

11 maja 2009

Aktualizacja raportu



## Budownictwo

Polska

|                                |                 |
|--------------------------------|-----------------|
| <b>Cena bieżąca</b>            | <b>74,0 PLN</b> |
| <b>Cena docelowa</b>           | <b>71,6 PLN</b> |
| Kapitalizacja                  | 1,89 mld PLN    |
| Free float                     | 0,49 mld PLN    |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 4,30 mln PLN    |

### Struktura akcjonariatu

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Ferrovial Agroman           | 59,06% |
| BZ WBK AIB Asset Management | 9,98%  |
| PTE PZU                     | 5,21%  |

|           |        |
|-----------|--------|
| Pozostali | 25,75% |
|-----------|--------|

### Strategia dotycząca sektora

Obecnie na segmenty budownictwa patrzymy z punktu widzenia skali walki konkurencyjnej i portfela zamówień. Naszym zdaniem najmniejsza presja konkurencyjna występuje w segmencie energetycznym, kolejowym i chemicznym. Obserwujemy oznaki wzrostu konkurencji w segmencie drogowym i ekologicznym. Bardzo duża konkurencja panuje w segmencie kubaturowym. Faworyzujemy spółki z dużym portfelem zleceń.

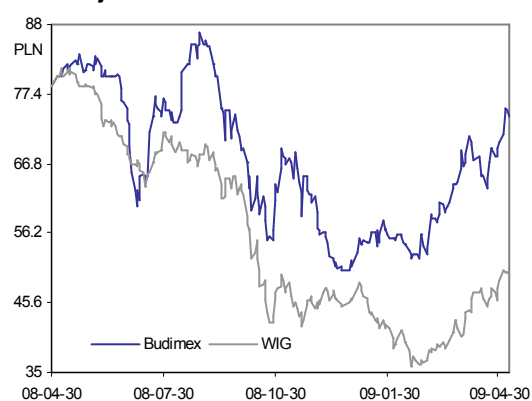
### Profil spółki

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

31.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za H1  
27.10 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q3

### 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

(Podtrzymana)

## Rozwiązanie rezerw podwyższa wyniki

Uważamy, że w obecnej sytuacji akcje Budimexu są mniej atrakcyjne niż najbliższego rywala, czyli Mostostalu Warszawa. Spółkę wyróżnia mniejszy portfel zamówień oraz wyższa wycena. Wysoka dywidenda może być zachętą do inwestycji w akcje spółki, nie sądzimy jednak, aby była powtarzalna (naszym zdaniem na rynku można nabyć inne typowo dywidendowe spółki, o wyższej stopie dywidendy i dużym prawdopodobieństwie utrzymania tej stopy). Zwracamy uwagę, że bardzo wysoka dywidenda wskazuje na duże potrzeby gotówkowe Ferrowalu. Sądzymy, że jeśli spółka nie przeprowadzi działań w kierunku delewarowania grupy (spłata części zadłużenia wewnątrzgrupowego, sprzedaż części majątku Cintra Construcciones), obawy o możliwość realizacji budowy odcinka autostrady Stryków-Pyrzowice będą uzasadnione. Naszym zdaniem na notowania Budimexu może też negatywnie wpłynąć ewentualna wiadomość o nieudanych próbach pozyskania finansowania przez Autostradę Wielkopolską na budowę odcinka do granicy państwa. Jednocześnie, nie dostrzegamy ryzyka braku finansowania GDDKiA na rok 2009, przyznajemy jednak, że takie ryzyko dotyczy roku 2010 (mniej środków = ryzyko niższej stopy wzrostu rynku drogownictwa).

