



27 lutego 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Budimex

BMEX.WA; BDX.PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	56,0 PLN
Cena docelowa	69,9 PLN
Kapitalizacja	1,43 mld PLN
Free float	0,33 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,06 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

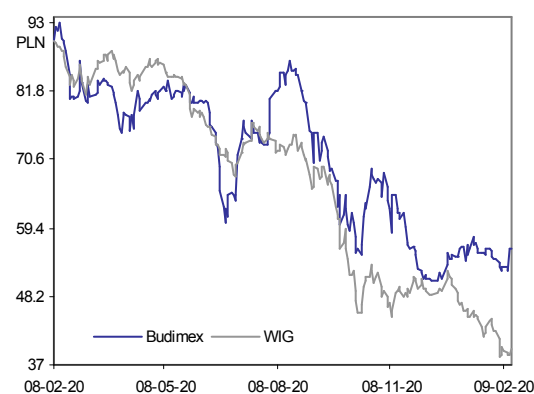
W sektorze budowlanym kierujemy się podejściem sektorowym. Najlepiej oceniamy perspektywę segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa energetycznego (perspektywa boomu w latach 2011-2017). Neutralnie oceniamy perspektywę budownictwa chemicznego, 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

31.03 - publikacja skonsolidowanego raportu rocznego
28.04 - publikacja raportu skonsolidowanego za 1Q
14.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2Q

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Szansa na portfel o wartości 7 mld PLN

W oparciu o bardzo dobre wyniki Q4 2008 oraz korzystne perspektywy segmentu budownictwa drogowego, podtrzymujemy rekomendację kupuj. W związku z dużymi oszczędnościami kosztowymi, poczynionymi na bieżącym portfelu zleceń, a także wpływem wyceny kontraktów w EUR po kursie 4,17 na koniec 2008 roku, dokonaliśmy rewizji prognozy rentowności Budimexu. Dostrzegamy szansę na wzrost portfela Budimexu do około 7 mld PLN, w przypadku podpisania kontraktu na budowę odcinka autostrady A1 (szansę na podpisanie kontraktu oceniamy na 90%). Kontrakt na A1 gwarantuje ponad 1 mld PLN przychodów na trudne lata 2010 i 2011. Nadal pozytywnie postrzegamy dużą ekspozycję Budimexu na segment budownictwa inżynierskiego i drogowego. Segment ten naszym zdaniem w najmniejszym stopniu jest zagrożony wzrostem konkurencji z wszystkich segmentów budownictwa. Zgodnie z prognozą, udział budownictwa drogowego i inżynierskiego w marży brutto w 2010 roku wyniesie 67,8%, w 2011 roku zaś 72,1%.

Prognoza wyniku na rok 2009

Spółka w Q4 2008 wykazała bardzo wysoką marżę brutto na sprzedaży (18,7%). Tak wysoka marża brutto ze sprzedaży wynikała z wzrostu kursu EUR oraz rozpoznania oszczędności kosztowych. Szacujemy, że w 2009 roku średnioroczna marża brutto na sprzedaży wyniesie 10,3%. Przewidujemy, że w 2009 roku wynik netto wyniesie około 151,5 mln PLN, przy założeniu, że kurs EUR/PLN na koniec roku utrzyma się na poziomie 4,17 (tzn. będzie taki jak na koniec 2008 roku). Wzrost prognozowanego zysku w połowie wynika z oszczędności kosztowych na bieżącym portfelu zleceń, w połowie zaś z wyceny kontraktów po kursie 4,17 na koniec 2008 roku. Zakładamy dodatkowe rezerwy na należności w wysokości 6% przychodów w segmencie mieszkaniowym w 2009 roku i w wysokości 4% przychodów w segmencie mieszkaniowym w 2010 roku. Nie bierzemy pod uwagę w prognozie odszkodowania z tytułu przerwania prac nad budową obwodnicy Augustowa (maksymalnie 36 mln PLN).

