



2 kwietnia 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	66,4 PLN
Cena docelowa	69,1 PLN
Kapitalizacja	1,69 mld PLN
Free float	0,39 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,44 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Ferrovial Agroman	59,06%
BZ WBK AIB Asset Management	12,74%
PTE PZU	5,21%

Pozostali	22,99%
-----------	--------

Strategia dotycząca sektora

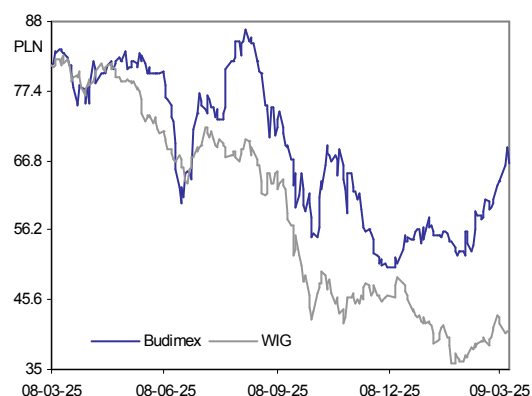
W sektorze budowlanym kierujemy się podejściem sektorowym. Najlepiej oceniamy perspektywę segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa energetycznego (perspektywa boomu w latach 2011-2017). Neutralnie oceniamy perspektywę budownictwa chemicznego, natomiast najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa kubaturowego (obiekty mieszkalne, komercyjne i publiczne).

Profil spółki

Budimex świadczy usługi budowlane, specjalizując się w budownictwie drogowym i kubaturowym (budynki mieszkalne, biurowe, usługowe, użyteczności publicznej). Jest generalnym wykonawcą dużych inwestycji infrastrukturalnych, użyteczności publicznej i innych.

Ważne daty

28.04 - publikacja raportu skonsolidowanego za 1Q
14.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2Q
27.10 - publikacja raportu skonsolidowanego za 3Q

Kurs akcji BDX na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Budimex

BMEX.WA; BDX.PW

Trzymaj

(Obniżona)

Nadpłynność nie trwa wiecznie

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, spółka zdecydowała się na wypłatę dywidendy z zysku za rok 2008. Zarząd zapowiada wypłatę nawet 100 mln PLN w formie dywidendy (yield = 6,2%). Na koniec 2008 roku spółka charakteryzowała się dużą nadpłynnością (gotówka netto na akcję to 19,2 PLN). Wysokie stany gotówkowe wynikają z niskich stanów należności w porównaniu do zobowiązań (przerzucenie kosztu pieniądza w czasie na podwykonawców), a także systemu zaliczkowego obecnego w budownictwie drogowym. Sądzymy, że w gorszej koniunkturze przewaga zobowiązań handlowych nad należnościami może zmaleć, co zredukowałoby stany gotówki na rachunkach spółki. Na spadek stanów gotówkowych może wpłynąć także inwestycja środków w ramach objęcia udziałów w Autostradzie Południe, celem spółki jest budowa odcinka Stryków-Pyrzowice (5% udziału w inwestycji kosztowałoby 350-400 mln PLN, zarząd deklaruje, że udział Budimexu w przedsięwzięciu może się zwiększyć). Z uwagi na brak danych dotyczących rentowności obiektu, nie uwzględniamy dywidendy możliwej do uzyskania z działalności autostrady (scenariusz konserwatywny). Z drugiej strony, deklarowana przez GDDKiA chęć wypłaty dodatkowych zaliczek wykonawcom mogłaby wpłynąć na wzrost stanu gotówki na rachunkach spółki. Zgodnie z prognozą, gotówka netto na koniec 2009 roku wyniesie 158,7 mln PLN, a wypłaty dywidendy w 2010 i 2011 roku mogą się nie powtórzyć. W związku z wzrostem ceny akcji spółki, obniżamy rekomendację do trzymaj z niezmienioną ceną docelową.