### Wyniki Q1 2009

Publikacja wyników Q1 2009 pozytywnie zaskoczyła rynek. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 20,4% (naturalny poziom dla branży to 7-8%). W Q1 2009 Budimex rozwiązał rezerwy na straty na kontraktach na kwotę 25,1 mln PLN oraz na naprawy gwarancyjne na kwotę 2,1 mln PLN. Rezerwy te utworzone zostały najprawdopodobniej w 2008 i 2007 roku (zaniżyły wynik tych lat, zawyżyły zaś wynik Q1 2009). Uznajemy rozwiązanie rezerw za zdarzenie jednorazowe. Skorygowana o to zdarzenia marża brutto przyjmuje wartość 16,2%. Tak wysoka marża wynika z oszczędności kosztowych na realizowanych kontraktach, a także wzrostu kursu EUR/PLN. W kontekście roku przewidujemy marżę brutto na poziomie 10,8%, przy kursie średniorocznym EUR/PLN na poziomie 4,17. Podniesienie marży brutto z 10,4% do 10,8% wynika z rozwiązania rezerw (ostrożnie zakładamy, że w skali roku tylko połowa kwoty rozwiązanych rezerw podwyższy wynik). W kolejnych latach oczekujemy powrotu marż do poziomu naturalnego dla branży (2010: 8,0%; 2011: 7,2%).

### Rewizja prognoz na rok 2009

Obniżamy prognozę przychodów na rok 2009, co spowodowane jest niższymi niż oczekiwane wynikami kontraktacji w zakresie budownictwa kubaturowego. Portfel zleceń w zakresie budownictwa drogowego jest już wypełniony (wliczając wybór oferty na odcinek autostrady A1 Pyrzowice - Piekary Śląskie). Po obniżce prognoz, wypełnienie portfela zleceń sięga 96,5% na rok 2009 i 39% na rok 2010 (Mostostal Warszawa, na rok 2009: 100%, na rok 2010: 51%).

| (mln PLN)    | 2007   | 2008   | 2009P  | 2010P  | 2011P  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody    | 3075,9 | 3350,0 | 3451,0 | 4636,6 | 4786,0 |
| EBITDA       | 51,7   | 134,2  | 207,3  | 179,0  | 151,2  |
| marża EBITDA | 1,7%   | 4,0%   | 6,0%   | 3,9%   | 3,2%   |
| EBIT         | 28,0   | 112,2  | 184,4  | 155,8  | 127,6  |
| Zysk netto   | 15,1   | 104,7  | 150,5  | 118,3  | 108,3  |
| P/E          | 125,4  | 18,0   | 12,6   | 16,0   | 17,4   |
| P/CE         | 48,8   | 14,9   | 10,9   | 13,3   | 14,3   |
| P/BV         | 3,5    | 2,9    | 2,9    | 2,5    | 2,2    |
| EV/EBITDA    | 31,9   | 10,4   | 6,8    | 7,8    | 9,3    |
| DYield       | 0,0%   | 0,0%   | 7,9%   | 0,0%   | 0,0%   |

## Wyniki Q1 2009

Wyniki Budimexu zaskoczyły pozytywnie rynek, jednak główną przyczyną zaskoczenia są zdarzenia jednorazowe. W komentarzu do prognozy zaznaczyliśmy, że na wyniki mogą wpłynąć tego typu zdarzenia. Zgodnie z komentarzem do sprawozdania finansowego, w Q1 2009 saldo rezerw na straty na kontraktach spadło o kwotę 25,1 mln PLN, saldo rezerw na naprawy gwarancyjne zaś o 2,1 mln PLN. Korekta rezerw wynika z rewizji kontraktów budowlanych w portfolio spółki (może być to tak efekt zatrzymania dynamiki kosztowej, jak i braku materializacji części ryzyk technicznych, czy ugody z inwestorami). Korygując marżę brutto ze sprzedaży o te zdarzenia, wychodzimy na wynik na działalności operacyjnej bardzo zbliżony do naszej prognozy (1,5% różnicy w prognozie przychodów, 1,9% różnicy w prognozie marży brutto ze sprzedaży po korekcie). Z innych istotnych różnic należy wspomnieć o stracie z wyceny instrumentów pochodnych, która okazała się o prawie 12 mln PLN wyższa od naszych oczekiwań. W przeważającej części wyższa strata została skompensowana nieprzewidywanymi dodatnimi różnicami kursowymi na kwotę 9,3 mln PLN. Spółka zaksięgowiała też nieznacznie wyższy podatek niż zakładaliśmy. Podsumowując, wynik Q1 2009 po dokonaniu korekty o rozwiązania rezerw jest zgodny z naszymi oczekiwaniami.

