

19 listopada 2009

Aktualizacja raportu



Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	71,00 PLN
Cena docelowa	82,20 PLN
Kapitalizacja	0,37 mld PLN
Free float	0,07 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,39 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Ulma CyE S. Coop.	75,49%
AVIVA PTE Avila BZ WBK	5,68%
Pozostali	18,83%

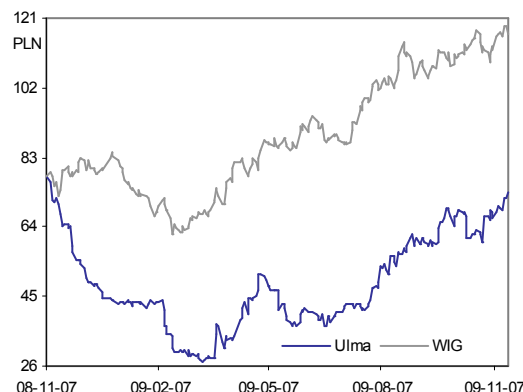
Strategia dotycząca sektora

Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

Profil spółki

Ulma Construccio Polska jest drugim największym graczem na rynku systemów szalunków w Polsce. Oferta spółki obejmuje kompleksową usługę wynajmu deskowań wykorzystywanych w budownictwie monolitycznym, na którą składają się projektowanie, dzierżawa, obsługa logistyczna i inne.

Kurs akcji ULM na tle WIG



Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Ulma

BAUA.WA; ULM.PW

Akumuluj

(Podwyższona)

Poprawa nadejdzie wcześniej

Wyniki Q3 2009 są gorsze od naszych oczekiwań. Główną przyczyną były niższe niż oczekiwaliśmy przychody. Pomimo pogorszenia się rezultatów firmy, uważamy, że był to ostatni kwartał, w którym Ulma prezentowała stratę na poziomie netto. W Q4 2009 spodziewamy się wyższych przychodów, a co za tym idzie, lepszego wyniku finansowego. Przyczyną rewizji wyceny jest obserwowana przez nas poprawa sytuacji w segmencie infrastrukturalnym. W oparciu o komentarz spółki z raportu za Q3 2009, szacujemy, że Ulmie udało się pozyskać kontrakty na dzierżawę szalunków na budowy infrastrukturalne na kwotę 60 mln PLN. Do rozstrzygnięcia pozostało jeszcze sporo ofert. Duża liczba pozyskanych kontraktów powoduje, że firma naszym zdaniem zredukuje presję konkurencyjną przy pozyskiwaniu nowych zleceń. Konkurencja w ramach szalunków dla infrastruktury jest ograniczona, złożona w zasadzie z 2 firm (Ulma i Peri). Spodziewamy się, że obecnie pozyskiwane nowe kontrakty, które pojawią się w wynikach od Q2 2010, będą generowały lepsze wyniki finansowe, niż zlecenia pozyskiwane w Q1 i Q2 2009. Presja konkurencyjna w segmencie kubaturowym pozostaje znaczna, zmienia się jednak struktura majątku Ulmy. W 2009 roku Ulma dokonała zakupów szalunków w spółkach powiązanych na kwotę 51,2 mln PLN. Są w przeważającej większości systemy wykorzystywane w budownictwie inżynieryjnym. Zwracamy uwagę, że rok 2011, obciążony ryzykiem w przypadku generalnych wykonawców, będzie rokiem poprawy wyników w Ulmie. W oparciu o zaktualizowane prognozy, uwzględniające istotną poprawę wyników już od Q2 2010, zmieniamy naszą rekomendację z redukcji na akumuluj i podnosimy cenę docelową z 58,8 PLN do 82,2 PLN.

Rozwój w ramach segmentu infrastrukturalnego

W oparciu o duże zakupy szalunków infrastrukturalnych, przeprowadzone w 2008 roku, Ulma rozpoczęła budowę pozycji w segmencie infrastrukturalnym. Walka o zajęcie pozycji na rynku spotkała się z pogorszeniem koniunktury w budownictwie ogólnym i była jednym ze źródeł słabych wyników spółki w 3 kwartałach 2009 roku. Obecnie pozyskane kontrakty pozwalają naszym zdaniem spółce na złagodzenie polityki cenowej w segmencie infrastrukturalnym. W ciągu 2 lat od zaistnienia w segmencie, Ulma zdobyła zaufanie szeregu klientów, którzy często preferują rozwiązania sprawdzone nad najtańszymi.

