roku było częściowo oczekiwane (prezes zapowiadał ponad 1 mld PLN gotówki na koniec roku). Duży napływ gotówki wynika głównie z zaliczek otrzymanych od GDDKiA, a także spadku należności. Podtrzymujemy opinię, że nawet w krótkim terminie utrzymanie tak dużych dodatnich stanów gotówkowych, kosztem opóźnionych rozliczeń z podwykonawcami i zaliczek, nie jest możliwe. Oczekujemy negatywnego cash flow w kolejnych kwartałach. Z tego względu, negatywnie oceniamy plany wypłaty dywidendy w wysokości 100% zysku jednostkowego spółki za rok 2010 (173,7 mln PLN, yield = 7,7%). Uważamy, że dywidenda istotnie może ograniczyć rozwój działalności deweloperskiej. Prognozy wyników Budimexu będą w najbliższym czasie podlegać aktualizacji. W przeglądzie miesięcznym, pomimo niewielkiego potencjału wzrostowego kursu, podtrzymaliśmy rekomendację akumuluj. Decyzję tłumaczyliśmy koniecznością ujęcia w wynikach złożenia przez spółkę najkorzystniejszych ofert w wybranych przetargach drogowych. Z uwagi na wzrost kursu spółki, znacznie przekraczający naszą cenę docelową, nie wykluczamy jednak obniżenia w przyszłości rekomendacji dla Budimexu.

Przychody były zgodne z oczekiwaniami. Marża brutto ze sprzedaży okazała się niższa niż nasze oczekiwania (prognoza: 12,4%, jest: 9,4%). Spółka w Q4 2009 utworzyła rezerwy na straty na kontraktach na kwotę 62,4 mln PLN. Gdyby rezerwy te nie zostały utworzone, marża brutto na sprzedaży wyniosłaby aż 17,4%. W podziale na segmenty działalności (tabela na następnej stronie), zaskakuje marża na działalności deweloperskiej (jest: 48,7% brutto na sprzedaży, prognoza: 26%). Wysoka marża z działalności deweloperskiej to prawdopodobnie efekt sprzedanych po wysokiej cenie mieszkań w projekcie Inflancka.

Koszty ogólne w Q4 2009 wyniosły 37,6 mln PLN (prognoza: 47,3 mln PLN, Q3: 37,8 mln PLN). Brak wzrostu kosztów ogólnych, charakterystycznego dla Q4 2009 jest dla nas pozytywnym zaskoczeniem. Spodziewaliśmy się, że podobnie jak w Q4 2008, spółka na koniec Q4 2009 wypłaci duże premie. Nie można wykluczyć, że nasza kalkulacja kosztów zarządu w Q4 2009, na podstawie raportu rocznego, jest nieprecyzyjna. W 3Q 2009 Budimex, na poziomie kosztów zarządu, notował wyłączenia konsolidacyjne na poziomie 4,5 mln PLN. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 3,4 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości 1,5 mln PLN). Strata na wycenie instrumentów pochodnych wyniosła 10,3 mln PLN (prognoza: 10,2 mln PLN).

Pomimo niższego EBIT, spółka była w stanie nadrobić różnicę dużymi pozostałymi przychodami finansowymi netto. Przychody finansowe netto wyniosły w Q4 2009 13,7 mln PLN (prognoza: 3,0 mln PLN). Różnica w prognozie i wyniku to m.in. brak ujemnych różnic kursowych w Q4 2009 (prognoza: 5,1 mln PLN), a także efekt wyższych niż oczekiwane przychodów odsetkowych (wyższe niż zakładane stany gotówki na koniec Q4 2009). Efektywna stopa podatkowa w Q4 2009 wyniosła 24,4%, zysk netto zaś 47,7 mln PLN (prognoza: 48,9 mln PLN). Wyniki Q4 2009 oceniamy pozytywnie.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Wyniki Q4 2009	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus prognoz	Różnica	Wyniki Q4 2009 z wył. rezerw	Prognoza DI BRE	Różnica
Przychody ze sprzedaży	785,7	782,0	0,5%	851,0	-7,7%	785,7	782,0	0,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	74,2	97,0	-23,4%	-	-	136,7	97,0	41,0%
Marża %	9,4%	12,4%	-	-	-	17,4%	12,4%	-
EBIT	50,3	58,1	-13,4%	51,4	-2,1%	112,7	58,1	94,2%
Marża %	6,4%	7,4%	-	6,0%	-	14,3%	7,4%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	63,2	61,1	3,5%	-	-	125,7	61,1	105,8%
Marża %	8,0%	7,8%	-	-	-	16,0%	7,8%	-
Zysk netto	47,7	48,9	-2,4%	43,5	9,6%	98,3	48,9	101,1%
Marża %	6,1%	6,2%	-	5,1%	-	12,5%	6,2%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex



Wyniki Q4 2009 w segmentach działalności

(tys. PLN)	Q4 2009P	Q4 2009
Budownictwo		
Przychody	700 000	713 527
Wynik brutto	81 200	64 922
%	11,6%	9,1%
Deweloperka		
Przychody	50 000	32 068
Wynik brutto	13 000	15 609
%	26,0%	48,7%
Pozostała		
Przychody	32 000	41 759
Wynik brutto	2 496	-6 293
%	7,8%	-15,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, LW Bogdanka.

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.