### Budimex: wyniki Q1 2009

|                                              | Q1 2009<br>Raport | Korekta o<br>zdarzenia<br>jednorazowe | Q1 2009P<br>DIBRE | Różnica: po<br>korekcie | Różnica:<br>nominalnie | Q1 2009P<br>PAP | Różnica:<br>nominalnie |
|----------------------------------------------|-------------------|---------------------------------------|-------------------|-------------------------|------------------------|-----------------|------------------------|
| Przychody ze sprzedaży                       | 647,8             |                                       | 657,5             | -1,5%                   | -1,5%                  | 683,0           | -5,1%                  |
| Zysk brutto ze sprzedaży                     | 132,0             | 104,8                                 | 106,7             | -1,9%                   | 23,7%                  |                 |                        |
| %                                            | 20,4%             | 16,2%                                 | 16,2%             |                         |                        |                 |                        |
| Koszty sprzedaży i zarządu                   | 35,4              |                                       | 37,0              | -4,3%                   | -4,3%                  |                 |                        |
| Pozostałe koszty operacyjne netto            | 1,9               |                                       | 1,0               | 93,3%                   | 93,3%                  |                 |                        |
| Strata z tyt. wyceny instrumentów pochodnych | 69,3              |                                       | 57,5              | 20,5%                   | 20,5%                  |                 |                        |
| EBIT                                         | 25,4              | -1,9                                  | 11,2              | -116,6%                 | 126,2%                 | 7,3             | 248,2%                 |
| %                                            | 3,9%              | -0,3%                                 | 1,7%              |                         |                        | 1,1%            |                        |
| Pozostałe koszty finansowe netto             | -13,4             |                                       | 2,4               | -656,5%                 | -656,5%                |                 |                        |
| Zysk brutto                                  | 38,2              | 10,9                                  | 12,3              | -11,1%                  | 210,5%                 |                 |                        |
| Podatek dochodowy                            | 8,5               | 2,4                                   | 2,3               | 3,7%                    | 262,1%                 |                 |                        |
| Efektywna stopa podatkowa                    | 22,2%             | 22,2%                                 | 19,0%             | 16,6%                   | 16,6%                  |                 |                        |
| Zysk netto                                   | 29,8              | 8,5                                   | 10,0              | -14,6%                  | 198,4%                 | 13,5            | 120,4%                 |
| %                                            | 4,6%              | 1,3%                                  | 1,5%              |                         |                        | 2,0%            |                        |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

## Obawy dotyczące finansowania inwestycji drogowych

Sądzymy, że obawy dotyczące finansowania inwestycji drogowych nie są bezpodstawne, nie wpływają jednak istotnie na prognozy wydatków inwestycyjnych GDDKiA w 2009 roku (16-17 mld PLN). Mogą natomiast wpłynąć na dynamikę wzrostu inwestycji w 2010 roku. W pierwszym kwartale bieżącego roku resort infrastruktury przekazał GDDKiA kwotę 3 mld PLN. Pozostała część potrzebną do realizacji zapowiadanych inwestycji ma zapewnić Krajowy Fundusz Drogowy. Jeśli ustawa o KFD zostanie przyjęta, można będzie wystąpić o kredyt do Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI). Resort infrastruktury uważa, że środki z EBI w wysokości 7 mld PLN mogą trafić do GDDKiA jeszcze pod koniec maja. Z tych 7 mld PLN, 480 mln EUR (około 2,1 mld PLN) pozyskane będzie z podpisanej, choć jeszcze nie zrealizowanej, umowy z 2006 roku. Środki z EBI nie mogą być wykorzystane na wykup gruntów, co może spowodować teoretycznie pewne opóźnienia, ale raczej dopiero w 2010 roku, oczywiście przy założeniu, że resort infrastruktury nie przekaże na te cele dodatkowych pieniędzy. Środki z EBI oraz UE wystarczą na wykonanie prognozy wydatków GDDKiA na poziomie około 16-17 mld PLN. Emisja obligacji KFD w wysokości 4-5 mld PLN może mieć miejsce w Q4 2009. Praktycznie nie powinna mieć ona znaczenia w przypadku budżetu 2009 roku, może jednak wpłynąć na wysokość inwestycji w 2010 roku (niepowodzenie emisji może oznaczać brak wzrostu wydatków Dyrekcji).

