

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

Budimex pokazał dobre wyniki za 1Q'16 (EBITDA 69 mln PLN, +32% r/r, 22% powyżej konsensusu). Spółka ma także rekordowy w historii portfel na poziomie 9,1 mld PLN. Entuzjastycznej reakcji kursu jednak zabrakło. Naszą uwagę przykuwa kilka negatywnych sygnałów, które pojawiły się w ostatnim czasie. I) Zdaniem spółki rentowność w segmencie budowlanym z 1Q'16 (9,7%) będzie trudna do powtórzenia w kolejnych okresach. II) Ostatnie tygodnie przyniosły dynamiczne odbicie cen surowców i materiałów (m.in. ropa, wyroby stalowe). III) Spółka sygnalizuje, że odczuwa presję na płace. IV) Rynek dużych przetargów drogowych i kolejowych z nowej perspektywy UE jest obecnie zamrożony (zakładamy, że przetargi ruszą najwcześniej na przełomie 3/4Q'16). Rekordowy backlog Budimexu oraz rozpędzanie się realizacji już podpisanych umów w segmencie drogowym niebezpiecznie zbiega się z mocnymi wzrostami na rynku surowcowym, które można obserwować od 1Q'16. Część ekspozycji spółka była w stanie zahedgować w poprzednich okresach, zawiązano także rekordowy poziom rezerw. Wiele kontraktów kończy się jednak dopiero w 2018/19. Bieżąca wycena ($P/E'16=17,3x$ wg naszych prognoz) wskazuje, że oczekiwania rynku w kwestii przyszłej ścieżki wyników są dość wymagające. Tymczasem w naszej opinii czynnika ryzyka w średnim terminie przeważają nad polem do pozytywnych zaskoczeń. Zmieniamy nasze zalecenie z Trzymaj na Redukuj. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 170,1 PLN (uwzględnia odcięcie DPS=8,1 PLN – dzień dywidendy ustalono na 6 maja).

Konsensus po stronie przychodowej (2016: 5,9 mld PLN, 2017: 6,8 mld PLN) naszym zdaniem jest dość wyśrubowany. Natomiast na poziomie zysku netto na najbliższe lata prognozy są bardzo rozstrzelone (2016: 227-328 mln PLN; 2017: 251-361 mln PLN na bazie Bloomberg). Zarówno od strony przychodowej jak i marżowej dostrzegamy czynniki ryzyka. Spółka historycznie ma „w zwyczaj” pozytywnie zaskakiwać rynek. Nawet biorąc pod uwagę, że zrealizowała w latach 2016-17 roku zysk netto z górnych widełek konsensusu, to $P/E'16=15,3x$ a $P/E'17=13,9x$, co nadal nie czyni wyceny nadzwyczaj atrakcyjną (krajowe spółki mają $P/E'17=11-12x$, zagraniczne $P/E'17=14x$).

Backlog spółki po 1Q'16 jest rekordowy i wynosi 9,1 mld PLN. Widzimy szansę, że po 2Q'16 będzie być może nawet minimalnie wyższy, jeśli spółka podpisze umowy, gdzie ma złożone najlepsze ceny. Perspektywy na dalszą część roku są jednak dość mgliste. Dużych przetargów organizowanych przez GDDKiA, w których w 2016 roku otwarto oferty cenowe jest na razie minimalna ilość (jedynie dwa odcinki S7; wobec >50 odcinków w 2015 roku). Po zmianie władzy na szczeblu rządowym oraz GDDKiA trwa proces aktualizacji programu budowy dróg na lata 2014-23. Z dotychczas prowadzonego procesu przetargowego wynika, że program nie ma finansowania na cały zakres rzeczowy (według naszych szacunków brakuje ok 40-50 mld PLN brutto w cenach ofertowych, według rządu nawet 100 mld PLN). Z ostatnich wypowiedzi wynika, że przetargi miałyby na nowo ruszyć jesienią – do tego czasu musi się rozstrzygnąć się jakie są możliwe cięcia po stronie kosztowej oraz możliwości zwiększenia strony wydatkowej. Zastój na razie panuje także w PKP PLK, do widać m.in. w danych o kontrybucji kolei do ujemnej dynamiki budownictwa w 1Q'16. Procesy przetargowe pozostają nadal na bardzo wczesnych etapach.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	4 949,9	5 134,0	5 662,3	6 237,7	6 600,7	6 450,4
EBITDA [mln PLN]	270,3	314,6	377,1	419,2	427,2	395,6
EBIT [mln PLN]	247,3	292,2	353,6	395,9	401,9	366,9
Zysk netto [mln PLN]	192,0	235,8	288,9	321,7	323,7	294,2
Gotówka netto	1 759,0	2 345,7	2 417,5	2 405,9	2 027,4	1 717,3
P/BV	9,6	8,3	7,3	6,6	6,8	7,1
P/E	26,1	21,2	17,3	15,6	15,5	17,0
EV/EBITDA	12,0	8,5	6,9	6,2	7,0	8,3
EV/EBIT	13,1	9,1	7,3	6,6	7,4	9,0
DPS [PLN/akcję]	11,9	6,1	8,1	9,9	13,5	12,7

REDUKUJ

(POPPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 170,1 PLN

29 KWIECIEŃ 2016

Wycena DCF [PLN]	171,7
Wycena porównawcza [PLN]	166,4
Wycena końcowa [PLN]	170,1
Potencjał do wzrostu / spadku	-13,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	196,0
Kapitalizacja [mln PLN]	5 003,9
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	216,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	178,4
Stopa zwrotu za 3 mc	2,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	7,2%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	59,1%
Aviva OFE	6,7%
Pozostali	34,2%

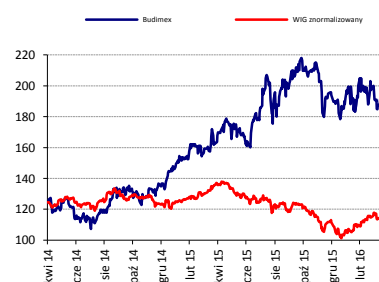
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	8
STRONA KOSZTOWA.....	11
WYNIKI ZA 1Q'16 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Budimex opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 171,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018, dała wartość 1 akcji na poziomie 166,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego). Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych (waga 50% w wycenie porównawczej) a także europejskich spółek budowlanych (50%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 170,1 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	171,7
Wycena metodą porównawczą	30%	166,4
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	159,2
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	173,5
Wycena 1 akcji Budimexu [PLN]		170,1

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Przyjmujemy, że 2016 rok dla branży budowlanej w Polsce będzie jednak dość trudny, co pokazują już odczyty za 1Q'16 – w segmencie inżynieryjnym spadła kontrybucja wszystkich działów poza drogami. W segmencie kubaturowym dobrze radzą sobie jedynie mieszkaniówka oraz obiekty handlowe. Odczuwalne jest opóźnienie w rozdysponowaniu nowego budżetu UE. Dodatkowo rozstrzyganie nowych przetargów drogowych także zostało zamrożone co najmniej do jesieni. Zakładamy, że budownictwo powróci na ścieżkę wzrostu dopiero w 2017 roku. Kilku procentowe wzrosty a w latach 2018-20 osiągnie swój cykliczny szczyt (najwyższe nakłady na drogi przyjmujemy w roku 19, a w przypadku infrastruktury kolejowej w 2020-21).
- Spodziewamy się, że w 2016 roku spółka osiągnie na poziomie skonsolidowanym ponad 5,6-5,7 mld PLN przychodów, 377 mln PLN EBITDA i 289 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że w 2017 roku przychody wzrosną do 6,2 mld PLN a EBITDA do 419 mln PLN, Szczyt przychodów zakładamy na lata 2018-19. W długim terminie przyjmujemy 5,6 mld PLN przychodów i ok. 320 mln PLN EBITDA. Zakładana marża EBIT w długim terminie to 5,1% (EBITDA: 5,7%).
- Dla segmentu budowlanego marżę brutto ze sprzedaży szacujemy w 2016 roku na 8,8% (8,6% w 2015 roku). W kolejnych latach zakładamy stopniowy spadek w kierunku 7,5%. Marża obecnie jest dość wyśrubowanych poziomach, sprzyjały takiej sytuacji niskie ceny materiałów budowlanych – obecny wzrost cen surowców (ropa, stal) może negatywnie wpłynąć na rentowność w dłuższym terminie (w krótkim spółka stosuje hedging, w kolejnych przetargach zamawiającym i części konkurencji trudno może być „odzwyczaić się” do trendu deflacyjnego na rynku budowlanym).
- Zakładamy, że w segmencie deweloperskim uda się zrealizować sprzedaż notarialną (na bazie przedstawionych w prezentacji harmonogramów) na poziomie 1,2 tys mieszkań 2016 roku i 2,2 tys w 2017 roku (szczyt przekazania mieszkań w Krakowie). W długim terminie przyjmujemy sprzedaż na poziomie 1,6-1,7 tys lokali oraz marżę EBIT w okolicach 12%.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0% (w tym zmiana kapitału obrotowego w okresie rezydującym została ustalona na 0 mln PLN).
- W okresie rezydującym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025. W latach 2017-18 założyliśmy zwiększone nakłady inwestycyjne w stosunku do historycznej średniej w związku z zakładanym rozwojem spółki na rynku kolejowym.
- Wycena została sporządzona na dzień 29.04.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 4,38 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 171,7 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 662,3	6 237,7	6 600,7	6 450,4	5 896,8	5 768,3	5 683,2	5 631,3	5 621,6	5 617,0
EBIT [mln PLN]	353,6	395,9	401,9	366,9	306,6	298,4	294,3	290,4	289,4	288,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	67,2	75,2	76,4	69,7	58,3	56,7	55,9	55,2	55,0	54,8
NOPLAT [mln PLN]	286,4	320,7	325,6	297,2	248,3	241,7	238,4	235,2	234,4	233,8
Amortyzacja [mln PLN]	23,5	23,3	25,3	28,7	28,8	28,9	29,1	29,3	29,5	29,7
CAPEX [mln PLN]	-28,3	-43,7	-46,2	-30,0	-29,0	-29,7	-30,3	-30,5	-30,1	-29,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11,3	-67,0	-340,3	-279,0	-280,0	-114,3	-68,0	-8,3	-5,4	3,5
FCF [mln PLN]	269,9	233,3	-35,6	16,9	-31,9	126,5	169,1	225,7	228,5	237,0
DFCF [mln PLN]	254,7	202,1	-28,3	12,3	-21,3	77,7	95,2	116,6	108,3	103,1
Suma DFCF [mln PLN]	920,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 951,3		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 283,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 203,6									
Dług netto 2015 [mln PLN]	-2 345,7									
Dywidenda 2016 [mln PLN]	207,8									
Udziały w FB Serwis	45,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]	3,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	4 383,4									
Ilość akcji [mln szt.]	25 530									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	171,7									