Walka konkurencyjna powoli maleje

W budownictwie walka konkurencyjna i marże są pochodną ilości dostępnych kontraktów. Uważamy, że presja konkurencyjna w ramach budów infrastrukturalnych już zmalała, w przypadku budów kubaturowych zmaleje zaś na przełomie 2010 i 2011 roku.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	222,6	241,5	173,7	221,4	247,6
EBITDA	108,4	103,4	70,7	112,6	125,2
marża EBITDA	48,7%	42,8%	40,7%	50,9%	50,6%
EBIT	66,6	40,9	6,1	43,4	52,0
Zysk netto	50,9	25,9	-3,7	24,9	33,0
P/E	7,2	14,4	-	15,0	11,3
P/CE	3,9	4,2	6,1	4,0	3,5
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	4,0	5,4	7,7	4,7	4,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q3 2009

Wyniki Q3 2009 są gorsze od naszych oczekiwań. O około 8% niższe niż oczekiwaliśmy okazały się przychody i to okazało się głównym źródłem słabszych rezultatów. Ulma jest spółką o bardzo dużej dźwigni operacyjnej, koszty własne sprzedaży zgodnie z naszymi szacunkami są w krótkim terminie w 95% stałe i niezależne od wielkości sprzedaży. Uważamy, że słabsze przychody mogą być spowodowane opóźnieniami w rozpoczęciu wybranych kontraktów. Podtrzymujemy jednocześnie opinię, że Q3 2009 to prawdopodobnie ostatni kwartał, w którym Ulma wygenerowała stratę. W efekcie, mimo, że wyniki są nominalnie słabe, interpretujemy je tylko lekko negatywnie. Zwracamy uwagę, że wynik Q3 2009 obciążyła amortyzacja w wysokości 16,8 mln PLN. Dodatni cash flow operacyjny wyniósł 32,5 mln PLN, ujemny cash flow inwestycyjny zaś 41,4 mln PLN. 41,4 mln PLN to wydatki m.in. na uzupełnianie oferty szalunków, budowę centrum logistycznego. W 3 kwartałach wydatki inwestycyjne wyniosły 80,8 mln PLN, z czego 51,2 mln PLN to zakupy szalunków od spółek zależnych. W tym samym czasie amortyzacja wyniosła 49,8 mln PLN. Bardzo wysoka amortyzacja powoduje, że wskaźnik EV/EBIDTA dla Ulmy jest bardzo niski, zwracamy jednak uwagę, że to wrażenie może być mylące (spółka dzierżawi majątek, który się psuje i niszczy, trzeba go systematycznie uzupełniać).

Przy niższych niż oczekiwaliśmy o 3,6 mln PLN przychodach, koszty własne sprzedaży, w 95% stałe, były zgodne z oczekiwaniami. Koszty ogólne wyniosły 3,7 mln PLN, czyli były zauważalnie niższe niż prognozowaliśmy (4,6 mln PLN). Saldo pozostałych kosztów finansowych było o 0,4 mln PLN niższe niż oczekiwaliśmy, ze względu na stratę brutto przed opodatkowaniem, spółka zaksięgowała też ujemny podatek (0,6 mln PLN).

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q3 2009	Q3 2008	zmiana	prognoza DI BRE	różnica
Przychody	41,9	62,0	-32,5%	45,5	-8,0%
Koszty własne sprzedaży	37,9	46,4	-18,3%	38,0	-0,3%
Zysk brutto na sprzedaży	4,0	15,6	-74,5%	7,5	-47,0%
%	9,5%	25,2%	-	16,5%	-
EBIT	0,1	10,1	-98,7%	2,5	-94,8%
Zysk brutto	-1,8	7,3	-	0,1	-
Zysk netto	-1,2	6,3	-	0,1	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Ulma Construction Polska

Wyniki Q3 2009 w segmentach działalności

(mln PLN)	Obsługa budów	Sprzedaż materiałów budowlanych *
Przychody	34,3	7,6
EBIT	-2,1	2,2
Marża %	-6,0%	28,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Ulma Construction Polska; * głównie częściowo zamortyzowane szalunki