## Wycena porównawcza Budimexu

### Wycena porównawcza akcji Budimexu

|                    | P/E<br>2009P | P/E<br>2010P | EV/EBITDA<br>2009P | EV/EBITDA<br>2010P | P/S<br>2009P | P/S<br>2010P |
|--------------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|--------------|--------------|
| Erbud              | 12,44        | 20,28        | 8,77               | 14,34              | 0,53         | 0,55         |
| Elektrobudowa      | 12,35        | 12,27        | 9,93               | 9,97               | 0,84         | 0,83         |
| Mostostal Warszawa | 11,19        | 14,27        | 5,91               | 7,47               | 0,46         | 0,44         |
| PBG                | 11,03        | 12,81        | 8,33               | 9,31               | 0,93         | 0,90         |
| Polimex Mostostal  | 10,84        | 12,72        | 6,62               | 7,07               | 0,34         | 0,35         |
| Trakcja Polska     | 8,31         | 8,35         | 6,21               | 6,32               | 0,65         | 0,59         |
| <b>Mediana</b>     | <b>11,11</b> | <b>12,76</b> | <b>7,47</b>        | <b>8,39</b>        | <b>0,59</b>  | <b>0,57</b>  |
| <b>Budimex</b>     | <b>12,55</b> | <b>15,97</b> | <b>6,75</b>        | <b>7,82</b>        | <b>0,55</b>  | <b>0,41</b>  |
| Premia (dyskonto)  | 12,97%       | 25,14%       | -9,64%             | -6,77%             | -7,24%       | -28,39%      |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nie bierzemy pod uwagę w wycenie analizy porównawczej. Zwracamy uwagę na konieczność rewizji prognoz dla PBG (obniżenie rentowności) oraz Trakcji Polskiej (obniżenie przychodów, a w efekcie zysków, bez zmian rentowności). Rewizja ta czyniłaby akcje Budimexu bardziej atrakcyjnymi. Z drugiej strony, zauważamy, że wysokie stany gotówki netto w Budimexie wynikają z rozliczeń z podwykonawcami i inwestorami. Oczekujemy, że w najbliższych latach poziom zobowiązań w relacji do należności spadnie. W efekcie, EV na koniec 2008 roku jest zaniżone, co skutkuje zaniżeniem wskaźnika EV/EBITDA. Po dokonaniu korekty gotówki netto Budimexu o pozycje wynikające z nadwyżki zobowiązań handlowych nad należnościami (299,5 mln PLN), wskaźnik EV/EBITDA na rok 2009 wyniósłby 8,2, na rok 2010 zaś 9,5.

## Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Budimexu szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 71,6 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+        |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>3 451,0</b> | <b>4 636,6</b> | <b>4 786,0</b> | <b>4 990,5</b> | <b>5 257,8</b> | <b>5 307,8</b> | <b>5 355,2</b> | <b>5 491,4</b> | <b>5 661,1</b> | <b>5 837,6</b> |              |
| zmiana                        | 3,0%           | 34,4%          | 3,2%           | 4,3%           | 5,4%           | 0,9%           | 0,9%           | 2,5%           | 3,1%           | 3,1%           |              |
| <b>EBITDA</b>                 | <b>207,3</b>   | <b>179,0</b>   | <b>151,2</b>   | <b>154,6</b>   | <b>168,5</b>   | <b>166,2</b>   | <b>163,8</b>   | <b>164,2</b>   | <b>168,6</b>   | <b>173,3</b>   |              |
| marża EBITDA                  | 6,0%           | 3,9%           | 3,2%           | 3,1%           | 3,2%           | 3,1%           | 3,1%           | 3,0%           | 3,0%           | 3,0%           |              |
| Amortyzacja                   | 22,8           | 23,2           | 23,6           | 24,0           | 24,3           | 24,6           | 24,9           | 25,0           | 25,2           | 25,3           |              |
| <b>EBIT</b>                   | <b>184,4</b>   | <b>155,8</b>   | <b>127,6</b>   | <b>130,6</b>   | <b>144,2</b>   | <b>141,6</b>   | <b>139,0</b>   | <b>139,1</b>   | <b>143,5</b>   | <b>148,0</b>   |              |
| marża EBIT                    | 5,3%           | 3,4%           | 2,7%           | 2,6%           | 2,7%           | 2,7%           | 2,6%           | 2,5%           | 2,5%           | 2,5%           |              |
| Opodatkowanie EBIT            | 36,9           | 31,2           | 25,5           | 26,1           | 28,8           | 28,3           | 27,8           | 27,8           | 28,7           | 29,6           |              |
| <b>NOPLAT</b>                 | <b>147,6</b>   | <b>124,6</b>   | <b>102,1</b>   | <b>104,5</b>   | <b>115,4</b>   | <b>113,3</b>   | <b>111,2</b>   | <b>111,3</b>   | <b>114,8</b>   | <b>118,4</b>   |              |
| CAPEX                         | -29,7          | -382,5         | -33,2          | -32,5          | -32,2          | -31,5          | -30,8          | -29,4          | -25,2          | -25,3          |              |
| Kapitał obrotowy              | -367,3         | 1,8            | 210,6          | 0,4            | 0,3            | 0,4            | 0,4            | 0,4            | 0,4            | 0,4            |              |
| 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    | -158,4         | -163,9         | 0,5            | 0,4            | 0,3            | 0,4            | 0,4            | 0,4            | 0,4            | 0,4            |              |
| <b>FCF</b>                    | <b>-226,7</b>  | <b>-232,9</b>  | <b>303,1</b>   | <b>96,3</b>    | <b>107,8</b>   | <b>106,7</b>   | <b>105,7</b>   | <b>107,3</b>   | <b>115,2</b>   | <b>118,8</b>   | <b>122,3</b> |
| 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                        | -209,2         | -193,1         | 225,8          | 64,5           | 64,8           | 57,7           | 51,3           | 46,8           | 45,1           | 42,1           |              |
| <b>WACC</b>                   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>10,6%</b>   |              |
| 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%    | Analiza wrażliwości          |      |      |      |      |      |
| Wartość rezydualna (TV)                                        | 1609,54 | Wzrost FCF w nieskończoności |      |      |      |      |      |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)                       | 570,3   |                              | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy                   | 195,8   | WACC -1,0pp                  | 75,4 | 77,9 | 80,8 | 84,2 | 88,5 |
| Wartość firmy (EV)                                             | 766,1   | WACC -0,5pp                  | 71,5 | 73,3 | 75,4 | 77,9 | 80,8 |
| Dług netto                                                     | -489,6  | WACC                         | 68,5 | 69,9 | 71,6 | 73,3 | 75,4 |
| Wartość likwidacyjna gruntów i udziału w Autostradzie Południe | 431,3   | WACC +0,5pp                  | 66,1 | 67,2 | 68,5 | 69,9 | 71,5 |
| Udziałowcy mniejszościowi                                      | 0,1     | WACC +1,0pp                  | 64,1 | 65,1 | 66,1 | 67,2 | 68,5 |
| Wartość firmy                                                  | 1 686,9 |                              |      |      |      |      |      |
| Liczba akcji (mln.)                                            | 25,5    |                              |      |      |      |      |      |
| Wartość firmy na akcję (PLN)                                   | 66,1    |                              |      |      |      |      |      |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego                       | 8,4%    |                              |      |      |      |      |      |
| Cena docelowa                                                  | 71,6    |                              |      |      |      |      |      |
|                                                                |         |                              |      |      |      |      |      |
| EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej                              | 3,7     |                              |      |      |      |      |      |
| P/E('09) dla ceny docelowej                                    | 12,1    |                              |      |      |      |      |      |
| Udział TV w EV                                                 | 74%     |                              |      |      |      |      |      |