Przychody zmiana r/r	10,3%	10,2%	5,8%	-2,3%	-8,6%	-2,2%	-1,5%	-0,9%	-0,2%	-0,1%
EBIT zmiana r/r	21,0%	12,0%	1,5%	-8,7%	-16,4%	-2,7%	-1,4%	-1,3%	-0,4%	-0,3%
FCF zmiana r/r	-73,4%	-13,6%	-	-	-	-	33,7%	33,5%	1,2%	3,7%
Marża EBITDA	6,7%	6,7%	6,5%	6,1%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża EBIT	6,2%	6,3%	6,1%	5,7%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%
Marża NOPLAT	5,1%	5,1%	4,9%	4,6%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	120,4%	187,7%	182,7%	104,6%	100,6%	102,9%	104,2%	104,2%	101,9%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	1,1%	5,2%	4,3%	4,7%	2,0%	1,2%	0,1%	0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,1%	11,6%	93,7%	-185,5%	-50,6%	-89,0%	-79,9%	-15,9%	-55,2%	76,4%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	98,8%	98,8%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	1,2%	1,2%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	165,9	170,8	176,9	184,6	194,6	208,3	228,0	259,1	315,0
	0,8	161,4	165,7	170,9	177,4	185,8	197,0	212,7	236,2	275,3
	0,9	157,3	161,1	165,6	171,2	178,3	187,5	200,2	218,4	247,1
	1,0	153,6	156,9	160,8	165,7	171,7	179,4	189,8	204,2	225,9
	1,1	150,2	153,1	156,6	160,8	165,9	172,5	181,0	192,7	209,6
	1,2	147,2	149,7	152,8	156,4	160,9	166,4	173,6	183,1	196,5
	1,3	144,3	146,6	149,3	152,5	156,3	161,1	167,2	175,1	185,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	170,9	176,6	183,7	192,8	204,9	221,9	247,3	289,8	374,7
	4%	161,4	165,7	170,9	177,4	185,8	197,0	212,7	236,2	275,3
	5%	153,6	156,9	160,8	165,7	171,7	179,4	189,8	204,2	225,9
	6%	147,2	149,7	152,8	156,4	160,9	166,4	173,6	183,1	196,5
	7%	141,7	143,8	146,1	148,9	152,3	156,4	161,6	168,2	177,0
	8%	137,1	138,8	140,6	142,8	145,4	148,6	152,4	157,1	163,3
	9%	133,2	134,5	136,0	137,8	139,8	142,2	145,1	148,6	153,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	228,7	219,9	212,0	204,9	198,5	192,7	187,5	182,7	178,3
	4%	209,5	200,6	192,7	185,8	179,7	174,2	169,3	164,9	160,9
	5%	194,6	185,8	178,3	171,7	165,9	160,9	156,3	152,3	148,7
	6%	182,7	174,2	167,0	160,9	155,5	150,8	146,7	143,0	139,8
	7%	172,9	164,9	158,1	152,3	147,4	143,0	139,3	136,0	133,0
	8%	164,9	157,2	150,8	145,4	140,8	136,9	133,4	130,4	127,7
	9%	158,1	150,8	144,8	139,8	135,5	131,9	128,7	125,9	123,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz europejskich spółek budowlanych (waga 50%). Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2016-18), dla których przyjęto równe wagi.

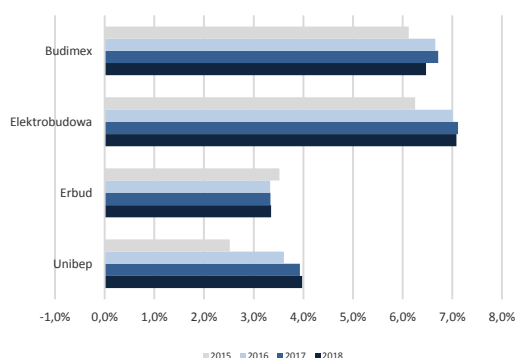
Porównując wyniki Budimexu ze wskaźnikami innych spółek, wyceniliśmy 1 akcję na 166,4 PLN (159,2 PLN na bazie spółek polskich oraz 173,5 PLN na bazie spółek zagranicznych). Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		166,4
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	159,2
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	173,5

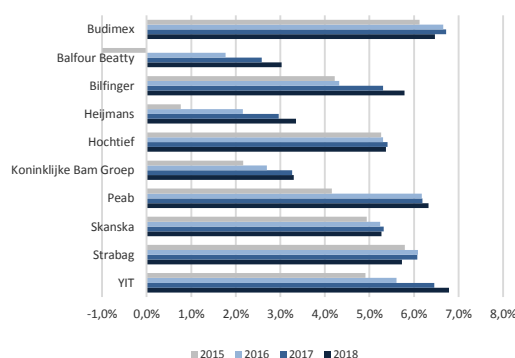
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA – spółki polskie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA – spółki zagraniczne



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza na bazie spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Elektrobudowa	11,1	11,6	11,0	6,3	6,3	5,9
Erbud	13,2	12,6	11,7	5,0	4,6	4,2
Unibep	11,2	9,4	9,4	6,6	5,4	5,5
Mediana	11,2	11,6	11,0	6,3	5,4	5,5
Budimex	17,3	15,6	15,5	6,9	6,2	7,0
Premia / dyskonto	54,1%	33,9%	40,4%	9,3%	14,3%	27,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	127,2	146,4	139,6	187,4	183,3	171,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		137,7			180,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	159,2					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Wycena porównawcza na bazie spółek europejskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Balfour Beatty	25,5	14,5	10,2	12,9	8,7	6,9
Bilfinger	20,8	14,6	11,8	6,4	4,9	4,2
Heijmans	10,9	5,6	4,8	4,4	2,8	2,2
Hochtief	23,6	20,8	19,4	5,9	5,5	5,3
Koninklijke BAM Groep	11,4	7,9	8,7	5,0	3,4	3,2
Peab	13,0	12,3	11,2	8,0	7,5	6,6
Skanska	14,8	14,2	14,3	8,8	8,1	7,6
Strabag	15,7	14,7	14,9	3,3	3,1	2,9
YIT	17,8	12,3	10,7	13,0	10,7	9,6
Mediana	15,7	14,2	11,2	6,4	5,5	5,3
Budimex	17,3	15,6	15,5	6,9	6,2	7,0
Premia / dyskonto	10,3%	9,9%	37,6%	6,6%	13,1%	30,5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	177,6	178,4	142,5	189,8	184,2	168,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		166,2			180,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	173,5					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

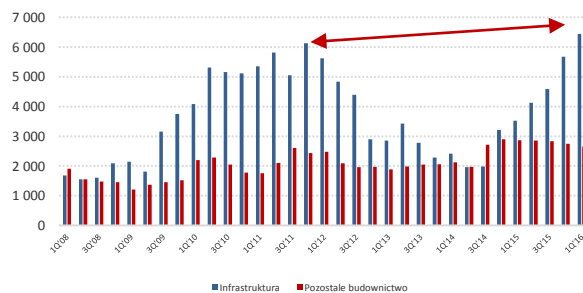
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Kontrakty budowlane o wartości >100 mln PLN podpisane przez Budimex od 2014 roku

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Udział**	Termin
2016-04-13	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi S5 Wronczyn-Kościan Południe	292,1		2019-09
2016-03-29	GDDKiA	Budowa S51 na odc. Olsztyn Wschód – Olsztyn Południe	742,3		2019-04
nko	GDDKiA	Budowa drogi S5 Leszno Półd. (z węzłem) – Kaczkowo	189,1		20 mcy
2016-02-05	GDDKiA	Budowa drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 Niedoradz-Nowa Sól	145,6	95%	2018-06
2016-01-28	GDDKiA	Zaprojektowanie i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Kołbiel - Garwolin	235,8		2019-10
nko	Kujawsko-Pomorskie IM	Rozbudowa Wojewódzkiego Szpitala Zespołowego im. L. Rydygiera w Toruniu	261,4	95%	36 mcy
2015-10-20	GDDKiA	Budowa drugiej jezdni drogi ekspresowej S3 na odcinku Zielona Góra Północ – Niedoradz	150,1	95%	2018-05
2015-10-09	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S7 Nowy Dwór Gdański-Kazimierzowo	1 281,6		2018-10
2015-10-05	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S6 na odcinku Ploty - Kiełpino	206,5		2019-08
2015-09-29	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S6 na odcinku Goleniów – Nowogard	279,6		2019-04
2015-09-29	GDDKiA	Projekt i budowa obwodnicy Suwałk	243,5		2019-04
2015-09-22	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Gończyce-granica woj.	255,0		2019-04
2015-09-22	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S17 na odcinku Garwolin-Gończyce	234,6		2019-04
2015-09-16	PKP PLK	Budowa łącznicy kolejowej Kraków Zabłocie - Kraków Krzemionki	199,3	95%	2017-09
2015-06-15	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S7 Ostróda Północ – Ostróda Południe	1 018,1	95%	2017-08
2015-02-27	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S3 na odcinku Nowa Sól - Legnica, zadanie V	606,7	95%	2018-05
2014-12-31	GDDKiA	Budowa obwodnicy m. Bełchatowa	118,4		2016-11
2014-12-18	GDDKiA	Budowa i wyposażenie Centrum Badań Technologii Informatycznych Beyond.pl	102,0		2015-12
2014-12-03	GDDKiA	Budowa drogi S5 Mielno – Gniezno	387,3	95%	2017-07
2014-11-25	Landprop Services	Budowa III etapu Business Garden Wrocław	189,9		2016-09
2014-11-18	GDDKiA	Budowa obwodnicy Jarocina w ciągu drogi S11	238,5		2017-08
2014-11-05	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S7 na odcinku Miłomłyn – Ostróda Północ	225,8	95%	2017-04
2014-10-29	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S19 Dąbrowica - Konopnica	344,6		2016-11
2014-10-16	GDDKiA	Budowa drogi ekspresowej S7 (Jędrzejów - granica woj. świętokrzyskiego)	269,2	95%	2016-05
2014-09-30	GDDKiA	Kontynuacja projektu i budowy autostrady A-1 Stryków – Tuszyn (Zadanie I)	2,7	1%	2016-07
2014-09-30	GDDKiA	Kontynuacja projektu i budowy autostrady A-1 Stryków – Tuszyn (Zadanie III)	263,2	99%	2016-07
2014-09-16	GDDKiA	Kontynuacja budowy autostrady A4 na odcinku Rzeszów – Jarosław	400,7	50%	2016-05
2014-08-14	Ferrero Polska	Budowa magazynu i hali produkcyjnej w Belsku Dużym	153,7		2015-08
2014-07-31	GDDKiA	Zaprojektowanie i wybudowanie drogi ekspresowej S5 Poznań – Wrocław (Korzeńsko - Widawa odc 1.)	234,3	50%	2017-07
2014-07-10	PGE	Budowa nowego bloku energetycznego w Elektrowni Turów	795,1	23%	2020-05
2014-05-28	PKP	Dworzec Kolejowy Bydgoszcz Główna	120,7	90%	2016-11
2014-02-21	GDDKiA	Dokończenie budowy drogi ekspresowej S5 odcinek odcinek Kaczkowo – Korzeńsko	198,8		2014-11