Inne istotne wydarzenia

Pozytywnie oceniamy wzrost zaangażowania spółki w zakresie budownictwa ekologicznego (złożona najkorzystniejsza oferta na rozbudowę i modernizację Wrocławskiej Oczyszczalni Ścieków). Sądzymy, że jest jeszcze za wcześnie, aby dyskutować o pozytywnym rozstrzygnięciu sporu sądowego z PPPL w sprawie zakończenia budowy Terminalu na Okęciu. Wyrok w postępowaniu częściowym w sprawie wzrostu pobranych gwarancji wraz z odsetkami nie jest też przesądzony (z tego tytułu do Budimexu wróciłoby 25,3 mln PLN). Deklaracja utrzymania kosztów zarządu na bieżącym poziomie (około 4,5% wartości przychodów) również skłania nas do rewizji prognozy (zakładaliśmy spadek kosztów zarządu w relacji do przychodów spółki w latach kolejnych)

Kontrakt na budowę A1: szanse i zagrożenia

Pozytywnie postrzegamy możliwość pozyskania kontraktu na budowę części autostrady A1, który zagwarantowałby około 1 mld PLN przychodów w trudnym roku 2010. Jednak realizacja prac wiąże się też z ryzykami. Ponieważ budowa zakończy się prawdopodobnie dopiero w 2012 roku, możliwe jest, że dynamika kosztów w budownictwie, która pojawi się prawdopodobnie w 2011 roku, przekroczy poziom inflacji i wpłynie na erozję marż na kontrakcie w latach 2011 i 2012.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	3075,9	3350,0	3541,0	4772,0	4928,2
EBITDA	51,7	134,2	201,0	177,4	158,4
marża EBITDA	1,7%	4,0%	5,7%	3,7%	3,2%
EBIT	28,0	112,2	178,1	154,1	134,7
Zysk netto	15,1	104,7	148,1	119,5	116,6
P/E	112,4	16,2	11,4	14,2	14,5
P/CE	43,8	13,4	9,9	11,9	12,1
P/BV	3,2	2,6	2,5	2,1	1,8
EV/EBITDA	28,2	9,0	6,0	6,8	7,6
DYield	0,0%	0,0%	6,2%	0,0%	0,0%

Wysokie stany gotówkowe Budimexu

Źródła gotówki netto w Budimexie, Trakcji Polskiej i Rafako na Q4 2008

	Budimex	Trakcja Polska	Rafako
Gotówka	704,3	313,2	268,5
Bony skarbowe i handlowe	99,5	0,0	0,0
Zadłużenie długoterminowe	218,7	33,3	0,0
Zadłużenie krótkoterminowe	95,6	11,6	9,6
Gotówka netto	489,6	268,3	258,9
Nadwyżka zobowiązań handlowych nad należnościami	299,5	72,1	-28,8
Gotówka netto (1)	190,1	196,2	287,6
Nadwyżka zobowiązań z tyt. kontraktów budowlanych nad należnościami	91,0	62,4	233,0
Gotówka netto	99,0	133,8	54,6
Nadwyżka zobowiązań z kaucji z tyt. umów o budowę nad należnościami z tyt. umów o budowę	25,6		
Gotówka netto	73,4		
Zaliczki	121,5		
Gotówka netto (2)	-48,0		
Rozliczenia międzyokresowe		0,3	-48,2
Gotówka netto (2)		133,4	102,8