Rewizja prognoz na lata kolejne

Dokonaliśmy rewizji prognoz na lata przyszłe. Pewne oszczędności kosztowe z tytułu bieżącego portfela zleceń rozpoznaliśmy również w 2010 roku (około 15 mln PLN). Obniżyliśmy przewidywane marże na nowych kontraktach w segmencie budownictwa kubaturowego, zmieniliśmy też metodologię wyceny działalności deweloperskiej. Obecnie w prognozie marż brutto ze sprzedaży uwzględniamy jedynie rozpoczęte projekty deweloperskie, przyszłą działalność deweloperską zaś wyceniamy na podstawie kalkulacji wartości likwidacyjnej posiadanych gruntów. Dostrzegamy ryzyko słabnięcia podwykonawców, w związku z tym zakładamy, że uzyskanie dodatnich zmian kapitałów obrotowych w latach 2009 i 2010 nie będzie możliwe.

(mln PLN)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody	3075,9	3350,0	3544,4	4801,0	4956,1
EBITDA	51,7	134,2	203,6	181,0	163,9
marża EBITDA	1,7%	4,0%	5,7%	3,8%	3,3%
EBIT	28,0	112,2	181,2	158,3	140,8
Zysk netto	15,1	104,7	151,1	139,1	135,7
P/E	94,9	13,7	9,5	10,3	10,5
P/CE	37,0	11,3	8,2	8,8	9,0
P/BV	2,7	2,2	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA	23,0	7,7	5,1	5,7	6,3
DYield	0,0%	0,0%	5,3%	4,9%	4,7%

Prognoza wyników za rok 2008

Zestawienie prognozy i opublikowanych wyników za Q4 2008

(mln PLN)	IVQ 2008	IVQ 2007	zmiana	IVQ 2008P*	wynik vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus
Przychody	895,8	753,5	18,9%	902,9	-0,8%	863,0	3,8%
Zysk brutto	167,7	22,5	645,1%	96,6	73,5%	-	-
%	18,7%	3,0%	-	10,7	10,7%	-	-
EBIT	25,4	16,3	55,5%	23,3	8,8%	25,4	-0,1%
Zysk brutto	41,6	8,3	403,9%	23,6	76,2%	-	-
Zysk netto	31,6	17,9	76,7%	20,0	58,5%	22,7	39,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * prognoza EBIT DI BRE Banku S.A. skorygowana o pozycję z tytułu wyceny instrumentów pochodnych, omyłkowo wliczoną w pozostałe koszty finansowe

Komentarz do wyników kwartalnych Q4 2008

Poprawa marży brutto ze sprzedaży związana jest z rewizją wyceny kontraktów długoterminowych. Spółka nie stosuje rachunkowości zabezpieczeń, w związku z tym umocnienie EUR/PLN na koniec roku do poziomu 4,17 pociągnęło za sobą konieczność rewizji marż na kontraktach denominowanych w EUR (4 główne kontrakty: biurowce dla GTC we Wrocławiu, przebudowa oczyszczalni w Szczecinku, zakład MPO w Toruniu, modernizacja stacji Gdynia Główna Osobowa). Zgodnie z zasadami rachunkowości, rewizja marż prowadzi do uśrednienia marż na całym realizowanym kontrakcie (w efekcie, w wyniku Q4 2008 znalazła się poprawa wyniku odpowiadająca procentowo kosztom na kontraktach poniesionych w 2008 roku). Szacujemy, że efekt uśrednienia marż wynikający z aprecjacji EUR w stosunku do PLN mógł pomóc poprawić marżę brutto na sprzedaży o 26,7 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży została również powiększona o 7 mln PLN z tytułu odwrócenia rezerwy z tytułu kontraktu na wykonawstwo terminala na Okęciu. Spółka przyznaje także, że dokonała rewizji budżetów kontraktów z uwagi na zauważone oszczędności kosztowe. Tutaj również ważną rolę gra efekt „uśrednienia marż na realizacji kontraktu”. Sądzymy, że efekt ten mógł poprawić marżę brutto na sprzedaży o około 15 mln PLN. Powtarzalna marża brutto na sprzedaży za Q4 2008 kształtuje się na poziomie 13,3%.