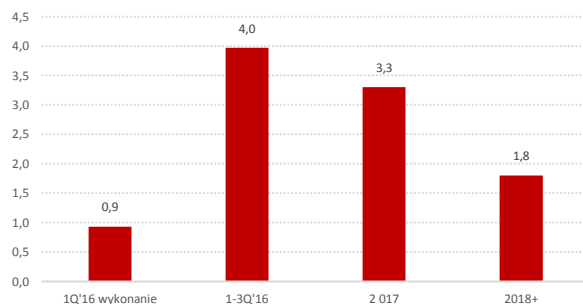
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, * w części przypadającej na Budimex, **domyślnie 100%

Struktura portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



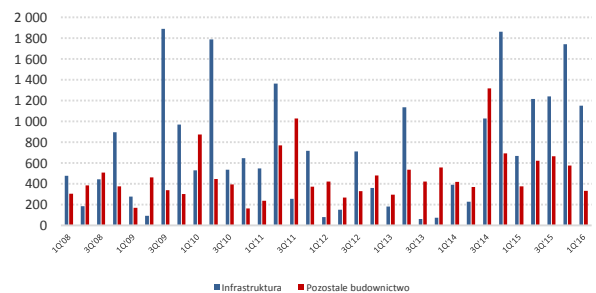
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Szacunkowa struktura terminowa backlogu Budimexu po 1Q'16 [mln PLN]



Źródło: szacunki DM BDM S.A., spółka

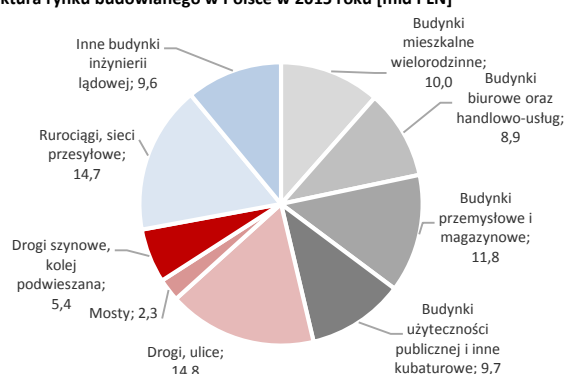
Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

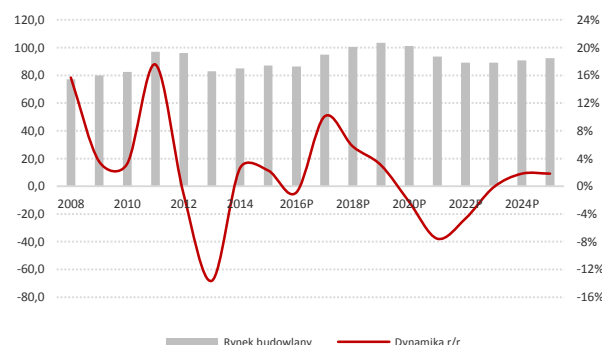
Na koniec 1Q'16 portfel zamówień Budimexu sięgał 9,1 mld PLN i jest to najwyższy poziom w historii. Dla porównania po 1Q'15 było to 6,4 mld PLN. Wzrost wartości portfela jest pochodną dużej ilości podpisanych nowych umów z GDDKiA (wzrost portfela w infrastrukturze o 83% r/r do 6,4 mld PLN). W „poczekalni” spółka ma do podpisania umowy za kolejne 1,4 mld PLN (w tym połowa to budownictwo ogólne) – można więc spodziewać się, że po 2Q'16 portfel nie powinien spaść.

Struktura rynku budowlanego w Polsce w 2015 roku [mld PLN]



Źródło: BDM S.A., GUS

Prognoza produkcji budowlanej w Polsce [mld PLN]



Źródło: BDM S.A.

Budżet GDDKiA na 4,8 tys km dróg ekspresowych, obwodnic i autostrad na lata 2014-23 to 107 mld PLN brutto, 87 mld PLN netto. Według ostatnich doniesień z komisji senackiej dotychczas ogłoszono postępowania przetargowe na ok. 2,1 tys km, o wartości ok. 68,5 mld PLN.

Według naszych szacunków dotychczas otwarto oferty w przetargach na 1,3 tys km za 54 mld PLN brutto w cenach inwestora – za blisko 42 mld PLN brutto w cenach ofertowych (34 mld PLN netto). Zaawansowanie planu finansowego wynosi w taki ujęciu ok. 39%, natomiast kilometrowego – 27%. Zgłaszany przez obecny rząd oraz spółki problem braku zapewnionego finansowania dla całego programu ma więc swoje uzasadnienie. Oceniamy, że budżet, aby możliwe było zrealizowanie całego planu, musiałby być zwiększony o ok. 40-45 mld PLN brutto (rząd mówi, że dziura w finansowaniu to 90-100 mld PLN, jednak jest to kwota przeszacowana, biorąc pod uwagę, że ceny ofertowe wyraźnie niższe niż ceny budżetowe). Wydaje się, że bardziej realnym scenariuszem jest szukanie oszczędności w zakresie planu rzeczowego niż zwiększanie finansowania. Z wypowiedzi wiceminister infrastruktury i budownictwa J. Szmit wynika, że planem po pierwsze jest obniżenie kosztów budowy dróg (powołano m.in. zespoły w MIB, które mają do maja'16 opracować odpowiednie rozwiązania), po drugie zapewnienie większego finansowania dla programu. Mówi się np. o dodatkowej emisji obligacji przez KFD czy podwyższenie opłaty paliwowej (rząd wyraźnie odciął się jednak od takiego scenariuszu).

Z wypowiedzi wiceministra wynika, że w od października powinny być organizować przetargi już na nowych warunkach. Obecnie przetargi są nadal ogłaszane, jednak w zasadzie wstrzymano się otwieraniem ofert cenowych.

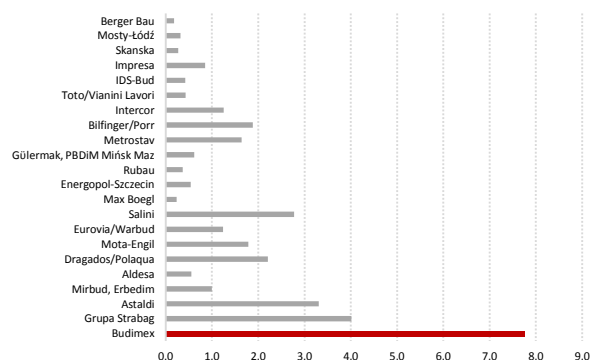
Złożone oferty na przetargach drogowych od 2014 roku z nowego budżetu UE [mln PLN, netto]

Działanie 6 - Optymalizacja kosztów											
Data*	odcinek	budżet	1 oferta		1/budżet	1/2	1/3	Budimex	Budimex/1	oferty	BDX - miejsce
lut 14	DK 41,46	347,1	250,0	Mota-Engil, Himmel i Papesch	72,0%	94,4%	90,9%	275,1	110,1%	8	3
lut 14	S19	373,0	278,5	Eurovia, Warbud	74,7%	98,3%	90,2%	283,3	101,7%	8	2
lut 14	S19	312,3	235,7	Aldesa	75,5%	96,2%	92,8%	263,4	111,7%	10	6
kwi 14	S5	694,4	468,5	Budimex, Heilit+Woerner	67,5%	99,5%	97,3%	468,5	100,0%	4	1
kwi 14	S3	406,4	235,0	Dragados	57,8%	98,1%	97,5%	241,2	102,6%	9	3
kwi 14	S3	181,8	83,6	Budimex	46,0%	94,5%	-	83,6	100,0%	11	1
kwi 14	S7	475,3	283,4	Budimex	59,6%	94,8%	93,5%	283,4	100,0%	8	1
maj 14	S5	430,2	252,4	Dragados	58,7%	95,6%	88,8%	264,1	104,6%	5	2
maj 14	S5	456,6	387,3	Budimex	84,8%	85,4%	84,6%	387,3	100,0%	7	1
maj 14	S8	485,8	353,5	Astaldi	72,8%	91,9%	89,2%	384,8	108,9%	10	2
maj 14	S5	769,2	485,9	Astaldi	63,2%	98,4%	98,2%	493,9	101,6%	6	2
maj 14	S7	496,2	430,0	Strabag	86,7%	94,7%	91,9%	468,0	108,8%	9	3
cze 14	S8	384,3	269,6	Salini, Todini, Export-Pribex	70,2%	83,2%	62,7%	448,4	166,3%	6	5
cze 14	S8	363,6	330,0	Astaldi, PBDiM Mińsk Maz.	90,8%	99,7%	82,7%	399,0	120,9%	5	3
cze 14	DK 8	261,7	144,6	Strabag	55,3%	97,1%	93,7%	181,3	125,4%	11	9
cze 14	DK20	182,8	133,9	Strabag	73,2%	98,3%	92,7%	146,6	109,5%	9	5
cze 14	S19	340,1	344,6	Budimex	101,3%	97,8%	95,4%	344,6	100,0%	6	1
lip 14	S7	1 180,5	1 071,5	Budimex	90,8%	81,8%	74,4%	1 071,5	100,0%	7	2
lip 14	S7	294,8	237,6	Budimex	80,6%	97,2%	96,4%	237,6	100,0%	10	1
sie 14	S11	271,7	231,1	Mota-Engil	85,1%	97,0%	94,8%	249,0	107,8%	4	4
sie 14	S11	248,8	238,5	Budimex	95,9%	95,6%	77,6%	238,5	100,0%	3	1
sie 14	S3	391,4	288,7	Dragados	73,8%	87,2%	83,1%	362,7	125,6%	5	5
sie 14	S7	218,7	186,5	Strabag	85,3%	97,5%	95,7%	191,3	102,6%	5	2
sie 14	S7	252,3	213,9	Strabag	84,8%	95,5%	91,7%	233,2	109,0%	4	3
sie 14	DK 15/25	317,8	291,9	Mirbud, Erbedim	91,8%	98,2%	94,3%	312,5	107,1%	7	4
sie 14	S3	413,1	364,2	Mirbud, Erbedim	88,2%	91,6%	89,1%	410,6	112,7%	6	4
wrz 14	S51	369,4	321,0	Energopol-Szczecin	86,9%	97,4%	0,0%	329,5	102,6%	7	2
wrz 14	S8	418,9	358,3	Astaldi	85,5%	96,1%	92,9%	388,3	108,4%	8	4
paź 14	S12	229,9	189,5	Energopol-Szczecin/PBD Zwolęń	82,4%	92,2%	91,4%	207,4	109,5%	6	3
paź 14	DK8	203,9	120,8	Max Boegl	59,2%	75,4%	75,0%	175,5	145,3%	13	7
paź 14	S3	533,2	456,1	Salini/Todini	85,5%	99,1%	84,9%	460,1	100,9%	6	2
paź 14	S8	438,7	369,8	Rubau	84,3%	99,6%	95,1%	371,3	100,4%	5	2