## Rachunek wyników

| (mln PLN)                               | 2006           | 2007           | 2008           | 2009P          | 2010P          | 2011P          |
|-----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>           | <b>3 043,2</b> | <b>3 075,9</b> | <b>3 350,0</b> | <b>3 451,0</b> | <b>4 636,6</b> | <b>4 786,0</b> |
| <i>zmiana</i>                           | 12,6%          | 1,1%           | 8,9%           | 3,0%           | 34,4%          | 3,2%           |
| Koszt własny sprzedaży                  | 2 918,4        | 2 927,7        | 2 962,2        | 3 079,7        | 4 265,6        | 4 441,9        |
| Zysk brutto na sprzedaży                | 124,7          | 148,3          | 387,8          | 371,2          | 371,0          | 344,1          |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>        | 4,1%           | 4,8%           | 11,6%          | 10,8%          | 8,0%           | 7,2%           |
| Koszty sprzedaży                        | -28,0          | -26,2          | -24,8          | -26,1          | -31,9          | -32,9          |
| Koszty ogólnego zarządu                 | -108,0         | -114,6         | -133,1         | -139,7         | -170,8         | -176,3         |
| 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            |
| <b>EBIT</b>                             | <b>9,9</b>     | <b>28,0</b>    | <b>112,2</b>   | <b>184,4</b>   | <b>155,8</b>   | <b>127,6</b>   |
| <i>zmiana</i>                           | 405,6%         | 182,2%         | 300,1%         | 64,4%          | -15,5%         | -18,1%         |
| <i>marża EBIT</i>                       | 0,3%           | 0,9%           | 3,3%           | 5,3%           | 3,4%           | 2,7%           |
| Wynik na działalności finansowej        | 0,4            | -16,1          | 24,3           | -1,6           | -13,8          | 1,9            |
| Pozostałe                               | 1,8            | 1,6            | 2,9            | 3,0            | 4,1            | 4,2            |
| <b>Zysk brutto</b>                      | <b>12,2</b>    | <b>13,6</b>    | <b>139,5</b>   | <b>185,8</b>   | <b>146,0</b>   | <b>133,8</b>   |
| Podatek dochodowy                       | 8,2            | -0,5           | 34,6           | 35,3           | 27,7           | 25,4           |
| Zysk akcjonariuszy mniejszościowych     | 0,1            | -0,9           | 0,1            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Zysk netto</b>                       | <b>3,9</b>     | <b>15,1</b>    | <b>104,7</b>   | <b>150,5</b>   | <b>118,3</b>   | <b>108,3</b>   |
| <i>zmiana</i>                           | 91,8%          | 286,9%         | 595,1%         | 43,7%          | -21,4%         | -8,4%          |
| <i>marża</i>                            | 0,13%          | 0,49%          | 3,13%          | 4,36%          | 2,55%          | 2,26%          |
| Amortyzacja                             | 21,2           | 23,6           | 22,0           | 22,8           | 23,2           | 23,6           |
| <b>EBITDA</b>                           | <b>31,1</b>    | <b>51,7</b>    | <b>134,2</b>   | <b>207,3</b>   | <b>179,0</b>   | <b>151,2</b>   |
| <i>zmiana</i>                           | 34,5%          | 66,0%          | 159,8%         | 54,5%          | -13,6%         | -15,5%         |
| <i>marża EBITDA</i>                     | 1,0%           | 1,7%           | 4,0%           | 6,0%           | 3,9%           | 3,2%           |
| 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            | 4,6            | 4,2            |
| CEPS                                    | 1,0            | 1,5            | 5,0            | 6,8            | 5,5            | 5,2            |
| ROAE                                    | 0,7%           | 2,8%           | 17,7%          | 23,3%          | 16,8%          | 13,2%          |
| ROAA                                    | 0,2%           | 0,6%           | 4,1%           | 5,3%           | 3,6%           | 2,9%           |