Źródło: DI BRE Banku S.A., Budimex, Trakcja Polska, Rafako

Możliwość spadku gotówki netto na bilansie spółki

Celem Budimexu jest powielenie modelu hiszpańskiego, zgodnie z którym firmy budowlane przerzucają koszt pieniądza w czasie na podwykonawców, generując w ten sposób umiarkowane rentowności (2-3% netto) oraz wysokie dodatnie przepływy pieniężne, które następnie są reinwestowane. Na polskim rynku na realizację modelu pozwala także istniejący system zaliczek w budownictwie infrastrukturalnym. W powyższej analizie zaprezentowaliśmy rozbieżność czynników, które wpływają na wysokie stany gotówkowe Budimexu. Prawie 300 mln PLN zawdzięczane jest nadwyżce zobowiązań handlowych nad należnościami. Sądzymy, że czynnik ten w przyszłości będzie tracił na znaczeniu (m.in. ze względu na to, że słabnący podwykonawcy w budownictwie kubaturowym nie będą w stanie sami finansować prac). Stan gotówki netto w pozycji (1) uwzględnia rozliczenia z tytułu zobowiązań i należności handlowych (mogą podlegać zmianie), podczas gdy stan gotówki netto w pozycji (2) uwzględnia także zaliczki i kaucje (specyfika segmentów działalności, to nie powinno podlegać zmianom ze względu na sytuację gospodarczą).

Wycena porównawcza Budimexu

Wycena porównawcza akcji Budimexu

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/S 2010P
Erbud	8,05	11,31	5,91	8,81	0,31	0,33
Elektrobudowa	11,06	10,98	8,90	8,93	0,75	0,74
Mostostal Warszawa	8,16	10,40	4,01	5,06	0,33	0,32
PBG	12,28	12,77	9,08	9,13	1,02	0,85
Polimex Mostostal	9,14	10,73	5,82	6,21	0,29	0,30
Trakcja Polska	7,85	7,89	5,83	5,93	0,62	0,55
Mediana	8,65	10,85	5,87	7,51	0,48	0,44
Budimex	11,44	14,18	5,99	6,79	0,48	0,35
Premia (dyskonto)	32,22%	30,63%	2,11%	-9,57%	0,71%	-19,34%

Źródło: DI BRE Banku S.A.



W celu informacyjnym dołączyliśmy wycenę porównawczą akcji Budimexu. W porównaniu do pozostałych spółek budowlanych, Budimex wyceniony jest z premią w wysokości 22,8% (przy zastosowaniu wskaźników P/E oraz EV/EBITDA).

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Budimexu szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 69,1 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	3 541,0	4 772,0	4 928,2	5 138,5	5 413,2	5 399,8	5 388,3	5 528,5	5 701,9	5 882,2	
zmiana	5,7%	34,8%	3,3%	4,3%	5,3%	-0,2%	-0,2%	2,6%	3,1%	3,2%	
EBITDA	201,0	177,4	158,4	153,1	168,0	168,2	163,6	163,8	168,2	172,7	
marża EBITDA	5,7%	3,7%	3,2%	3,0%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	
Amortyzacja	22,9	23,3	23,7	24,0	24,4	24,7	24,9	25,1	25,2	25,4	
EBIT	178,1	154,1	134,7	129,1	143,6	143,6	138,6	138,7	142,9	147,3	
marża EBIT	5,0%	3,2%	2,7%	2,5%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	
Opodatkowanie EBIT	35,6	30,8	26,9	25,8	28,7	28,7	27,7	27,7	28,6	29,5	
NOPLAT	142,5	123,3	107,8	103,2	114,9	114,8	110,9	111,0	114,3	117,8	
CAPEX	-29,9	-382,8	-33,5	-32,8	-32,5	-31,7	-30,8	-29,5	-25,2	-25,4	
Kapitał obrotowy	-345,8	-3,5	202,3	-7,8	-7,9	-7,7	-7,2	-7,1	-7,1	-7,0	
działalność deweloperska	-208,9	165,7	210,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
działalność budowl. i inna	-136,9	-169,2	-7,8	-7,8	-7,9	-7,7	-7,2	-7,1	-7,1	-7,0	
FCF	-210,3	-239,7	300,2	86,7	98,9	100,1	97,8	99,4	107,3	110,8	114,2
WACC	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
współczynnik dyskonta	92,3%	82,9%	74,5%	66,9%	60,1%	54,0%	48,5%	43,6%	39,2%	35,4%	
PV FCF	-194,1	-198,8	223,7	58,0	59,5	54,1	47,5	43,4	42,0	39,3	
WACC	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
Koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%
Wartość rezydualna (TV)	1502,07
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	532,2
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	174,5
Wartość firmy (EV)	706,8
Dług netto	-489,6
Wartość likwidacyjna gruntów i udziału w Autostradzie Południe	431,3
Udziałowcy mniejszościowi	0,1
Wartość firmy	1 627,5
Liczba akcji (mln.)	25,5
Wartość firmy na akcję (PLN)	63,7
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%
Cena docelowa	69,1