Prognoza wyników finansowych Ulmy

Dokonałiśmy rewizji prognoz wyników finansowych Ulmy, które prezentujemy poniżej. Znaczny wpływ na prognozy miały wydatki dokonane przez Ulmę na zakup nowych szalunków infrastrukturalnych (wynik jest pochodną ilości posiadanego sprzętu oraz popytu na niego). W prognozie uwzględniamy tak wynik generowany na dzierżawie szalunków i świadczeniu usług (na przykład projektowych), jak i na sprzedaży majątku trwałego i towarów. Sprzedaż majątku trwałego jest prezentowana w przychodach i powinna być uwzględniana w prognozach, gdyż wynika ze zdarzeń takich jak:

- zniszczenie bądź zagubienie majątku na budowie (w takim przypadku firma dzierżawiąca sprzęt płaci karę równą cenie katalogowej danego elementu);
- sprzedaż używanego sprzętu (niektórzy klienci, głównie eksportowi, zainteresowani są nabyciem szalunków używanych);
- sprzedaż nowego sprzętu (produkty zakładu Ulmy, popyt na produkty istotnie spadł, w związku z tym zakład produkuje głównie na zamówienie Ulmy i wykonuje dla niej remonty);
- sprzedaż wyeksploatowanego majątku (Ulma sprzedaje majątek po około 10 latach użytkowania).

Generowana na sprzedaży używanego majątku marża wynika naszym zdaniem ze zbyt krótkiego okresu amortyzacji majątku w stosunku do jego użyteczności oraz ze stosowania przez Ulmę zasady księgowości FIFO (likwidowany jest najstarszy majątek danego typu).

Uważamy, że Ulma w średnim horyzoncie czasowym powinna generować ROE na dzierżawie sprzętu infrastrukturalnego zdecydowanie wyższe niż WACC (do 20%). Z dzierżawy sprzętu infrastrukturalnego Ulma może uzyskiwać około 35% przychodów. Pozostałe przychody pochodzą z dzierżawy sprzętu kubaturowego, przy czym tu, ze względu na konkurencję, ROE będzie naszym zdaniem niższe niż WACC (5-8%).

Prognozy wyników na lata 2009-2013

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody z dzierżawy szalunków i usług	100,5	142,0	176,3	138,5	189,8	215,8	234,8
Przychody ze sprzedaży majątku i towarów	53,8	80,6	65,2	35,2	31,6	31,9	31,8
Przychody razem	154,3	222,6	241,5	173,7	221,4	247,6	266,7
Przychody ze sprzedaży majątku i towarów / wartość bilansowa szalunków	32,5%	30,9%	19,6%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Wynik netto	32,9	50,9	25,9	-3,7	24,9	33,0	37,2
ROE	39,0%	29,7%	10,2%	-1,4%	9,1%	11,0%	11,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zmiana prognoz na lata 2009-2011

(mln PLN)	2009: nowa	2009: stara	zmiana	2010: nowa	2010: stara	zmiana	2011: nowa	2011: stara	zmiana
Przychody	173,7	182,3	-4,7%	221,4	198,0	11,8%	247,6	207,8	19,2%
EBIT	6,1	17,8	-65,8%	43,4	29,4	47,8%	52,0	35,0	48,9%
Zysk netto	-3,7	4,7	-	24,9	15,8	57,4%	33,0	21,4	54,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Analiza porównawcza wyceny akcji Ulmy

Poniżej prezentujemy wycenę Ulmy na tle branży budowlanej. Tak Ulma, jak i generalni wykonawcy związani są z cyklem inwestycyjnym w budownictwie. Wadą zaprezentowanej grupy porównawczej jest pominięcie różnego charakteru działalności (firmy budowlane bazują głównie na kapitale ludzkim, Ulma głównie na kapitale rzeczowym). Prezentujemy wskaźniki skorygowane i nie skorygowane. Wskaźnik P/E jest korygowany o nasz zdaniem zbyt krótki okres amortyzacji przyjęty przez spółkę. Wskaźnik EV/EBITDA, w celu porównywalności z firmami budowlanymi, korygujemy o amortyzację (tzn. obniżamy EBITDA o amortyzację szalunków).