lis 14	S3	280,9	212,1	Mota-Engil	75,5%	83,4%	83,4%	254,4	119,9%	6	3
lis 14	S7	508,7	476,2	Salini/Todini	93,6%	97,2%	93,2%	511,2	107,3%	7	3
lis 14	S3	332,0	243,0	Strabag	73,2%	99,6%	93,5%	243,9	100,4%	7	2
lis 14	DK8	175,1	118,4	Budimex	67,6%	93,3%	93,2%	118,4	100,0%	3	1
gru 14	S3	746,8	638,7	Budimex	85,5%	99,6%	99,6%	638,7	100,0%	6	1
gru 14	S7	289,5	243,3	Strabag	84,0%	97,8%	92,4%	248,8	102,3%	4	2
gru 14	S7	383,4	315,9	Strabag	82,4%	99,0%	92,2%	319,2	101,1%	5	2
sty 15	S2	1 434,1	616,0	Gütermak, PBDiM Mińsk Maz	43,0%	97,7%	80,4%	1 008,9	163,8%	5	5
sty 15	S2	751,1	456,6	Warbud	60,8%	94,4%	78,6%	581,1	127,3%	3	3
sty 15	S2	1 312,2	993,5	Astaldi	75,7%	93,6%	89,0%	1 976,4	198,9%	10	10
sty 15	DK79/50	283,8	255,0	Intercor/Planeta	89,9%	95,3%	95,3%	276,4	108,4%	8	7
sty 15	S7	678,5	593,0	Dragados	87,4%	96,1%	85,2%	794,4	134,0%	7	7
lut 15	S3	228,2	158,0	Budimex	69,2%	98,1%	97,4%	158,0	100,0%	8	1
lut 15	DK8	279,6	249,5	Strabag	89,2%	98,2%	89,0%	280,3	112,3%	6	3
lut 15	DK8	372,3	355,0	Intercor	95,4%	99,7%	97,9%	362,6	102,1%	3	3
lut 15	S5	519,9	430,3	Toto/Vianini Lavori	82,8%	87,8%	86,3%	542,4	126,1%	12	6
lut 15	A1	685,8	495,5	Strabag	72,3%	93,5%	91,2%	558,6	112,7%	11	4
lut 15	A1	653,5	467,0	Strabag	71,5%	96,4%	93,0%	502,1	107,5%	12	2
kwi 15	DK16	282,9	315,0	Intercor	111,3%	98,7%	97,8%	337,1	107,0%	7	4
kwi 15	S51	776,2	742,3	Budimex	95,6%	95,8%	93,8%	742,3	100,0%	9	1
kwi 15	A1	162,4	178,4	Berger Bau	109,8%	97,5%	94,9%	207,3	116,2%	13	6
cze 15	S3	269,8	153,2	Budimex	56,8%	96,5%	91,8%	153,2	100,0%	8	1
cze 15	S6	366,7	279,6	Budimex	76,3%	81,3%	76,9%	279,6	100,0%	6	1
lip 15	S7	519,8	317,2	Mosty Łódź	61,0%	87,2%	85,4%	363,7	114,6%	9	2
lip 15	S61	370,6	243,5	Budimex	65,7%	97,5%	97,1%	243,5	100,0%	9	1
lip 15	S17	298,4	234,6	Budimex	78,6%	87,8%	84,4%	234,6	100,0%	9	1
lip 15	S17	332,6	255,0	Budimex	76,7%	-	-	255,0	100,0%	8	1
lip 15	S7	1 450,0	1 580,0	Budimex	109,0%	-	-	1 580,0	100,0%	4	1
lip 15	S7	1 570,0	1 640,0	Metrostav	104,5%	-	-	1 790,0	109,1%	-	-
sie 15	A1	720,1	571,7	Salini/Todini	79,4%	91,7%	88,0%	689,4	120,6%	10	6
sie 15	S3	386,9	240,3	Eurovia/Warbud	62,1%	93,6%	70,3%	341,7	142,2%	10	3
sie 15	S3	374,9	262,5	Mota-Engil	70,0%	92,4%	85,4%	284,1	108,2%	6	2
sie 15	S6	422,7	355,2	Strabag	84,0%	93,2%	92,8%	419,4	118,1%	6	7
sie 15	S6	395,6	278,8	Bilfinger	70,5%	98,7%	95,6%	323,6	116,1%	7	5
sie 15	S11	378,9	262,4	Eurovia/Warbud	69,3%	97,2%	93,0%	282,1	107,5%	7	3
sie 15	S5	480,0	304,7	Impresa Pizzarotti	63,5%	94,5%	92,3%	368,5	121,0%	10	5
sie 15	S5	555,9	333,1	Impresa Pizzarotti	59,9%	97,4%	96,1%	426,0	127,9%	9	5
sie 15	S5	458,1	300,0	Intercor/Trakcja	65,5%	91,8%	91,1%	329,3	109,8%	11	3
sie 15	S5	426,1	267,0	Polaqua/Dragados	62,7%	90,3%	84,2%	317,0	118,7%	7	3
sie 15	S5	348,3	211,3	Impresa Pizzarotti	60,7%	96,1%	84,9%	278,1	131,6%	9	5
sie 15	S5	446,0	286,2	Intercor/Trakcja	64,2%	96,6%	88,5%	323,3	113,0%	9	3
sie 15	S5	413,6	342,9	Mirbud	82,9%	92,7%	90,9%	396,0	115,5%	12	7
sie 15	S10	390,7	350,0	Energopol-Szczecin	89,6%	99,4%	97,2%	380,9	108,8%	10	5
wrz 15	S17	276,5	220,2	Mota-Engil	79,6%	92,9%	90,9%	242,2	110,0%	7	3
wrz 15	S17	696,9	495,0	Porr	71,0%	97,3%	92,5%	508,6	102,8%	8	2
paź 15	S6	447,6	370,0	Polaqua/Dragados	82,7%	100,0%	91,3%	405,2	109,5%	5	3
paź 15	S8	420,1	272,2	Skanska	64,8%	92,5%	89,0%	323,4	118,8%	11	8
paź 15	S8	237,2	202,3	Polaqua	85,3%	98,2%	97,5%	207,9	102,8%	8	5
paź 15	S7	674,7	500,0	Salini	74,1%	98,0%	91,7%	588,8	117,8%	13	8
paź 15	S7	585,2	424,0	IDS-Bud/Altis	72,5%	98,7%	97,6%	481,7	113,6%	12	8
lis 15	DK 28	141,2	113,7	Max Boegl	80,6%	88,2%	85,5%	133,0	117,0%	9	3
lis 15	S17	392,9	301,2	Strabag	76,7%	97,9%	94,0%	348,6	115,7%	7	6
lis 15	S5	356,5	360,4	Mota-Engil	101,1%	95,0%	93,7%	379,5	105,3%	7	2
gru 15	S8	464,1	328,8	Porr/Unibep	70,8%	96,8%	95,7%	347,3	105,6%	7	4
gru 15	S6/S11	534,9	524,9	Porr/Polbud-Pomorze	98,1%	91,7%	82,9%	685,4	130,6%	8	6
gru 15	S5	244,0	189,1	Budimex	77,5%	95,1%	93,9%	189,1	100,0%	7	1
gru 15	S5	437,4	246,4	Mota-Engil	56,3%	92,3%	92,2%	266,9	108,3%	8	2
gru 15	S5	534,6	292,1	Budimex	54,6%	98,9%	93,5%	292,1	100,0%	10	1
sty 16	S7	674,7	500,0	Salini	74,1%	98,1%	91,7%	589,2	117,8%	13	7
sty 16	S7	1 296,7	787,7	Astaldi	60,7%	96,2%	74,6%	1 207,3	153,3%	6	5
suma		43 672	33 656	mediana	76,0%	96,1%	91,7%		108,6%		

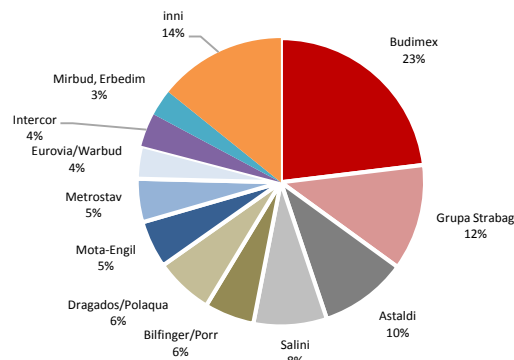
Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, wartości netto, *data złożenia ofert

Wartości najniższych ofert w nowych przetargach drogowych wg spółek [mln PLN] *



Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, *nie dotyczy umów na dokończenie prac, wartości netto

Udział w rynku wg wartości najniższych ofert w nowych przetargach drogowych *



Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, wnp.pl, *nie dotyczy umów na dokończenie prac

STRONA KOSZTOWA

Naszą uwagę przykuwa kilka negatywnych aspektów po stronie kosztowej, które pojawiły się w ostatnim czasie.

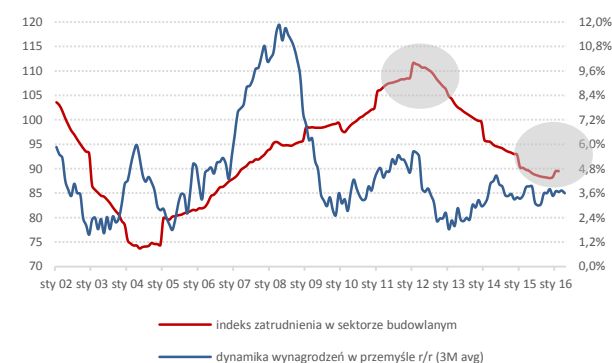
- ostatnie tygodnie przyniosły dynamiczne odbicie cen surowców i materiałów (m.in. ropa, wyroby stalowe),
- spółka odczuwa presję na płace.

Spółka jest w stanie zabezpieczać część kosztów surowcowych. Z informacji przekazywanych na konferencji po rezultatach rocznych wynikało, że Budimex zabezpieczył praktycznie całość pozycji na asfaltach na 2016 rok i dużą część na 2017 rok. Dłuższy horyzont jest kłopotliwy do hedgowania: i) rośnie cena forwardowa, ii) trudno określić precyzyjny czas dostawy materiału na budowę. W przypadku stali zabezpieczenie się jest trudniejsze niż w przypadku asfaltów, rynek ten opiera się głównie na umowach ramowych na okres do 1 roku. Zwracamy uwagę, że wiele podpisywanych obecnie (i w 2015 roku) umów kończy się dopiero w 2018/19 roku.