## Bilans

| (mln PLN)                                  | 2006           | 2007           | 2008           | 2009P          | 2010P          | 2011P          |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>AKTYWA</b>                              | <b>2 311,8</b> | <b>2 344,3</b> | <b>2 798,2</b> | <b>2 918,6</b> | <b>3 632,4</b> | <b>3 835,5</b> |
| <b>Majątek trwały</b>                      | <b>424,7</b>   | <b>475,6</b>   | <b>537,0</b>   | <b>543,9</b>   | <b>903,2</b>   | <b>912,8</b>   |
| <b>Majątek obrotowy</b>                    | <b>1 887,2</b> | <b>1 868,7</b> | <b>2 261,1</b> | <b>2 374,7</b> | <b>2 729,2</b> | <b>2 922,7</b> |
| Zapasy                                     | 384,8          | 533,3          | 660,4          | 858,0          | 741,0          | 537,1          |
| Należności                                 | 1 007,3        | 813,8          | 791,0          | 1 080,6        | 1 791,2        | 1 879,4        |
| Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 5,9            | 5,0            | 5,8            | 5,8            | 5,8            | 5,8            |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty         | 489,2          | 516,6          | 803,8          | 430,3          | 191,1          | 500,4          |
| <b>(mln PLN)</b>                           | <b>2006</b>    | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009P</b>   | <b>2010P</b>   | <b>2011P</b>   |
| <b>PASYWA</b>                              | <b>2 311,8</b> | <b>2 344,3</b> | <b>2 798,2</b> | <b>2 918,6</b> | <b>3 632,4</b> | <b>3 835,5</b> |
| <b>Kapitał własny</b>                      | <b>523,3</b>   | <b>536,2</b>   | <b>644,7</b>   | <b>646,3</b>   | <b>764,5</b>   | <b>872,9</b>   |
| Kapitał mniejszości                        | 1,0            | 0,1            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>         | <b>214,6</b>   | <b>312,9</b>   | <b>396,0</b>   | <b>395,1</b>   | <b>395,1</b>   | <b>395,1</b>   |
| 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           |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>        | <b>1 573,0</b> | <b>1 495,1</b> | <b>1 757,5</b> | <b>1 877,3</b> | <b>2 472,7</b> | <b>2 567,5</b> |
| Pożyczki i kredyty                         | 138,3          | 106,2          | 95,6           | 95,6           | 95,6           | 95,6           |
| Zobowiązania wobec dostawców               | 919,6          | 781,7          | 937,4          | 1 008,5        | 1 362,1        | 1 418,4        |
| Długoterminowe rozliczenia międzyokres.    | 459,9          | 543,9          | 641,1          | 689,7          | 931,6          | 970,1          |
| 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         | -489,6         | -116,0         | 123,2          | -186,1         |
| (Dług netto / Kapitał własny)              | -48,7%         | -44,6%         | -75,9%         | -17,9%         | 16,1%          | -21,3%         |
| (Dług netto / EBITDA)                      | -8,2           | -4,6           | -3,6           | -0,6           | 0,7            | -1,2           |
| <b>BVPS</b>                                | <b>20,5</b>    | <b>21,0</b>    | <b>25,3</b>    | <b>25,3</b>    | <b>29,9</b>    | <b>34,2</b>    |