Wycena porównawcza akcji Ulmy na tle branży budowlanej

	P/E 2009P	P/E 2010P	P/E 2011P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P
Budimex	11,4	10,4	12,2	9,1	7,9	8,2
Elektrobudowa	15,8	17,5	13,9	10,7	12,1	9,8
Erbud	14,3	13,6	14,9	8,5	8,3	7,0
Mostostal Warszawa	13,7	13,6	13,9	6,3	7,6	7,5
PBG	16,1	14,3	13,0	11,5	9,8	8,8
Polimex Mostostal	11,7	13,5	13,0	7,4	7,4	7,0
Rafako	21,2	13,0	12,4	7,4	5,6	4,9
Trakcja Polska	9,6	12,4	13,1	4,4	5,5	5,3
Unibep	12,4	14,1	12,5	8,4	9,4	6,3
Mediana	13,7	13,6	13,0	8,4	7,9	7,0
Ulma: wskaźniki skorygowane	<0	12,9	10,0	59,6	10,1	8,3
Premia (dyskonto)	b. duża	-5,0%	-22,8%	b. duża	28,4%	18,8%
Ulma: wskaźniki nieskorygowane	<0	15,0	11,3	7,7	4,7	4,1
Premia (dyskonto)	b. duża	10,1%	-13,0%	-8,3%	-40,7%	-42,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Wycena akcji Ulmy

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Ulma szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 82,2 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Poprawa wyniku na dzierżawie szalunków infrastrukturalnych od Q2 2010, na dzierżawie szalunków kubaturowych od Q1 2011.
- Osiągnięcia poziomu rotacji sprzętu z roku 2007 w roku 2011.
- Zwiększanie stanu majątku w 2011 - 2013 roku, związane z poprawą sytuacji na rynku budowlanym.
- Długość okresu amortyzacji średnio o 0,6 krótszy niż faktyczna długość eksploatacji sprzętu.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+																																				
Przychody ze sprzedaży	221,4	247,6	266,7	281,5	297,0	312,7	328,5	344,5	361,0	377,8																																					
zmiana	27,4%	11,9%	7,7%	5,5%	5,5%	5,3%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%																																					
EBITDA	112,6	125,2	133,4	141,0	148,9	157,1	165,7	174,8	183,3	191,1																																					
marża EBITDA	50,9%	50,6%	50,0%	50,1%	50,1%	50,2%	50,4%	50,7%	50,8%	50,6%																																					
Amortyzacja	69,2	73,2	77,4	81,8	86,5	91,4	96,7	102,4	108,7	115,5																																					
EBIT	43,4	52,0	56,1	59,2	62,4	65,7	69,0	72,4	74,6	75,6																																					
marża EBIT	19,6%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	20,7%	20,0%																																					
Opodatkowanie EBIT	8,2	9,9	10,6	11,2	11,9	12,5	13,1	13,8	14,2	14,4																																					
NOPLAT	35,2	42,2	45,4	47,9	50,6	53,2	55,9	58,6	60,5	61,2																																					
CAPEX	-69,2	-80,1	-81,1	-84,5	-88,1	-91,4	-96,7	-102,4	-108,7	-115,5																																					
Kapitał obrotowy	-4,6	-2,5	-1,8	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6																																					
FCF	30,6	32,7	39,9	43,8	47,4	51,7	54,4	57,1	58,9	59,6	61,4																																				
WACC	9,7%	9,9%	10,1%	10,3%	10,5%	10,6%	10,8%	10,8%	11,2%	10,6%																																					
współczynnik dyskonta	91,1%	82,9%	75,3%	68,3%	61,8%	55,9%	50,4%	45,5%	41,0%	37,0%																																					
PV FCF	27,9	27,1	30,1	29,9	29,3	28,9	27,4	26,0	24,1	22,1																																					
WACC	9,7%	9,9%	10,1%	10,3%	10,5%	10,6%	10,8%	10,8%	11,2%	10,6%																																					
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%																																					
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	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	29%	25%	21%	17%	13%	12%	9%	8%	0%	0%																																					
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	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)	808,3	Wzrost FCF w nieskończoności																																													
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	299,3	<table><tr><td></td><td>2,0%</td><td>2,5%</td><td>3,0%</td><td>3,5%</td><td>4,0%</td></tr><tr><td>WACC -1,0pp</td><td>76,2</td><td>79,9</td><td>84,1</td><td>88,9</td><td>94,4</td></tr><tr><td>WACC -0,5pp</td><td>75,5</td><td>79,2</td><td>83,4</td><td>88,1</td><td>93,5</td></tr><tr><td>WACC</td><td>74,9</td><td>78,5</td><td>82,2</td><td>87,3</td><td>92,7</td></tr><tr><td>WACC +0,5pp</td><td>74,2</td><td>77,8</td><td>81,9</td><td>86,5</td><td>91,8</td></tr><tr><td>WACC +1,0pp</td><td>73,5</td><td>77,1</td><td>81,1</td><td>85,7</td><td>91,0</td></tr></table>											2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	WACC -1,0pp	76,2	79,9	84,1	88,9	94,4	WACC -0,5pp	75,5	79,2	83,4	88,1	93,5	WACC	74,9	78,5	82,2	87,3	92,7	WACC +0,5pp	74,2	77,8	81,9	86,5	91,8	WACC +1,0pp	73,5	77,1	81,1	85,7	91,0
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%																																										
WACC -1,0pp	76,2	79,9	84,1	88,9	94,4																																										
WACC -0,5pp	75,5	79,2	83,4	88,1	93,5																																										
WACC	74,9	78,5	82,2	87,3	92,7																																										
WACC +0,5pp	74,2	77,8	81,9	86,5	91,8																																										
WACC +1,0pp	73,5	77,1	81,1	85,7	91,0																																										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	272,8																																														
Zdyskontowana wartość FCF	572,1																																														
Dług netto	173,2																																														
Wartość firmy	398,9																																														
Liczba akcji (mln)	5,3																																														
Wartość firmy na akcję (PLN)	75,9																																														
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%																																														
Cena docelowa	82,2																																														
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,9																																														
P/E('09) dla ceny docelowej	-106,6																																														
Udział TV w EV	52%																																														