Prezes Budimexu już od jakiegoś czasu zwraca uwagę, że spadające w Polsce bezrobocie oraz brak specjalistów wywiera presję na płace. Spółka chce zintensyfikować nabór pracowników poza granicami. Zwracamy uwagę, że trend zapotrzebowania na pracowników budowlanych dopiero zaczyna się odwracać.

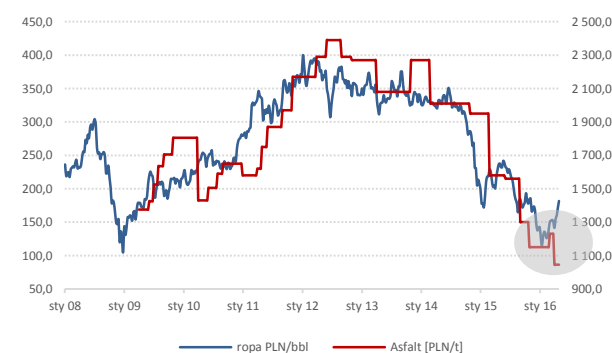
Z ostatniej kwietniowej wypowiedzi wynika także, że na rynku możliwy jest powrót do wojny cenowej ze względu na ograniczoną liczbę ogłaszanych przetargów w GDDKiA i PKP PLK.

Indeks zatrudnienia w budowlance vs dynamika wynagrodzeń w przemyśle



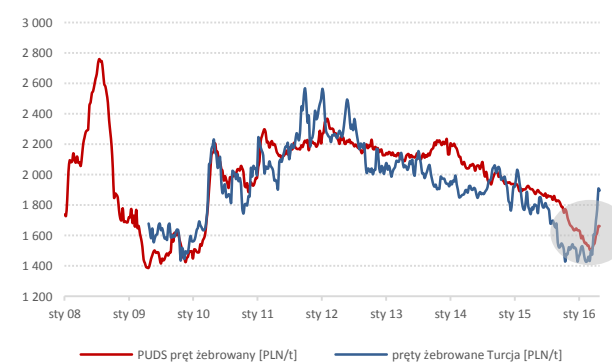
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Ceny ropy [PLN/bbl] i asfaltu [PLN/t]



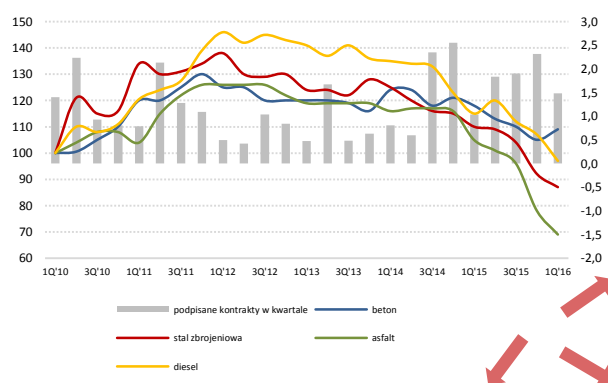
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, Lotos

Ceny prętów żebrowanych Turcja/Polska [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, PUDS

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



Źródło: DM BDM S.A., Budimex

Ceny ropy [PLN/bbl] i diesla



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 1Q'16 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane za 1Q'2016 [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	odchylenie	1Q'16P kons.	odchylenie
Przychody	846,4	987,7	16,7%	929,9	6,2%	965,1	2,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	80,8	115,0	42,3%	102,5	12,2%	-	-
Zysk na sprzedaży	28,0	58,3	108,3%	49,8	17,1%	-	-
EBITDA	52,3	69,0	32,0%	55,2	25,0%	56,6	21,9%
EBIT	46,7	62,9	34,8%	49,8	26,4%	50,9	23,6%
Zysk brutto	47,8	66,1	38,3%	51,3	28,9%	-	-
Zysk netto	37,3	51,5	38,0%	41,3	24,7%	42,6	21,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,5%	11,6%		11,0%		-	
Marża EBITDA	6,2%	7,0%		5,9%		-	
Marża EBIT	5,5%	6,4%		5,4%		5,3%	
Marża zysku netto	4,4%	5,2%		4,4%		4,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP

Spółka pokazała bardzo dobre wyniki za 1Q'16, powyżej konsensusu i naszych prognoz na każdym poziomie. Szczególnie dobrze wypada porównanie wyników oczyszczonych r/r na poziomie zysku na sprzedaży (na EBIT w 1Q'15 wpłynęły w dużym stopniu dodatnie one-offy, w 1Q'16 w sporo mniejszym zakresie). Spółce sprzyjał wzrost backlogu, relatywny brak zimy oraz tanie surowce/materiały (segment budowlany). Sporo wyższa r/r była także liczba przekazanych mieszkań w deweloperce, przy nadal dobrej marży.

W segmencie budowlanym dynamiki sprzedaży wyniosła +13% (0,93 mld PLN). Marża brutto ze sprzedaży sięgnęła poziomu 9,7% (sprzyjał spadek cen surowców i dobra rentowność kontraktów podpisanych przed 2015 rokiem). EBIT segmentu wyniósł 44 mln PLN (w tym 3 mln PLN dodatniego saldo pozostałej działalności). W segmencie deweloperskim spółka przekazała 242 mieszkania. Marża brutto ze sprzedaży była na nieco niższym r/r, ale wciąż dobrym poziomie 24,0%. EBIT segmentu wyniósł 11 mln PLN (w 1Q'15 było 15 mln PLN, ale 12 mln PLN to dodatni one-off). Bardzo dobry wynik pokazała pozostała działalność (Elektromontaż Poznań), EBIT przekroczył 7 mln PLN. Na poziomie skonsolidowanym EBIT wyniósł 62,9 mln PLN. Na poziomie netto spółka pokazała 51,5 mln PLN (saldo finansowe: +4,5 mln PLN; wynik FB Serwis: -1,2 mln PLN).

Cash flow operacyjny w 1Q'16 był, tradycyjnie jak na początek roku, ujemny (-173 mln PLN). Dodatnia pozycja gotówkowa wyniosła blisko 2,1 mld PLN (rok temu 1,8 mld PLN).

Skorygowana gotówka netto oraz ruchy na rezerwach [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
gotówka i aktywa finansowe	1 318	1 659	1 832	2 413	851	776	1 011	1 659	1 396	1 014	1 286	1 832	1 868	1 583	1 951	2 413	2 138
dług oprocentowany	94	54	73	67	93	100	50	54	60	64	68	73	65	63	60	67	69
1) raportowana gotówka (dług) netto	1 224	1 604	1 759	2 346	758	676	961	1 604	1 336	951	1 218	1 759	1 803	1 520	1 891	2 346	2 069
a) zobowiązania - należności z tyt. dostaw, usług i inne	886	649	566	650	498	692	614	649	438	367	421	566	624	613	687	650	547
b) kwoty należne odbiorcom - od odbiorców	469	706	751	1 073	406	123	332	706	632	493	588	751	634	490	662	1 073	956
c) saldo kaucji	154	146	163	131	127	139	139	146	129	145	163	163	145	147	147	131	101
d) zaliczki	274	276	518	891	235	283	353	276	216	251	312	518	708	737	862	891	923
2) skorygowana gotówka (dług) netto*	-558	-173	-239	-400	-508	-562	-477	-173	-78	-305	-265	-239	-309	-468	-467	-400	-458
zapasy	876	697	649	868	855	838	823	697	645	627	634	649	740	788	883	868	916
Saldo rezerw na straty i naprawy	399	382	648	856	397	377	391	382	382	393	559	648	718	782	887	856	873
saldo rezerw na straty	228	209	445	630	231	206	212	209	207	211	353	445	513	571	666	630	642
saldo rezerw na naprawy gwarancyjne	171	173	203	226	166	171	179	173	175	182	205	203	205	211	222	226	231
Skorygowana gotówka (dług) netto bez wykorzystanie rezerw	-159	209	410	455	-111	-185	-86	209	304	88	293	410	409	315	420	455	415
CF operacyjny	-44	313	486	699	-467	25	297	458	-280	-50	272	545	-32	-89	287	533	-173

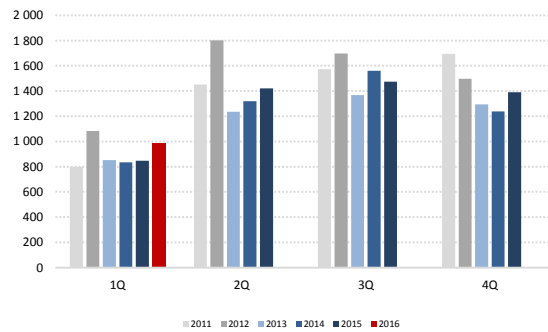
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *2=1-a-b-c-d