## Przepływy pieniężne

| (mln PLN)                               | 2006         | 2007         | 2008         | 2009P         | 2010P         | 2011P        |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Przepływy operacyjne</b>             | <b>-78,0</b> | <b>-15,2</b> | <b>252,3</b> | <b>-194,0</b> | <b>143,3</b>  | <b>342,6</b> |
| Zysk netto                              | 3,9          | 15,1         | 104,7        | 150,5         | 118,3         | 108,3        |
| Amortyzacja                             | 21,2         | 23,6         | 22,0         | 22,8          | 23,2          | 23,6         |
| Kapitał obrotowy                        | -56,6        | -41,1        | -205,1       | -367,3        | 1,8           | 210,6        |
| Pozostałe                               | -46,5        | -12,8        | 330,7        | 0,0           | 0,0           | 0,0          |
| <b>Przepływy inwestycyjne</b>           | <b>16,7</b>  | <b>19,1</b>  | <b>-69,0</b> | <b>-29,7</b>  | <b>-382,5</b> | <b>-33,2</b> |
| CAPEX                                   | -16,1        | -7,8         | 0,8          | -29,7         | -382,5        | -33,2        |
| 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         | -69,8        | 0,0           | 0,0           | 0,0          |
| <b>Przepływy finansowe</b>              | <b>93,3</b>  | <b>16,0</b>  | <b>10,4</b>  | <b>-149,0</b> | <b>0,0</b>    | <b>0,0</b>   |
| 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          | -149,0        | 0,0           | 0,0          |
| Pozostałe                               | 93,3         | 16,0         | 10,4         | 0,0           | 0,0           | 0,0          |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b> | <b>32,0</b>  | <b>20,0</b>  | <b>193,7</b> | <b>-372,7</b> | <b>-239,2</b> | <b>309,4</b> |
| Środki pieniężne na koniec okresu       | 89,5         | 109,4        | 303,1        | -69,6         | -308,8        | 0,6          |
| DPS (PLN)                               | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 5,8           | 0,0           | 0,0          |
| FCF                                     | 4,6          | -10,2        | -122,1       | -226,7        | -232,9        | 303,1        |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)        | 0,5%         | 0,3%         | 0,0%         | 0,9%          | 8,2%          | 0,7%         |

## Wskaźniki rynkowe

|                                      | 2006        | 2007    | 2008    | 2009P   | 2010P   | 2011P   |
|--------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| P/E                                  | 485,2       | 125,4   | 18,0    | 12,6    | 16,0    | 17,4    |
| P/CE                                 | 75,3        | 48,8    | 14,9    | 10,9    | 13,3    | 14,3    |
| P/BV                                 | 3,6         | 3,5     | 2,9     | 2,9     | 2,5     | 2,2     |
| P/S                                  | 0,6         | 0,6     | 0,6     | 0,5     | 0,4     | 0,4     |
| FCF/EV                               | 0,3%        | -0,6%   | -8,7%   | -16,2%  | -16,6%  | 21,7%   |
| EV/EBITDA                            | 52,5        | 31,9    | 10,4    | 6,8     | 7,8     | 9,3     |
| EV/EBIT                              | 164,6       | 58,8    | 12,5    | 7,6     | 9,0     | 11,0    |
| EV/S                                 | 0,5         | 0,5     | 0,4     | 0,4     | 0,3     | 0,3     |
| DYield                               | 0,0%        | 0,0%    | 0,0%    | 7,9%    | 0,0%    | 0,0%    |
| <b>Cena (PLN)</b>                    | <b>74,0</b> |         |         |         |         |         |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)    | 25,5        | 25,5    | 25,5    | 25,5    | 25,5    | 25,5    |
| MC (mln PLN)                         | 1889,2      | 1889,2  | 1889,2  | 1889,2  | 1889,2  | 1889,2  |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 1,0         | 0,1     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| EV (mln PLN)                         | 1 635,2     | 1 649,9 | 1 399,7 | 1 399,7 | 1 399,7 | 1 399,7 |



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[micchal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

#### **Maklerzy:**

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[micchal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:micchal.jakubowski@dibre.com.pl)

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

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

#### **„Prywatny Makler”**

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

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

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

**KUPIJ** - 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      | Trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2008-08-14 | 2008-10-31 | 2008-11-25 | 2009-02-27 | 2009-04-02 |
| kurs z dnia rekomendacji | 75,00      | 63,50      | 65,00      | 56,00      | 66,35      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 41049.76   | 28056.29   | 26964.31   | 21923,27   | 24145,69   |