

28 kwietnia 2010

Komentarz specjalny



Budownictwo

Polska

Budimex

BMEX.WA; BDX.PW

Sprzedaj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Q1'10: zgodnie z prognozą, ale lepiej niż konsensus

Obecna cena 98,4 PLN, Cena docelowa 85,1 PLN

Budimex zaprezentował wyniki Q1 2010, które są zbliżone do naszej prognozy, ale lepsze od konsensusu. Odchylenia prognozy od konsensusu wynikać mogą z niższej uwzględnionej w wycenie rentowności brutto na sprzedaży, wyższych prognozowanych kosztów zarządu lub niższej oczekiwanej dodatniej wyceny instrumentów pochodnych. W stosunku do naszych prognoz wyższy EBIT, mimo niższych niż oczekiwane przychodów to efekt lepszego wyniku z działalności deweloperskiej, niższych kosztów zarządu i rozwiązanych rezerw na kontrakty (9,7 mln PLN). Dobry wynik z działalności deweloperskiej to prawdopodobnie efekt korzystnej struktury przekazanych mieszkań (lokale z wysoko marżowych projektów). Zaskakuje nas niska rentowność działalności budowlanej (7,7% brutto, 8,2% po korektach). Jest to marża typowa dla branży w długim terminie, w krótkim terminie jednak, ze względu na realizację starych, wysoko rentownych zleceń oczekiwaliśmy lepszego wyniku. Liczyliśmy, że w Q1 2010, ze względu na niski udział nowych kontraktów w przychodach (efekt zimy), rentowność budownictwa będzie o około 5 pkt. procentowych wyższa. Korygując wynik Q1 2010 o efekt rozwiązanych rezerw (9,7 mln PLN zaliczone w wynik brutto ze sprzedaży), otrzymujemy EBIT na poziomie 57,9 mln PLN i zysk netto na poziomie 45,7 mln PLN. Uwagę zwraca też ujemny cash flow operacyjny (-394 mln PLN, wynik spadku zobowiązań o około 200 mln PLN i zaliczek o około 150 mln PLN). Oczekujemy utrzymania tendencji spadkowej w kolejnych kwartałach. Spółka nadal utrzymuje zbyt wysokie poziomy zobowiązań w porównaniu do poziomów należności na tle branży. Wyniki Q1 2010 oceniamy neutralnie. Podtrzymujemy nasze prognozy całoroczne i rekomendację negatywną. Głównymi podstawami negatywnej rekomendacji są: oczekiwany negatywny cash flow oraz agresywna akwizycja kontraktów, rodząca ryzyko spadku marż w działalności budowlanej (nowe kontrakty będą stanowiły gros przychodów już od II połowy 2010 roku).

Wyniki Q1 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	Wyniki Q1 2010	Wyniki Q1 2009	Zmiana	Wyniki Q1 2010	Prognoza DI BRE	Wyniki vs. prognozy DIBRE	Konsensus prognoz	Wyniki vs. konsensus
Przychody ze sprzedaży	577,2	681,4	-15,3%	577,2	600,7	-3,9%	548,3	5,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	85,5	148,1	-42,3%	85,5	81,5	4,9%	-	-
Marża %	14,8%	21,7%	-	14,8%	13,6%	-	-	-
EBIT	67,6	38,2	76,8%	67,6	63,1	7,2%	44,3	52,5%
Marża %	11,7%	5,6%	-	11,7%	10,5%	-	8,1%	-
Zysk netto	53,3	40,1	32,9%	53,3	50,4	5,9%	41,5	28,4%
Marża %	9,2%	5,9%	-	9,2%	8,4%	-	7,6%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex

Przychody w Q1 2010 spadły r/r o 15,3% i są o 3,9% niższe od naszych założeń. Odchylenie na minus występuje w ramach działalności budowlanej, wyższe są za to przychody z działalności deweloperskiej. Marże w segmentach są różne od naszych założeń. Zakładaliśmy 16% marży brutto z działalności deweloperskiej, spółka wygenerowała 24%. Uważamy, że przyczyną wyższej marży jest korzystna struktura przekazywanych lokali (przekazywane mieszkania z projektów wysoko marżowych). Znacznie niższa niż nasze założenia jest za to marża z działalności budowlanej. Wyniosła ona 7,7%, podczas gdy oczekiwaliśmy 12,9%. W wyniku Q1 2010 wystąpiły dodatnie wyłączenia na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży, które naszym zdaniem należy alokować do działalności budowlanej (prawdopodobnie jest to marża na pracach wykonanych dla Budimexu nieruchomości). Skorygowany wynik brutto wynosi 38,3 mln PLN (marża: 10,7%). Warto zwrócić uwagę na ruchy na rezerwach, zaliczane w poczet marży brutto za sprzedaży. W Q1 2010 rozwiązania rezerw netto wyniosły 9,7 mln PLN. Wynik brutto na sprzedaży skorygowany o oba efekty to 28,6 mln PLN (porównywalna marża brutto na poziomie 8,2%). Poziom marży jest typowy dla działalności budowlanej w długim terminie, ale niższy od naszych krótkoterminowych oczekiwań (12,9%). Zakładaliśmy, że silna zima mocno opóźni rozpoczęcie nowych kontraktów o niższej marży, w efekcie, decydujący wpływ na wyniki Q1 2010 miałyby stare, wysoko marżowe zlecenia.