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	66,7	68,1	69,6	71,4	73,4
WACC -0,5pp	66,5	67,9	69,4	71,1	73,1
WACC	66,3	67,6	69,1	70,9	72,8
WACC +0,5pp	66,1	67,4	68,9	70,6	72,6
WACC +1,0pp	65,9	67,2	68,7	70,4	72,3

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	3,5
P/E('09) dla ceny docelowej	11,9
Udział TV w EV	75%



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	3 043,2	3 075,9	3 350,0	3 541,0	4 772,0	4 928,2
<i>zmiana</i>	<i>12,6%</i>	<i>1,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>34,8%</i>	<i>3,3%</i>
Koszt własny sprzedaży	2 918,4	2 927,7	2 962,2	3 176,0	4 402,1	4 576,3
Zysk brutto na sprzedaży	124,7	148,3	387,8	364,9	369,9	351,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>10,3%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,1%</i>
Koszty sprzedaży	-28,0	-26,2	-24,8	-26,1	-32,0	-33,0
Koszty ogólnego zarządu	-108,0	-114,6	-133,1	-139,7	-171,3	-176,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,9	-21,1	-28,8	-21,0	-12,5	-7,2
Zysk z instrumentów pochodnych (strata)	23,1	41,7	-88,9	0,0	0,0	0,0
EBIT	9,9	28,0	112,2	178,1	154,1	134,7
<i>zmiana</i>	<i>405,6%</i>	<i>182,2%</i>	<i>300,1%</i>	<i>58,8%</i>	<i>-13,5%</i>	<i>-12,6%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	0,4	-16,1	24,3	1,6	-10,8	4,9
Pozostałe	1,8	1,6	2,9	3,1	4,2	4,3
Zysk brutto	12,2	13,6	139,5	182,8	147,5	144,0
Podatek dochodowy	8,2	-0,5	34,6	34,7	28,0	27,4
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3,9	15,1	104,7	148,1	119,5	116,6
<i>zmiana</i>	<i>91,8%</i>	<i>286,9%</i>	<i>595,1%</i>	<i>41,4%</i>	<i>-19,3%</i>	<i>-2,4%</i>
<i>marża</i>	<i>0,13%</i>	<i>0,49%</i>	<i>3,13%</i>	<i>4,18%</i>	<i>2,50%</i>	<i>2,37%</i>
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,9	23,3	23,7
EBITDA	31,1	51,7	134,2	201,0	177,4	158,4
<i>zmiana</i>	<i>34,5%</i>	<i>66,0%</i>	<i>159,8%</i>	<i>49,8%</i>	<i>-11,8%</i>	<i>-10,7%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,2%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
EPS	0,2	0,6	4,1	5,8	4,7	4,6
CEPS	1,0	1,5	5,0	6,7	5,6	5,5
ROAE	0,7%	2,8%	17,7%	22,2%	16,0%	13,5%
ROAA	0,2%	0,6%	4,1%	5,1%	3,5%	3,0%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	2 311,8	2 344,3	2 798,2	3 013,6	3 749,3	3 959,7
Majątek trwały	424,7	475,6	537,0	544,1	903,7	913,5
Majątek obrotowy	1 887,2	1 868,7	2 261,1	2 469,5	2 845,6	3 046,1
Zapasy	384,8	533,3	660,4	861,7	746,6	542,9
Należności	1 007,3	813,8	791,0	1 108,5	1 843,2	1 938,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,9	5,0	5,8	5,8	5,8	5,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	489,2	516,6	803,8	493,5	249,9	559,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
PASYWA	2 311,8	2 344,3	2 798,2	3 013,6	3 749,3	3 959,7
Kapitał własny	523,3	536,2	644,7	688,1	807,6	924,2
Kapitał mniejszości	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	214,6	312,9	396,0	395,1	395,1	395,1
Pożyczki i kredyty	95,9	171,0	218,7	218,7	218,7	218,7
Rezerwy i inne	32,9	48,5	80,8	80,0	80,0	80,0