Perspektywy rozwoju w poszczególnych segmentach

Budownictwo drogowe i inżynieryjne

Naszym zdaniem budownictwo drogowe oraz kolejowe pozostanie w perspektywie najbliższych 2 lat najbardziej defensywnym segmentem budownictwa. Nie przewidujemy znacznego wzrostu konkurencji. Największe spółki budowlane działające w segmencie takie jak Skanska, Strabag, czy Budimex, mają pełny portfel zleceń i prawdopodobnie nie będą prowadziły agresywnej walki cenowej. Wejście nowej konkurencji zagranicznej, przynajmniej przy tym kursie EUR/PLN, wydaje się być mało prawdopodobne. Wzrost konkurencji może mieć miejsce w zakresie obiektów inżynieryjnych, nie spodziewamy się jednak, aby miał on dużą skalę (nie zauważamy wielu graczy idących przykładem firmy Pol-Aqua). Nasze oczekiwania dotyczące korzystnych warunków konkurencyjnych związane są również z przewidywanym wzrostem inwestycji GDDKiA (oczekujemy przynajmniej 17 mld PLN w 2009 roku, w porównaniu do 13-15 mld PLN w 2008 roku i 30 mln PLN oficjalnie przeznaczonych na inwestycje w 2009 roku).

Budownictwo kubaturowe

Segment budownictwa kubaturowego jest najbardziej zagrożony wzrostem konkurencji na rynku. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, opublikowanymi w strategii dla sektora, najbardziej zagrożony erozją marż jest segment budownictwa publicznego i mieszkaniowego. Sądzymy, że w wielu przypadkach działalność w zakresie prostych obiektów kubaturowych (mieszkania i budynki publiczne) nie pozwoli na bazie kontraktów podpisanych w 2009 roku na wygenerowanie istotnie dodatniego wyniku netto. Nieznacznie korzystniej przedstawia się sytuacja w zakresie większych obiektów publicznych oraz handlowych i biurowych. Spodziewamy się, że Budimex będzie dążył do pozyskiwania kontraktów o większym stopniu skomplikowania oraz o dużym stopniu bezpieczeństwa (zapewnione finansowanie przez inwestora, zabezpieczenia płatności w postaci majątku w przypadku zleceń od deweloperów). Mimo to, przewidujemy pogorszenie marż w segmencie w stosunku do poprzedniej rekomendacji. W zaktualizowanym modelu przewidujemy dodatkowe rezerwy na należności w wysokości odpowiednio 6% przewidywanych przychodów w segmencie mieszkaniowym w 2009 roku i 4% przewidywanych przychodów w segmencie mieszkaniowym w 2010 roku.

Szansa na zdobycie kontraktu na budowę stadionu we Wrocławiu

Mostostal Warszawa złożył najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę stadionu we Wrocławiu, jednak wybór oferty spółki został oprotetowany przez Budimex. Komisja przetargowa uznała sprzeciw Budimexu za zasadny, w efekcie na pierwszym miejscu znalazła się oferta tej spółki, jednak tym razem Mostostal Warszawa złożył odwołanie. Z uwagi na niepewny los kontraktu, nie uwzględniamy go w naszych prognozach.

Budownictwo ekologiczne

Sądzimy, że działalność w segmencie ekologicznym w zakresie dużych obiektów jest perspektywiczna, ze względu na stosunkowo ograniczoną konkurencję (hamują ją duże wymagania dotyczące zaangażowania środków własnych w początkowych fazach budowy). Uważamy, że Budimex może stopniowo zwiększać zaangażowanie w segmencie, konkurując z takimi podmiotami jak m.in. PBG. Świadczy o tym m.in. złożenie najkorzystniejszej cenowo oferty w przetargu na modernizację i rozbudowę oczyszczalni ścieków we Wrocławiu (wartość oferty to 276,1 mln PLN, z czego na Budimex przypada 50% kwoty). Marże w segmencie powinny pozostać ponadprzeciętne w skali całego budownictwa w 2009 roku, w 2010 roku zaś najprawdopodobniej spadną.

Działalność pozostała

Szacujemy, że około 55% przychodów z działalności pozostałej w tym roku będzie pochodzić z produkcji domów drewnianych, pozostała zaś część z eksportu usług budowlanych na rynek niemiecki. Zgodnie z naszymi informacjami, marża z tytułu usług budowlanych na rynku niemieckim nie jest zabezpieczona instrumentami pochodnymi, w efekcie przewidujemy, że działalność pozostała wykaże w 2009 lepszą rentowność niż początkowo zakładaliśmy. Sądzimy również, że w stosunku do naszych pierwotnych przewidywań, wzrosnąć mogą przychody w segmencie usług budowlanych na rynku niemieckim (wzrost konkurencyjności przy obecnym kursie EUR/PLN), spaść zaś mogą przychody ze sprzedaży domów drewnianych.