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2014	2015	2016P
Razem (po wyłączeniach)																
Przychody ze sprzedaży	853,0	1 234,6	1 367,6	1 294,2	834,0	1 319,1	1 559,6	1 237,2	846,4	1 421,8	1 474,8	1 391,0	987,7	4 949,9	5 134,0	5 662,3
Wynik brutto ze sprzedaży	83,5	98,1	103,5	110,4	108,3	101,0	102,9	120,4	80,8	133,3	144,8	133,8	115,0	432,7	492,7	584,2
SG&A	44,7	45,4	47,8	53,4	47,7	50,7	49,6	57,4	52,8	52,6	49,3	65,1	56,7	205,4	219,8	235,2
Saldo PPO/PKO	5,0	-3,1	-4,1	132,4	-8,1	7,2	12,9	8,1	18,7	1,4	-25,4	24,5	4,6	20,0	19,3	4,6
Zysk z instrumentów pochodnych	-1,2	-3,6	3,5	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	42,6	46,0	55,1	189,6	52,5	57,5	66,3	71,0	46,7	82,1	70,2	93,3	62,9	247,3	292,2	353,6
Przychody zmiana r/r	-21,3%	-31,4%	-19,4%	-13,6%	-2,2%	6,8%	14,0%	-4,4%	1,5%	7,8%	-5,4%	12,4%	16,7%	4,2%	3,7%	10,3%
Marża brutto ze sprzedaży	9,8%	7,9%	7,6%	8,5%	13,0%	7,7%	6,6%	9,7%	9,5%	9,4%	9,8%	9,6%	11,6%	8,7%	9,6%	10,3%
Marża EBIT	5,0%	3,7%	4,0%	14,6%	6,3%	4,4%	4,3%	5,7%	5,5%	5,8%	4,8%	6,7%	6,4%	5,0%	5,7%	6,2%
Działalność budowlana																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	667,9	1 029,0	1 193,8	1 114,8	660,4	1 228,2	1 511,9	1 166,1	779,0	1 280,5	1 400,7	1 213,5	861,7	4 566,6	4 673,7	5 084,9
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	26,5	41,7	34,7	32,3	35,1	36,0	39,3	40,3	47,5	60,4	71,4	84,0	68,2	150,8	263,2	349,1
Wynik brutto ze sprzedaży	50,7	76,6	85,1	91,8	73,4	85,4	97,7	106,4	72,7	109,0	135,3	109,2	90,1	363,0	426,3	478,4
SG&A	37,1	36,2	39,3	45,7	41,4	44,1	41,1	49,5	45,6	45,1	42,0	55,5	48,9	176,1	188,2	200,0
Saldo PPO/PKO	0,7	-2,8	-5,2	-1,4	-8,1	7,4	1,5	8,7	5,6	2,3	-22,5	21,3	3,1	9,5	6,7	3,0
Zysk z instrumentów pochodnych	-0,5	-0,6	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	13,8	37,0	40,9	44,6	24,0	48,7	58,2	65,5	32,7	66,2	70,7	75,0	44,2	196,4	244,7	281,4
Przychody razem zmiana r/r	-33,5%	-37,5%	-23,2%	-8,2%	0,2%	18,1%	26,3%	5,2%	18,8%	6,1%	-5,1%	7,6%	12,5%	13,9%	4,7%	10,1%
Marża brutto ze sprzedaży	7,3%	7,2%	6,9%	8,0%	10,6%	6,8%	6,3%	8,8%	8,8%	8,1%	9,2%	8,4%	9,7%	7,7%	8,6%	8,8%
Marża EBIT	2,0%	3,5%	3,3%	3,9%	3,4%	3,8%	3,8%	5,4%	4,0%	4,9%	4,8%	5,8%	4,8%	4,2%	5,0%	5,2%
Działalność deweloperska																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	90,8	52,6	23,4	57,8	138,6	58,1	13,4	39,7	33,9	104,6	22,5	130,3	77,9	249,9	291,4	383,2
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	1,2	1,2
Wynik brutto ze sprzedaży	19,4	10,3	6,1	9,4	28,3	12,4	2,4	10,4	8,8	23,8	7,6	25,2	18,8	53,6	65,4	80,5
SG&A	5,7	5,5	4,6	5,7	6,8	6,0	6,0	7,1	6,0	7,7	5,9	9,7	7,5	25,9	29,4	32,6
Saldo PPO/PKO	-0,7	0,3	1,4	-58,2	0,0	0,0	11,1	0,2	11,9	0,0	0,1	-1,3	0,0	11,3	10,7	0,0
Zysk z instrumentów pochodnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	13,0	5,1	2,8	-54,5	21,5	6,4	7,5	3,5	14,6	16,1	1,8	14,2	11,3	39,0	46,7	47,9
Przychody razem zmiana r/r	185,9%	2,6%	-43,9%	-70,6%	52,6%	10,6%	-42,5%	-31,2%	-75,3%	79,9%	68,7%	227,3%	128,5%	11,3%	16,8%	31,4%
Marża brutto ze sprzedaży	21,3%	19,5%	25,9%	16,2%	20,4%	21,3%	18,0%	26,1%	25,7%	22,7%	33,4%	19,3%	24,0%	21,4%	22,3%	20,9%
Marża EBIT	14,3%	9,6%	12,0%	-93,9%	15,5%	11,0%	55,6%	8,8%	42,7%	15,4%	7,8%	10,9%	14,5%	15,6%	16,0%	12,5%
Pozostała działalność																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	94,3	153,0	150,3	121,6	35,0	32,7	34,3	31,4	33,5	36,7	51,6	47,1	48,0	133,4	168,9	194,3
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	2,3	8,4	5,0	1,7	3,1	8,0	7,2	8,3	3,1	2,0	2,3	10,5	3,7	26,6	17,9	17,9
Wynik brutto ze sprzedaży	9,9	14,9	16,2	11,3	3,3	2,8	5,0	3,7	5,0	4,4	7,1	2,7	8,5	14,8	19,2	27,2
SG&A	5,5	7,7	7,2	5,3	2,5	2,1	3,2	2,1	2,1	2,4	2,3	3,0	2,6	9,9	9,8	11,2
Saldo PPO/PKO	0,1	-0,5	-0,3	196,9	0,0	-0,2	0,3	-0,8	1,2	-0,9	-2,9	2,4	1,5	-0,7	-0,2	1,6
Zysk z instrumentów pochodnych	-0,7	-3,1	3,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,8	3,6	11,9	203,2	0,8	0,5	2,1	0,8	4,1	1,1	1,8	2,1	7,5	4,1	9,2	17,5
Przychody razem zmiana r/r	64,8%	96,5%	69,6%	49,9%	-60,6%	-74,8%	-73,3%	-67,8%	-3,7%	-5,1%	29,7%	45,4%	41,1%	-70,2%	16,8%	13,6%
Marża brutto ze sprzedaży	10,3%	9,2%	10,4%	9,1%	8,6%	6,9%	12,0%	9,3%	13,6%	11,4%	13,1%	4,7%	16,5%	9,2%	10,3%	12,8%
Marża EBIT	4,0%	2,2%	7,7%	164,8%	2,0%	1,2%	5,0%	2,0%	11,1%	3,0%	3,4%	3,7%	14,4%	2,6%	4,9%	8,3%
Wyłączenia																
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-29,0	-50,2	-39,8	-34,1	-38,4	-44,2	-46,7	-48,8	-50,9	-62,6	-73,9	-94,8	-72,2	-178,1	-282,3	-368,2
Wynik brutto ze sprzedaży	3,5	-3,7	-3,9	-2,1	3,3	0,3	-2,2	-0,1	-5,6	-4,0	-5,2	-3,3	-2,4	1,3	-18,1	-1,8
EBIT	12,0	0,4	-0,6	-3,7	6,2	2,0	-1,5	1,2	-4,7	-1,4	-4,2	1,9	-0,1	7,9	-8,3	6,8

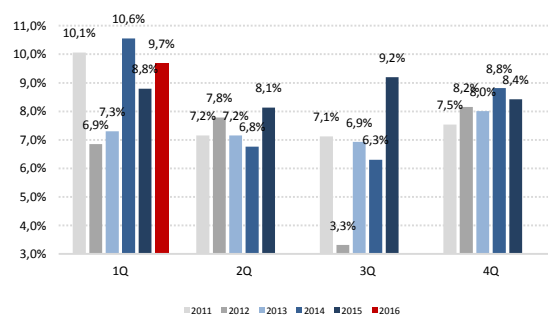
Źródło: DM BDM S.A. spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



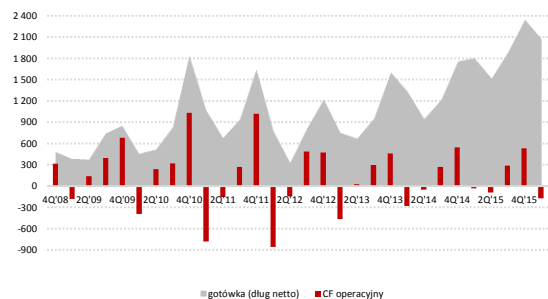
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



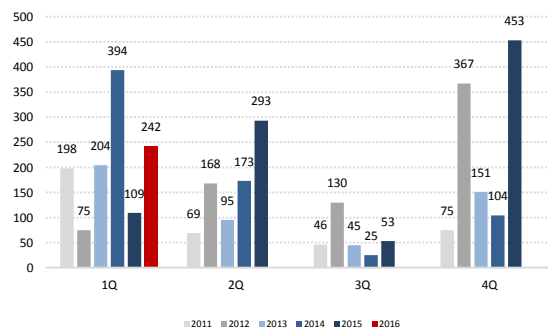
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



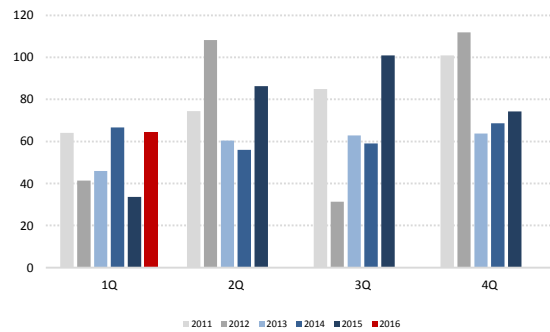
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna sprzedaż notarialna mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



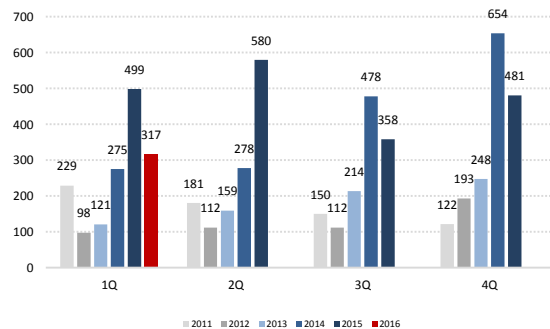
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Projekty deweloperskie w realizacji

	liczba mieszkań [szt]	przedsprzedaż [szt]	zakończenie budowy
Zielony Marysin	138	127	2Q'16
Warszawa Pod Słońce IV	146	95	2Q'17
Warszawa Pod Słońce V	126	6	3Q'17
Warszawa Wiślan Mokotów IIA	246	178	3Q'16
Warszawa Wiślan Mokotów IIB	145	0	1Q'18
Kraków Avia 2	183	182	4Q'16
Kraków Avia 5	272	272	1Q'17
Kraków Avia 3	216	212	3Q'17
Kraków Avia 1	178	136	1Q'18
Kraków Avia 7	179	19	1Q'18
Kraków Avia 8	73	0	2Q'18
Kraków Orlińskiego 4	139	139	2Q'16
Kraków Orlińskiego 6	266	266	3Q'16
Kraków Orlińskiego 8	226	226	1Q'17
Kraków Orlińskiego 1	287	272	2Q'17
Kraków Orlińskiego 10	203	202	2Q'17
Kraków Orlińskiego 3	172	162	3Q'17
Kraków Orlińskiego 5	172	152	4Q'17
Kraków Orlińskiego 12	110	0	4Q'17
Kraków Dobrego	151	0	2Q'18
Poznań Rolna III	163	58	3Q'17
Poznań Rolna IV	139	0	1Q'18
Poznań Smolna IV	197	65	2Q'17
razem	4 127	2 769	
gotowe	79	68	
Zielony Marysin	138	127	2Q'16
Warszawa Pod Słońce IV	146	95	2Q'17

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kwartalna przedsprzedaż mieszkań