Inne	85,8	93,4	96,4	96,4	96,4	96,4
Zobowiązania krótkoterminowe	1 573,0	1 495,1	1 757,5	1 930,4	2 546,6	2 640,4
Pożyczki i kredyty	138,3	106,2	95,6	95,6	95,6	95,6
Zobowiązania wobec dostawców	919,6	781,7	937,4	1 040,0	1 405,7	1 461,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	459,9	543,9	642,1	712,4	962,9	1 001,0
Rozliczenia międzyokresowe	55,3	63,3	82,5	82,5	82,5	82,5
Dług	234,2	277,2	314,3	314,3	314,3	314,3
Dług netto	-255,0	-239,4	-489,6	-179,2	64,4	-244,7
(Dług netto / Kapitał własny)	-48,7%	-44,6%	-75,9%	-26,0%	8,0%	-26,5%
(Dług netto / EBITDA)	-8,2	-4,6	-3,6	-0,9	0,4	-1,5
BVPS	20,5	21,0	25,3	27,0	31,6	36,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	-78,0	-15,2	252,3	-174,8	139,2	342,6
Zysk netto	3,9	15,1	104,7	148,1	119,5	116,6
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,9	23,3	23,7
Kapitał obrotowy	-56,6	-41,1	30,9	-345,8	-3,5	202,3
Pozostałe	-46,5	-12,8	94,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	16,7	19,1	-69,0	-29,9	-382,8	-33,5
CAPEX	-16,1	-7,8	-11,8	-29,9	-382,8	-33,5
Inwestycje kapitałowe	33,5	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumenty pochodne	64,4	28,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-65,1	-3,8	-57,1	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	93,3	16,0	10,4	-104,7	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	-104,7	0,0	0,0
Pozostałe	93,3	16,0	10,4	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	32,0	20,0	193,7	-309,5	-243,6	309,1
Środki pieniężne na koniec okresu	89,5	109,4	303,1	-6,4	-249,9	59,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	4,1	0,0	0,0
FCF	4,6	-10,2	113,9	-210,3	-239,7	300,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	0,3%	0,4%	0,8%	8,0%	0,7%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	435,0	112,4	16,2	11,4	14,2	14,5
P/CE	67,5	43,8	13,4	9,9	11,9	12,1
P/BV	3,2	3,2	2,6	2,5	2,1	1,8
P/S	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
FCF/EV	0,3%	-0,7%	9,5%	-17,5%	-19,9%	24,9%
EV/EBITDA	46,3	28,2	9,0	6,0	6,8	7,6
EV/EBIT	144,9	51,9	10,7	6,8	7,8	8,9
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	6,2%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	66,4					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
MC (mln PLN)	1693,9	1693,9	1693,9	1693,9	1693,9	1693,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 439,9	1 454,6	1 204,4	1 204,4	1 204,4	1 204,4



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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, 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

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 księgową

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 księgową) - 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Budimex

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-07-11	2008-08-14	2008-10-31	2008-11-25	2009-02-27
kurs z dnia rekomendacji	61,10	75,00	63,50	65,00	56,00
WIG w dniu rekomendacji	39632,83	41049,76	28056,29	26964,31	21923,27