Wyniki Q1 2010 w segmentach działalności (W-wynik, P-prognoza)

	Przychody (W)	Zysk brutto (W)	Rentowność (W)	Przychody (P)	Zysk brutto (P)	Rentowność (P)
Budownictwo	357,2	27,6	7,7%	387,0	49,8	12,9%
Deweloperka	198,8	47,7	24,0%	183,8	29,4	16,0%
Pozostała działalność	21,2	-0,4	-2,0%	30,0	2,3	7,5%
Wyłączenia		10,6				
Suma	577,2	85,5	14,8%	600,7	81,5	13,6%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex

Poniżej prezentujemy korektę przychodów i marży brutto ze sprzedaży o efekt rozwiązanych w Q1 2010 rezerw na kontrakty i gwarancje (9,7 mln PLN).

Wyniki Q1 2010 skorygowane o efekt rozwiązanych rezerw vs. prognoza

(mln PLN)	Wyniki Q1 2010	Prognoza DI BRE	wybiki vs. prognoza DI BRE	Wyniki Q1 2010 ex rezerwach	Wyniki ex ruchy na rezerwach vs. prognoza DI BRE
Przychody ze sprzedaży	577,2	600,7	-3,9%	567,5	-5,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	85,5	81,5	4,9%	75,8	-7,0%
Marża %	14,8%	13,6%	-	13,4%	-
EBIT	67,6	63,1	7,2%	57,9	-8,2%
Marża %	11,7%	10,5%	-	10,2%	-
Zysk netto	53,3	50,4	5,9%	45,7	-9,3%
Marża %	9,2%	8,4%	-	8,0%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex

Koszty ogólne w Q1 2010 wyniosły 32,6 mln PLN (prognoza: 36 mln PLN, Q1 2009: 35,4 mln PLN). Spadek kosztów ogólnych to wiadomość pozytywna, w kolejnych kwartałach oczekujemy jednak wyższych kosztów (konsekwencja wzrostu przychodów, rozwoju działalności). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 1,5 mln PLN (prognoza: 0,5 mln PLN). Duży wpływ na pozostałe przychody operacyjne miały: odszkodowania (16,1 mln PLN) i wynik na zbyciu składników aktywów trwałych (2,2 mln PLN). Na pozostałe koszty operacyjne wpływają rezerwy na kary i odszkodowania (16,6 mln PLN) i wypłacone odszkodowania (1,1 mln PLN). Dodatnia wycena instrumentów pochodnych wyniosła 16,3 mln PLN (prognoza: 18,2 mln PLN).

Saldo pozostałej działalności finansowej wyniosło -1,1 mln PLN (prognoza: -1,2 mln PLN). Spółka wygenerowała 11,1 mln PLN przychodów odsetkowych. Na poziomie kosztów finansowych główne pozycje to: 4,65 mln PLN kosztów z tytułu odsetek, 3,9 mln PLN kosztów z tytułu prowizji od gwarancji i kredytów, 2,6 mln PLN z tytułu dyskonta długoterminowych zobowiązań i zobowiązań z tytułu kaucji, 0,9 mln PLN z tytułu negatywnych różnic kursowych. Udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności wyniósł -0,8 mln PLN (prognoza: +0,25 mln PLN). Zapłacony podatek jest zbliżony do naszych oczekiwań (12,4 mln PLN, prognoza: 11,8 mln PLN).

Dodatkowo warto zwrócić uwagę na ujemny cash flow operacyjny. Wyniósł on w Q1 2010 -394 mln PLN. Gotówka na bilansie spadła o 411,2 mln PLN. Główną przyczyną spadku pozycji gotówkowej był spadek zobowiązań handlowych (o około 200 mln PLN) i zaliczek (o około 150 mln PLN). Spadek stanów gotówkowych jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Oczekujemy kontynuacji tendencji i negatywnego cash flow operacyjnego w Q2 2010 i Q3 2010. Poziom należności w stosunku do zobowiązań na tle branży jest nadal zdecydowanie zbyt niski w Budimexie. Zjawisko to związane jest z realizacją starych kontraktów budowlanych.



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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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, Mondy, 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, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin 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 Klima, 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.