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognoza na kolejne okresy

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	834,0	1 319,1	1 559,6	1 237,2	4 949,9	846,4	1 421,8	1 474,8	1 391,0	5 134,0	987,7	1 482,6	1 776,5	1 415,6	5 662,3
Zysk brutto ze sprzedaży	108,3	101,0	102,9	120,4	432,7	80,8	133,3	144,8	133,8	492,7	115,0	150,6	182,6	136,0	584,2
Zysk na sprzedaży	60,6	50,3	53,4	63,0	227,3	28,0	80,7	95,5	68,7	272,9	58,3	95,3	128,1	67,3	349,0
Saldo PPO/PKO	-8,1	7,2	12,9	8,1	20,0	18,7	1,4	-25,4	24,5	19,3	4,6	0,0	0,0	0,0	4,6
EBITDA	58,6	63,1	72,0	76,7	270,3	52,3	87,8	75,6	98,9	314,6	69,0	101,1	134,0	72,9	377,1
EBIT	52,5	57,5	66,3	71,0	247,3	46,7	82,1	70,2	93,3	292,2	62,9	95,3	128,1	67,3	353,6
Zysk (strata) brutto	54,4	55,8	62,1	70,4	242,6	47,8	86,8	68,7	93,5	296,8	66,1	96,4	129,7	65,9	358,1
Zysk (strata) netto	42,8	44,2	47,9	57,2	192,0	37,3	69,3	54,6	74,7	235,8	51,5	77,8	104,7	54,8	288,9
Marża brutto ze sprzedaży	13,0%	7,7%	6,6%	9,7%	8,7%	9,5%	9,4%	9,8%	9,6%	9,6%	11,6%	10,2%	10,3%	9,6%	10,3%
Marża EBITDA	7,0%	4,8%	4,6%	6,2%	5,5%	6,2%	6,2%	5,1%	7,1%	6,1%	7,0%	6,8%	7,5%	5,2%	6,7%
Marża EBIT	6,3%	4,4%	4,3%	5,7%	5,0%	5,5%	5,8%	4,8%	6,7%	5,7%	6,4%	6,4%	7,2%	4,8%	6,2%
Marża zysku netto	5,1%	3,3%	3,1%	4,6%	3,9%	4,4%	4,9%	3,7%	5,4%	4,6%	5,2%	5,2%	5,9%	3,9%	5,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Konsensus zakłada obecnie ponad 5,9 mld PLN przychodów Budimexu w 2016 roku. Uważamy, że taki poziom jest mało realny, ze względu na strukturę terminową portfela. Dynamiki przychodów w części budowlanej w dalszej części roku raczej nie będą już tak wysokie jak w 1Q'16. Należy także pamiętać o dużym poziomie wyłączeń wynikającym z realizacji prac dla własnej części deweloperskiej (harmonogram przekazania zakładu ponad 2 tys. mieszkań w 2017 roku). Dobry 1Q'16 wskazuje, że spółka może poprawić marżę vs 2015 rok. Uważamy jednak, że poziomy z początku roku są nie do powtórzenia w kolejnych kwartałach zarówno w budowlance (rysująca się presja po stronie kosztowej) jak i w deweloperce (projekty o słabszej marży z Krakowa). Przetargi drogowe i kolejowe są na razie zamrożone. Zakładamy, że oferty cenowe będą składane najszybciej od przełomu 3/4Q'16. Może rodzić to ryzyka dla osiągnięcia 6,8 mld PLN sprzedaży jaką zakłada obecnie konsensus na 2017 rok.

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2016	2016	odchylenie	2017	2017	odchylenie	2018	2018	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	5 662,3	5 914,4	-4,3%	6 237,7	6 800,8	-8,3%	6 600,7	7 037,7	-6,2%
EBITDA	377,1	350,9	7,5%	419,2	388,2	8,0%	427,2	384,0	11,3%
EBIT	353,6	323,8	9,2%	395,9	359,8	10,0%	401,9	364,8	10,2%
Zysk (strata) netto	288,9	267,4	8,0%	321,7	302,5	6,3%	323,7	300,3	7,8%
Gotówka netto	2 417	2 062	17,2%	2 406	2 082	15,6%	2 027	2 222	-8,8%
Marża EBITDA	6,7%	5,9%		6,7%	5,7%		6,5%	5,5%	
Marża EBIT	6,2%	5,5%		6,3%	5,3%		6,1%	5,2%	
Marża zysku netto	5,1%	4,5%		5,2%	4,4%		4,9%	4,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy BDM vs druga najwyższa prognoza w konsensusie rynkowym [mln PLN]

	2016	2016	odchylenie	2017	2017	odchylenie	2018	2018	odchylenie
	BDM	konsensus max*		BDM	konsensus max*		BDM	konsensus max*	
EBITDA	377,1	382,0	-1,3%	419,2	434,0	-3,4%	427,2	440,0	-2,9%
Zysk (strata) netto	288,9	290,0	-0,4%	321,7	322,0	-0,1%	323,7	349,0	-7,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, *odrzucono najwyższe odczyty

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

	EBITDA					zysk netto				
Data rekomendacji	2016P	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r	2016P	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
2016-04-19	323	376	16%	362	-4%	238	293	23%	287	-2%
2016-04-12	371	464	25%	-	-	288	361	25%	-	-
2016-03-18	289	318	10%	-	-	227	251	11%	-	-
2016-02-29	367	410	12%	-	-	290	320	10%	349	9%
2016-02-25	324	361	11%	379	5%	255	284	11%	301	6%
2016-02-22	317	333	5%	330	-1%	242	253	5%	255	1%
2016-02-08	382	434	14%	440	1%	285	322	13%	327	2%
2016-02-03	333	390	17%	-	-	242	286	18%	-	-
2016-01-15	423	-	-	-	-	328	-	-	-	-
2015-12-21	363	396	9%	376	-5%	264	290	10%	272	-6%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Proгноza wyników wg segmentów działalności

Wyniki spółki [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Dynamika produkcji bud. r/r	-1,1%	-13,6%	2,6%	2,3%	-0,9%	10,1%	5,8%	3,1%	-2,2%	-7,5%	-4,6%	-0,1%	1,8%	1,8%
Przychody	6 078	4 749	4 950	5 134	5 662	6 238	6 601	6 450	5 897	5 768	5 683	5 631	5 622	5 617
Zysk brutto ze sprzedaży	460	395	433	493	584	646	650	615	552	539	532	527	526	525
Marża brutto ze sprzedaży	7,6%	8,3%	8,7%	9,6%	10,3%	10,4%	9,9%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%
EBIT	182	333	247	292	354	396	402	367	307	298	294	290	289	289
Marża EBIT	3,0%	7,0%	5,0%	5,7%	6,2%	6,3%	6,1%	5,7%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%
Zysk netto	186,0	300,5	192,0	235,8	288,9	321,7	323,7	294,2	242,6	234,2	230,2	226,8	225,9	225,3
Marża netto	3,1%	6,3%	3,9%	4,6%	5,1%	5,2%	4,9%	4,6%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Działalność budowlana [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	5 606	4 141	4 717	4 937	5 434	5 676	6 178	6 023	5 469	5 334	5 242	5 192	5 169	5 168
-infrastruktura	3 552	2 456	2 680	2 497	2 770	3 203	3 584	3 347	2 745	2 611	2 528	2 475	2 443	2 427
-budownictwo ogólne	2 054	1 685	2 037	2 440	2 664	2 473	2 594	2 676	2 724	2 723	2 714	2 717	2 726	2 741
Zysk brutto ze sprzedaży	360	304	363	426	478	491	523	487	423	409	400	393	389	387
Marża brutto ze sprzedaży	6,4%	7,3%	7,7%	8,6%	8,8%	8,6%	8,5%	8,1%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%
EBIT	111	136	196	245	281	285	315	280	219	210	204	199	196	194
Marża EBIT	2,0%	3,3%	4,2%	5,0%	5,2%	5,0%	5,1%	4,6%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%
Działalność deweloperska [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	322	225	251	293	384	634	491	492	492	499	506	511	527	532
Zysk brutto ze sprzedaży	74	45	54	65	81	128	99	99	99	101	102	103	106	107
Marża brutto ze sprzedaży	22,8%	20,0%	21,4%	22,3%	20,9%	20,1%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
EBIT	37	-34	39	47	48	84	60	60	60	61	62	63	65	66
Marża EBIT	11,4%	-14,9%	15,6%	16,0%	12,5%	13,3%	12,2%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%
sprzedaż notarialna mieszkań [szt]	740	495	695	908	1 237	2 198	1 759	1 700	1 658	1 658	1 666	1 666	1 700	1 700
Pozostała działalność [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	315	537	160	187	212	216	220	224	228	232	235	237	237	237
Zysk brutto ze sprzedaży	31	52	15	19	27	28	28	29	29	30	30	31	31	31
Marża brutto ze sprzedaży	9,8%	9,7%	9,2%	10,3%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
EBIT	25	223	4	9	18	16	17	17	17	18	18	18	18	18
Marża EBIT	8,0%	41,5%	2,6%	4,9%	8,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]*	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	-165	-153	-178	-282	-368	-288	-289	-289	-292	-297	-299	-308	-311	-319
Zysk brutto ze sprzedaży	-4	-6	1	-18	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	9	8	8	-8	7	11	10	10	10	10	10	10	10	10

Źródło: DM BDM S.A., * wynik głównie zależy od skali przekazanych mieszkań vs prace na własnych projektach

Proгноza produkcji budowlanej [mld PLN]

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ogółem	96,0	82,9	85,1	87,1	86,3	95,0	100,5	103,6	101,2	93,6	89,3	89,1	90,8	92,4
Budownictwo kubaturowe	42,9	39,8	39,1	40,3	41,7	43,4	44,9	45,6	44,8	44,1	45,0	45,9	46,8	47,7
budynki mieszkalne	13,4	10,9	10,7	11,8	12,5	13,0	13,4	13,6	13,3	13,1	13,4	13,7	14,1	14,4
budynki biurowe	3,6	3,3	3,1	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,5	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6
budynki handlowo-usługowe	6,1	6,1	6,0	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1	6,0	5,9	6,0	6,0	6,1	6,2
budynki przemysłowe i magazynowe	9,3	10,0	10,7	11,8	12,2	12,8	13,4	13,6	13,2	12,8	13,1	13,3	13,6	13,8
pozostałe	10,4	9,5	8,7	7,9	8,0	8,2	8,5	8,7	8,8	8,9	9,1	9,3	9,5	9,7
Obiekty inżynierii lądowej i wodnej	53,1	43,1	46,0	46,7	44,6	51,6	55,6	57,9	56,4	49,5	44,3	43,3	44,0	44,7
budownictwo drogowe	21,7	15,0	14,6	14,8	16,6	21,6	23,8	25,0	21,2	14,2	12,8	13,5	13,8	14,1
drogi szynowe	3,6	3,6	4,9	5,4	3,6	4,0	5,2	7,0	9,4	10,4	6,9	5,2	5,3	5,5
mosty, wiadukty i estakady	4,0	2,4	2,2	2,3	2,3	2,9	3,3	3,6	3,7	3,1	2,5	2,5	2,5	2,6
pozostałe	23,8	22,1	24,3	24,3	22,0	23,1	23,4	22,3	22,1	21,8	22,0	22,2	22,3	22,5
zmiana r/r	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ogółem	-1%	-14%	3%	2%	-1%	10%	6%	3%	-2%	-8%	-5%	0%	2%	2%
Budownictwo kubaturowe	11%	-7%	-2%	3%	4%	4%	3%	2%	-2%	-2%	2%	2%	2%	2%
budynki mieszkalne	12%	-19%	-1%	10%	6%	4%	3%	1%	-2%	-2%	2%	2%	2%	2%
budynki biurowe	21%	-9%	-8%	8%	0%	3%	3%	1%	-2%	-2%	1%	1%	1%	1%
budynki handlowo-usługowe	-3%	0%	-3%	-6%	4%	2%	3%	1%	-2%	-2%	1%	1%	1%	1%
budynki przemysłowe i magazynowe	16%	8%	7%	10%	4%	5%	4%	2%	-3%	-3%	2%	2%	2%	2%
pozostałe	11%	-9%	-8%	-9%	1%	3%	3%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Obiekty inżynierii lądowej i wodnej	-9%	-19%	7%	2%	-5%	16%	8%	4%	-3%	-12%	-11%	-2%	2%	2%
budownictwo drogowe	-16%	-31%	-3%	2%	13%	30%	10%	5%	-15%	-33%	-10%	5%	2%	2%
drogi szynowe	-1%	3%	33%	11%	-33%	10%	30%	35%	35%	10%	-33%	-25%	3%	2%
mosty, wiadukty i estakady	-1%	-40%	-8%	2%	0%	27%	14%	12%	0%	-15%	-18%	-3%	2%	2%
pozostałe	-4%	-7%	10%	0%	-9%	5%	1%	-4%	-1%	-1%	1%	1%	1%	1%

