

Budimex

25 stycznia 2010

(tłumaczenie)

Budownictwo

Stopa zwrotu	1m	3m	12m
Absolutna	7%	-8%	38%
Relatywna do WIG20	5%	-9%	-7,6%
Max/ min. (12-mies.)	83,80/ 52,30 PLN		
Reuters	BMEX.WA		
Bloomberg	BDX.PW		
Kapitalizacja (mln EUR)	491,1m		
Następne wydarzenie w spółce:	24 lutego 2010 - publikacja wyników za 2Q09		
PLN / EUR	4,01		

Kurs 77,30 PLN *
Wycena 73,86 PLN

Trzymaj
 (podtrzymanie)

FY/e 31.12 (mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P
Sprzedaż	3 350,0	3 322,5	3 691,5	3 960,8
EBITDA	134,2	241,3	229,8	201,2
EBIT	112,2	216,2	202,7	171,8
Zysk netto	104,7	183,4	174,0	152,6
EPS (PLN)	4,1	7,2	6,8	6,0
C/Z (x)	18,8	10,8	11,3	12,9
Dywid. na akcję (PLN)	0,0	5,8	5,7	5,5
Stopa dywidendy (%)	0,0%	7,6%	7,4%	7,1%
EV/EBITDA (x)	11,8	6,9	6,7	7,4

Źródło: KBC Securities

*kurs zamknięcia z 22/01/2010

Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj dla spółki. W sobotę Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad (GDDKiA) poinformowała, że został anulowany kontrakt o wartości 5,8 mld zł z joint venture Autostrada Południe na budowę odcinka Stryków-Pyrzowice (180 km) autostrady A1 z uwagi na fakt, że Autostrada Południe (Budimex wraz ze swoją spółką zależną Ferrowial są jej udziałowcami) nie zapewniła w terminie (który upłynął 22 stycznia) finansowania projektu. Budimex, który miał 50% udział w kontrakcie, zamierza wziąć udział w ponownym przetargu, który zostanie prawdopodobnie ogłoszony w ciągu najbliższych kilku tygodni. Jednakże obniżyliśmy prognozy EBITDA na lata 2011-2016 (w 2011 o 5,1% do 201 mln zł, -12,4% r/r), ponieważ wcześniej uwzględniliśmy 50% prawdopodobieństwo, że spółka zorganizuje finansowanie w terminie. Nasza wycena walorów spółki spadła o 5,2% do 73,86 zł na akcję, co implikuje 4,4% potencjału spadkowego.

Rekomendacja Trzymaj podtrzymana

- **Utrata kontraktu.** Niemożność zdobycia środków przez konsorcjum Autostrada Południe na finansowanie budowy odcinka Stryków-Pyrzowice autostrady A1 jest niewątpliwie ciosem dla Budimeksu, gdyż spółka była odpowiedzialna za połowę prac budowlanych przy tej inwestycji. Informacja skłoniła nas do obniżenia prognoz EBITDA dla spółki na lata 2011-2012. Wcześniej wskazywaliśmy możliwość obniżenia prognoz o 8,2% w przypadku utraty kontraktu. Różnica bierze się z przyjęcia przez nas założenia, że spółka może ponownie zgłosić swoją ofertę w nowym przetargu, który ogłosi GDDKiA.
- **Beneficjent inwestycji publicznych.** Uważamy, że powodem utraty kontraktu były problemy w pozyskaniu finansowania przez Autostradę Południe. Doświadczenie Budimeksu w budowie dróg, techniczne zaplecze i referencje powinny umożliwić spółce czerpanie korzyści z inwestycji infrastrukturalnych, których wartość w latach 2010-2012 jest prognozowana na 57,7 mld zł.
- **Spadną marże.** Rosnąca konkurencja przy publicznych przetargach w segmencie budowy dróg prawdopodobnie uderzy w przyszłości w marżę spółki. Oczekujemy spadku marży w tym segmencie z 11,7% w 2008 roku do 7,8% w 2011 roku. W ponownym przetargu może dojść do zaostżenia konkurencji, w efekcie czego spółka może agresywniej walczyć, aby zdobyć kontrakt.
- **Ożywienie na rynku nieruchomości.** Po nabyciu 50% udziału w spółce Budimex Nieruchomości, spółka znajduje się w dogodnym położeniu, aby stać się beneficjentem oczekiwanego ożywienia na rynku mieszkaniowym. Jednakże presja na ceny mieszkań prawdopodobnie wpłynie na rentowność w średnim terminie.

Lucian Albuлесcu, CFA

+40 21 408 42 19

lucian.albuлесcu@kbcsecurities.ro

Robert Maj

+48 22 581 08 24

robert.maj@kbcsecurities.pl

Cezary Bernatek

+48 22 581 08 20

cezary.bernatek@kbcsecurities.pl

- **Uzasadnione dyskonto – wolimy Polimex i PBG.** Budimex (7,4x EV/EBITDA na 2011P) jest notowany zgodnie ze średnią sektora. Uważamy, że uzasadnione jest dyskonto ze względu na brak ekspozycji na atrakcyjne niszowe segmenty (energetyka). Ponadto spółka odczuwa presję na marże związane z dużą ekspozycją na budownictwo drogowe. Bardziej podobają nam się spółki Polimex i PBG.

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
P/E = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje dla spółki Budimex wydane przez KBC Securities

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Budimex	77,90	80,90	Trzymaj	21 stycznia 2010
Budimex	73,86	77,30	Trzymaj	25 stycznia 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

22 Kupuj	40%
13 Trzymaj	30%
9 Sprzedaj	20%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

Makroekonomia

Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
------------	------------------	-----------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright © 2010 KBC Securities