Działalność deweloperska: perspektywy

Uważamy, że sytuacja bilansowa Budimexu jest bardzo korzystna, w związku z tym spółka nie będzie liderem pod względem obniżek cen sprzedawanych mieszkań. Ponadto, oferta spółki składa się raczej z mieszkań o podwyższonym standardzie, w ramach którego konkurencja jest większa. Dodatkowo, spółka w 100% umów przedsprzedaży stosowała system 10/90, co naraża ją na istotną ilość wycofań w momencie przekazania mieszkania (klient nie jest w stanie pozyskać kredytu). Sądzimy, że w 2009 roku spółki z grupy Budimex na tle rynku będą charakteryzowały się niską przedsprzedażą. Korzystne marże uda się utrzymać jeszcze w 2009 roku (wykazanie księgowe mieszkań przedsprzedanych wcześniej), w latach kolejnych zaś marża brutto na sprzedaży najprawdopodobniej spadnie.

Działalność deweloperska: zmiana metodologii wyceny

Dokonałszy rewizji prognoz i metodologii wyceny w segmencie deweloperskim. Prognoza w segmencie została dokonana przy wykorzystaniu mieszanego modelu łączącego cechy modelu DCF oraz kalkulacji wartości likwidacyjnej. W prognozie marż brutto na sprzedaży uwzględniliśmy jedynie bieżące (rozpoczęte) projekty deweloperskie, jeśli zaś chodzi o przyszłe projekty to dokonałszy wyceny wartości likwidacyjnej gruntów. Zastosowaliśmy konserwatywne założenia: docelowy spadek cen mieszkań o 30% w ciągu 2 najbliższych lat, docelowa marża brutto na projekcie w wysokości 20%, spadek kosztów wykonawstwa o 10-15%.

Udział poszczególnych obszarów działalności w wynikach Budimexu

Segment	2009P	2010P
Udział segmentu w przychodach		
Budownictwo drogowe i inżynieryjne	51,3%	63,2%
Budownictwo ekologiczne	2,0%	1,6%
Budownictwo kubaturowe	37,0%	23,5%
Działalność pozostała	6,6%	5,0%
Działalność deweloperska	3,2%	6,6%
Udział segmentu w marży brutto ze sprzedaży		
Budownictwo drogowe i inżynieryjne	44,8%	67,8%
Budownictwo ekologiczne	2,1%	1,7%
Budownictwo kubaturowe	31,1%	16,8%
Działalność pozostała	5,4%	4,0%
Działalność deweloperska	9,1%	8,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena porównawcza akcji Budimexu

W celu informacyjnym dołączyliśmy wycenę porównawczą akcji Budimexu. W porównaniu do pozostałych spółek budowlanych, Budimex wyceniony jest z premią w wysokości 3,5% (przy zastosowaniu wskaźników P/E oraz EV/EBITDA).

Wycena porównawcza akcji Budimexu

	P/E 2009	P/E 2010	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010	P/S 2009	P/S 2010
Erbud	7,73	10,86	5,66	8,44	0,30	0,31
Elektrobudowa	10,65	10,69	8,94	7,96	0,85	0,84
Mostostal Warszawa	7,11	9,07	3,35	4,24	0,29	0,28
PBG	11,88	11,83	8,34	8,40	0,89	0,74
Polimex Mostostal	8,40	7,99	5,56	5,35	0,27	0,26
Trakcja Polska	8,15	6,89	5,81	5,14	0,54	0,48
Mediana	8,28	9,88	5,74	6,66	0,42	0,40
Budimex	9,46	10,28	5,11	5,74	0,29	0,22
Premia (dyskonto)	14,28%	4,04%	-10,99%	-13,75%	-30,16%	-45,38%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognoza wyników i wycena