Źródło: DM BDM S.A., GUS

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	680	821	836	868	896	894	883	882	881	882	882	882
Wartości niematerialne i prawne	78	77	77	76	76	76	76	76	76	76	76	76
Rzeczowe aktywa trwałe	80	83	89	110	132	133	134	135	137	139	139	140
Pozostałe aktywa trwałe	522	661	670	681	688	685	673	671	669	667	667	666
Aktywa obrotowe	3 179	3 892	4 197	4 212	3 957	3 971	3 494	3 337	3 241	3 213	3 197	3 190
Zapasy	649	868	862	804	917	914	896	888	881	875	864	854
Należności krótkoterminowe	667	594	837	922	976	1 312	1 199	1 173	1 156	1 145	1 143	1 142
Inwestycje krótkoterminowe	1 851	2 416	2 483	2 471	2 050	1 729	1 384	1 261	1 189	1 177	1 174	1 179
-środki pieniężne i ekwiwalenty	1 832	2 413	2 480	2 469	2 047	1 727	1 381	1 258	1 186	1 175	1 172	1 176
-pozostałe	20	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Pozostałe aktywa obrotowe	12	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Aktywa razem	3 858	4 713	5 033	5 080	4 853	4 865	4 377	4 219	4 122	4 094	4 079	4 072
Kapitał (fundusz) własny	519	599	680	749	727	698	646	639	636	633	635	635
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 336	4 110	4 348	4 325	4 119	4 159	3 722	3 569	3 474	3 448	3 430	3 422
Rezerwy na zobowiązania	297	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325	325
Zobowiązania długoterminowe	227	255	250	250	207	207	207	207	207	207	207	207
- w tym dług oprocentowany	51	48	43	43	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	2 608	3 525	3 767	3 744	3 581	3 622	3 184	3 032	2 937	2 911	2 893	2 885
- w tym dług oprocentowany	21	20	20	20	20	10	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	3 858	4 713	5 033	5 080	4 853	4 865	4 377	4 219	4 122	4 094	4 079	4 072

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	4 950	5 134	5 662	6 238	6 601	6 450	5 897	5 768	5 683	5 631	5 622	5 617
Koszty produktów, tow. i materiałów	4 517	4 641	5 078	5 591	5 950	5 835	5 345	5 229	5 151	5 104	5 096	5 092
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	433	493	584	646	650	615	552	539	532	527	526	525
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	205	220	235	248	245	245	243	238	235	234	234	234
Zysk (strata) na sprzedaży	227	273	349	399	405	370	309	301	297	293	292	291
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	20	19	5	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Wynik na instrumentach pochodnych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	270	315	377	419	427	396	335	327	323	320	319	318
EBIT	247	292	354	396	402	367	307	298	294	290	289	289
Saldo działalności finansowej	1	8	4	2	-1	-2	-6	-8	-9	-9	-9	-9
Jednostki stowarzyszone	-6	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	243	297	358	398	401	365	301	291	286	281	280	280
Zysk (strata) netto mniejszości	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zysk (strata) netto	192	236	289	322	324	294	243	234	230	227	226	225

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	486	699	281	257	-12	20	-31	134	178	235	238	246
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-49	-70	1	-14	-20	-6	-11	-15	-16	-17	-17	-17
Przepływy z działalności finansowej	-300	-172	-215	-255	-390	-334	-304	-242	-233	-229	-224	-225
Przepływy pieniężne netto	137	457	67	-12	-422	-320	-346	-123	-72	-12	-3	5
Środki pieniężne na początek okresu*	1 590	1 727	2 413	2 480	2 469	2 047	1 727	1 381	1 258	1 186	1 175	1 172
Środki pieniężne na koniec okresu*	1 727	2 184*	2 480	2 469	2 047	1 727	1 381	1 258	1 186	1 175	1 172	1 176

*Różnica pomiędzy bilansem i CF wg danych prezentacyjnych spółki (środki pieniężne i ich ekwiwalenty o ograniczonej możliwości dysponowania)

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	3,7%	10,3%	10,2%	5,8%	-2,3%	-8,6%	-2,2%	-1,5%	-0,9%	-0,2%	-0,1%
EBITDA zmiana r/r	16,4%	19,9%	11,2%	1,9%	-7,4%	-15,2%	-2,4%	-1,2%	-1,1%	-0,3%	-0,2%
EBIT zmiana r/r	18,2%	21,0%	12,0%	1,5%	-8,7%	-16,4%	-2,7%	-1,4%	-1,3%	-0,4%	-0,3%
Zysk netto zmiana r/r	22,9%	22,5%	11,3%	0,6%	-9,1%	-17,5%	-3,5%	-1,7%	-1,5%	-0,4%	-0,3%
Marża brutto na sprzedaży	9,6%	10,3%	10,4%	9,9%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%
Marża EBITDA	6,1%	6,7%	6,7%	6,5%	6,1%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża EBIT	5,7%	6,2%	6,3%	6,1%	5,7%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%
Marża brutto	5,8%	6,3%	6,4%	6,1%	5,7%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża netto	4,6%	5,1%	5,2%	4,9%	4,6%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
COGS / przychody	90,4%	89,7%	89,6%	90,1%	90,5%	90,6%	90,6%	90,6%	90,6%	90,6%	90,7%
SG&A / przychody	4,3%	4,2%	4,0%	3,7%	3,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
SG&A / COGS	4,7%	4,6%	4,4%	4,1%	4,2%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
ROE	39,4%	42,5%	42,9%	44,5%	42,1%	37,5%	36,7%	36,2%	35,8%	35,6%	35,5%
ROA	5,0%	5,7%	6,3%	6,7%	6,0%	5,5%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%
Dług	67	63	63	20	10	0	0	0	0	0	0
D / (D+E)	1,4%	1,2%	1,2%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	1,5%	1,3%	1,3%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	2,7%	1,3%	0,6%	-0,3%	-0,7%	-1,9%	-2,6%	-3,0%	-3,1%	-3,1%	-3,1%
Dług / kapitał własny	11,3%	9,2%	8,4%	2,7%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-2 346	-2 417	-2 406	-2 027	-1 717	-1 381	-1 258	-1 186	-1 175	-1 172	-1 176
Dług netto / kapitał własny	-3,91	-3,55	-3,21	-2,79	-2,46	-2,14	-1,97	-1,87	-1,86	-1,85	-1,85
Dług netto / EBITDA	-7,5	-6,4	-5,7	-4,7	-4,3	-4,1	-3,8	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
Dług netto / EBIT	-8,0	-6,8	-6,1	-5,0	-4,7	-4,5	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,1
EV	2 658	2 586	2 598	2 977	3 287	3 623	3 746	3 817	3 829	3 832	3 828
Dług / EV	2,5%	2,4%	2,4%	0,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	140,4%	120,4%	187,7%	182,7%	104,6%	100,6%	102,9%	104,2%	104,2%	101,9%	100,9%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Przychody	-15,4%	0,2%	1,1%	5,2%	4,3%	4,7%	2,0%	1,2%	0,1%	0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	2,1%	11,6%	93,7%	-185,5%	-50,6%	-89,0%	-79,9%	-15,9%	-55,2%	76,4%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E*	21,2	17,3	15,6	15,5	17,0	20,6	21,4	21,7	22,1	22,2	22,2
P/BV*	8,4	7,4	6,7	6,9	7,2	7,7	7,8	7,9	7,9	7,9	7,9
P/CE*	19,4	16,0	14,5	14,3	15,5	18,4	19,0	19,3	19,5	19,6	19,6
EV/EBITDA*	8,5	6,9	6,2	7,0	8,3	10,8	11,4	11,8	12,0	12,0	12,0
EV/EBIT*	9,1	7,3	6,6	7,4	9,0	11,8	12,6	13,0	13,2	13,2	13,3
EV/S*	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
BVPS	23,5	26,6	29,4	28,5	27,3	25,3	25,0	24,9	24,8	24,9	24,9
EPS	9,2	11,3	12,6	12,7	11,5	9,5	9,2	9,0	8,9	8,8	8,8
CEPS	10,1	12,2	13,5	13,7	12,6	10,6	10,3	10,2	10,0	10,0	10,0
FCFPS	-1,2	5,0	6,6	8,8	8,9	9,3	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	6,1	8,1	9,9	13,5	12,7	11,5	9,5	9,1	9,0	8,8	8,8
Payout ratio	81,3%	88,1%	87,4%	107,5%	100,0%	100,0%	99,6%	99,5%	99,7%	99,0%	99,7%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 196,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016	196,0	47 654
trzymaj	125,6	trzymaj	128,9	8.09.2014	124,1	54 380
trzymaj	128,9	redukuj	69,9	5.06.2014	131,7	52 892
redukuj	69,9	redukuj	70,4	9.05.2013	77,9	44 970
redukuj	70,4	redukuj	82,6	21.10.2011	74,0	39 045
redukuj	82,6	redukuj	64,5	11.06.2010	91,8	40 840
redukuj	64,5	-	-	19.05.2009	73,0	30 300

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	2	33%
Akumuluj	1	17%
Trzymaj	1	17%
Redukuj	2	33%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 29.05.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.05.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 29.04.2016 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.