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	154,3	222,6	241,5	173,7	221,4	247,6	266,7
<i>zmiana</i>	<i>56,5%</i>	<i>44,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>-28,1%</i>	<i>27,4%</i>	<i>11,9%</i>	<i>7,7%</i>
Koszt własny sprzedaży	90,5	136,8	178,3	150,5	156,2	171,2	184,4
Zysk brutto na sprzedaży	63,7	85,8	63,2	23,2	65,2	76,4	82,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>41,3%</i>	<i>38,5%</i>	<i>26,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>29,5%</i>	<i>30,9%</i>	<i>30,9%</i>
Koszty sprzedaży	-7,9	-7,4	-4,8	-6,5	-8,2	-9,2	-9,9
Koszty ogólnego zarządu	-9,8	-10,0	-10,6	-9,9	-12,7	-14,2	-15,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,1	-1,7	-6,9	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1
EBIT	45,9	66,6	40,9	6,1	43,4	52,0	56,1
<i>zmiana</i>	<i>81,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>-38,5%</i>	<i>-85,1%</i>	<i>611,7%</i>	<i>19,9%</i>	<i>7,7%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>29,8%</i>	<i>29,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>19,6%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>
Wynik na działalności finansowej	-4,9	-4,5	-10,5	-10,3	-12,6	-11,3	-10,1
Zysk brutto	41,1	62,1	30,5	-4,2	30,8	40,7	46,0
Podatek dochodowy	-8,1	-11,3	-4,6	0,5	-5,8	-7,7	-8,7
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	32,9	50,9	25,9	-3,7	24,9	33,0	37,2
<i>zmiana</i>	<i>81,1%</i>	<i>54,5%</i>	<i>-49,2%</i>	<i>-114,5%</i>	<i>-766,2%</i>	<i>32,5%</i>	<i>12,8%</i>
<i>marża</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>11,3%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,0%</i>
Amortyzacja	29,0	41,9	62,4	64,6	69,2	73,2	77,4
EBITDA	75,0	108,4	103,4	70,7	112,6	125,2	133,4
<i>zmiana</i>	<i>67,2%</i>	<i>44,6%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-31,6%</i>	<i>59,2%</i>	<i>11,2%</i>	<i>6,6%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>48,6%</i>	<i>48,7%</i>	<i>42,8%</i>	<i>40,7%</i>	<i>50,9%</i>	<i>50,6%</i>	<i>50,0%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,9	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
EPS	6,7	9,9	4,9	-0,7	4,7	6,3	7,1
CEPS	12,7	18,0	16,8	11,6	17,9	20,2	21,8
ROAE	39,0%	29,7%	10,2%	-1,4%	9,1%	11,0%	11,5%
ROAA	16,6%	15,9%	5,8%	-0,8%	4,8%	6,1%	6,7%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	243,3	397,9	492,7	498,1	536,3	540,8	566,8
Majątek trwały	181,6	293,4	412,1	416,3	416,3	423,3	426,9
Majątek obrotowy	61,7	104,4	80,6	81,8	120,0	117,5	139,9
Zapasy	15,3	21,3	16,0	16,6	21,2	23,7	25,5
Należności	44,2	52,8	55,6	48,5	61,8	69,1	74,4
Należności z tytułu podatku bieżącego	0,0	0,5	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,3	29,8	6,1	13,8	34,1	21,8	37,1
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	243,3	397,9	492,7	498,1	536,3	540,8	566,8
Kapitał własny	100,8	241,3	263,9	260,2	285,1	313,1	333,8
Zobowiązania długoterminowe	90,1	83,7	148,4	148,4	148,4	148,4	148,4
Pożyczki i kredyty	86,4	82,7	146,1	146,1	146,1	146,1	146,1
Inne	3,7	1,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Zobowiązania krótkoterminowe	52,5	72,8	80,4	89,5	102,8	79,3	84,6
Pożyczki i kredyty	17,2	10,6	40,9	40,9	40,9	10,0	10,0
Zobowiązania wobec dostawców	31,6	62,1	39,4	48,5	61,8	69,1	74,4
Inne	3,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dług	103,6	93,3	187,0	187,0	187,0	156,1	156,1
Dług netto	101,4	63,4	180,9	173,2	152,9	134,3	119,0
(Dług netto / Kapitał własny)	100,6%	26,3%	68,6%	66,6%	53,6%	42,9%	35,7%
(Dług netto / EBITDA)	1,4	0,6	1,8	2,5	1,4	1,1	0,9
BVPS	20,6	46,9	50,2	49,5	54,2	59,6	63,5