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

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,1% (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	3 544,4	4 801,0	4 956,1	5 165,1	5 440,6	5 425,5	5 413,3	5 553,8	5 727,9	5 909,0	
zmiana	5,8%	35,5%	3,2%	4,2%	5,3%	-0,3%	-0,2%	2,6%	3,1%	3,2%	
EBITDA	203,6	181,0	163,9	162,3	178,1	178,5	173,7	174,2	178,9	183,8	
marża EBITDA	5,7%	3,8%	3,3%	3,1%	3,3%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	
Amortyzacja	22,3	22,7	23,1	23,5	23,9	24,2	24,4	24,6	24,7	24,9	
EBIT	181,2	158,3	140,8	138,8	154,3	154,3	149,3	149,6	154,2	158,9	
marża EBIT	5,1%	3,3%	2,8%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	
Opodatkowanie EBIT	36,2	31,7	28,2	27,8	30,9	30,9	29,9	29,9	30,8	31,8	
NOPLAT	145,0	126,6	112,6	111,1	123,4	123,5	119,5	119,7	123,3	127,1	
CAPEX	-29,4	-32,3	-33,1	-32,3	-32,0	-31,2	-30,4	-29,0	-24,7	-24,9	
Kapitał obrotowy	-259,1	84,3	211,2	0,7	1,1	0,4	0,8	0,9	1,0	0,7	
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	-50,1	-81,3	1,1	0,7	1,1	0,4	0,8	0,9	1,0	0,7	
FCF	-121,2	201,4	313,9	103,0	116,3	116,8	114,3	116,2	124,4	127,8	128,1
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
współczynnik dyskonta	91,6%	82,5%	74,2%	66,8%	60,1%	54,1%	48,7%	43,8%	39,5%	35,7%	
PV FCF	-111,0	166,0	233,0	68,8	69,9	63,2	55,7	50,9	49,1	45,6	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%	
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	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	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	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)	1685,29										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	601,3										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	691,3										
Wartość firmy (EV)	1 292,6										
Dług netto	-198,6										
Wartość likwidacyjna gruntów	141,1										
Udziałowcy mniejszościowi	0,1										
Wartość firmy	1 632,2										
Liczba akcji (mln.)	25,5										
Wartość firmy na akcję (PLN)	63,9										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	69,9										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,6										
P/E('09) dla ceny docelowej	11,7										
Udział TV w EV	47%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	69,9	71,9	74,2	76,8	79,9
WACC -0,5pp	68,2	69,9	71,9	74,2	76,8
WACC	66,6	68,2	69,9	71,9	74,2
WACC +0,5pp	65,3	66,6	68,2	69,9	71,9
WACC +1,0pp	64,0	65,3	66,6	68,2	69,9

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	3 043,2	3 075,9	3 350,0	3 544,4	4 801,0	4 956,1
<i>zmiana</i>	12,6%	1,1%	8,9%	5,8%	35,5%	3,2%
Koszt własny sprzedaży	2 918,4	2 927,7	2 962,2	3 179,5	4 434,2	4 605,7
Zysk brutto na sprzedaży	124,7	148,3	387,8	364,9	366,8	350,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	4,1%	4,8%	11,6%	10,3%	7,6%	7,1%
Koszty sprzedaży	-28,0	-26,2	-24,8	-25,6	-30,8	-31,8
Koszty ogólnego zarządu	-108,0	-114,6	-133,1	-137,1	-165,2	-170,6
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	181,2	158,3	140,8
<i>zmiana</i>	405,6%	182,2%	300,1%	61,6%	-12,7%	-11,1%
<i>marża EBIT</i>	0,3%	0,9%	3,3%	5,1%	3,3%	2,8%
Wynik na działalności finansowej	0,4	-16,1	24,3	2,2	9,3	22,4
Pozostałe	1,8	1,6	2,9	3,1	4,2	4,3
Zysk brutto	12,2	13,6	139,5	186,5	171,8	167,6
Podatek dochodowy	8,2	-0,5	34,6	35,4	32,6	31,8
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3,9	15,1	104,7	151,1	139,1	135,7
<i>zmiana</i>	91,8%	286,9%	595,1%	44,3%	-7,9%	-2,4%
<i>marża</i>	0,13%	0,49%	3,13%	4,26%	2,90%	2,74%
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,3	22,7	23,1
EBITDA	31,1	51,7	134,2	203,6	181,0	163,9
<i>zmiana</i>	34,5%	66,0%	159,8%	51,7%	-11,1%	-9,4%
<i>marża EBITDA</i>	1,0%	1,7%	4,0%	5,7%	3,8%	3,3%
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	5,9	5,4	5,3
CEPS	1,0	1,5	5,0	6,8	6,3	6,2
ROAE	0,7%	2,8%	17,7%	22,1%	18,4%	16,5%
ROAA	0,2%	0,6%	4,1%	5,4%	4,4%	3,8%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	2 311,8	2 344,3	2 711,4	2 851,9	3 475,4	3 624,9
Majątek trwały	424,7	475,6	524,6	531,7	541,3	551,2
Majątek obrotowy	1 887,2	1 868,7	2 186,8	2 320,3	2 934,1	3 073,7
Zapasy	384,8	533,3	660,4	861,8	747,8	544,1
Należności	1 007,3	813,8	816,2	939,7	1 523,3	1 597,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,9	5,0	5,8	5,8	5,8	5,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	489,2	516,6	704,3	512,9	657,2	926,4
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
PASYWA	2 311,8	2 344,3	2 711,4	2 851,9	3 475,4	3 624,9
Kapitał własny	523,3	536,2	644,7	720,3	789,8	857,7
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	1 670,7	1 736,5	2 290,4	2 372,1
Pożyczki i kredyty	138,3	106,2	95,6	95,6	95,6	95,6
Zobowiązania wobec dostawców	919,6	781,7	902,8	942,7	1 277,9	1 327,4
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	459,9	543,9	588,8	614,8	833,4	865,6
Rozliczenia międzyokresowe	55,3	63,3	83,5	83,5	83,5	83,5
Dług	234,2	277,2	314,3	314,3	314,3	314,3
Dług netto	-255,0	-239,4	-390,1	-198,6	-342,9	-612,1
(Dług netto / Kapitał własny)	-48,7%	-44,6%	-60,5%	-27,6%	-43,4%	-71,4%
(Dług netto / EBITDA)	-8,2	-4,6	-2,9	-1,0	-1,9	-3,7
BVPS	20,5	21,0	25,3	28,2	30,9	33,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	-78,0	-15,2	252,3	-85,6	246,2	370,1
Zysk netto	3,9	15,1	104,7	151,1	139,1	135,7
Amortyzacja	21,2	23,6	22,0	22,3	22,7	23,1
Kapitał obrotowy	-56,6	-41,1	30,9	-259,1	84,3	211,2
Pozostałe	-46,5	-12,8	94,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	16,7	19,1	-69,0	-29,4	-32,3	-33,1
CAPEX	-16,1	-7,8	-11,8	-29,4	-32,3	-33,1
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	-75,5	-69,6	-67,9
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	-75,5	-69,6	-67,9
Pozostałe	93,3	16,0	10,4	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	32,0	20,0	193,7	-190,6	144,3	269,2
Środki pieniężne na koniec okresu	89,5	109,4	303,1	112,5	256,8	526,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	3,0	2,7	2,7
FCF	4,6	-10,2	113,9	-121,2	201,4	313,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,5%	0,3%	0,4%	0,8%	0,7%	0,7%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	367,2	94,9	13,7	9,5	10,3	10,5
P/CE	57,0	37,0	11,3	8,2	8,8	9,0
P/BV	2,7	2,7	2,2	2,0	1,8	1,7
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
FCF/EV	0,4%	-0,9%	9,6%	-10,2%	16,9%	26,4%
EV/EBITDA	37,8	23,0	7,7	5,1	5,7	6,3
EV/EBIT	118,3	42,5	9,3	5,7	6,6	7,4
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%	4,9%	4,7%
Cena (PLN)	56,0					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
MC (mln PLN)	1429,7	1429,7	1429,7	1429,7	1429,7	1429,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 175,6	1 190,4	1 039,6	1 039,6	1 039,6	1 039,6



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, 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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić 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
data wydania	2008-07-11	2008-08-14	2008-10-31	2008-11-25
kurs z dnia rekomendacji	61,10	75,00	63,50	65,00
WIG w dniu rekomendacji	39632,83	41049,76	28056,29	26964,31