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	65,5	115,0	96,4	99,6	102,2	115,0	122,9
Zysk netto	32,9	50,9	25,9	-3,7	24,9	33,0	37,2
Amortyzacja	29,0	41,9	62,4	64,6	69,2	73,2	77,4
Kapitał obrotowy	-15,0	3,5	-20,4	15,7	-4,6	-2,5	-1,8
Pozostałe	18,5	18,8	28,6	23,1	12,6	11,3	10,1
Przepływy inwestycyjne	-108,2	-158,0	-203,2	-79,8	-68,0	-78,7	-79,6
CAPEX	-107,9	-154,5	-200,5	-81,6	-69,2	-80,1	-81,1
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,3	-3,4	-2,7	1,7	1,2	1,4	1,5
Przepływy finansowe	44,3	74,1	80,5	-12,0	-13,8	-48,6	-28,1
Emisja akcji	0,0	89,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	53,1	-6,9	91,5	0,0	0,0	-30,9	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-8,8	-9,0	-11,0	-12,0	-13,8	-17,7	-28,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	1,6	31,1	-26,3	7,7	20,4	-12,3	15,2
Środki pieniężne na koniec okresu	2,3	29,8	6,1	13,8	34,1	21,8	37,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-57,5	-55,1	-125,4	3,7	30,6	32,7	39,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	70,0%	69,4%	83,0%	46,9%	31,2%	32,3%	30,4%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	10,5	7,2	14,4	-99,8	15,0	11,3	10,0
P/CE	5,6	3,9	4,2	6,1	4,0	3,5	3,3
P/BV	3,4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
P/S	2,3	1,6	1,5	2,1	1,7	1,5	1,4
FCF/EV	-12,8%	-12,9%	-22,6%	0,7%	5,8%	6,4%	8,1%
EV/EBITDA	6,0	4,0	5,4	7,7	4,7	4,1	3,7
EV/EBIT	9,8	6,4	13,5	89,6	12,1	9,7	8,8
EV/S	2,9	1,9	2,3	3,1	2,4	2,0	1,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	71,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,9	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
MC (mln PLN)	347,2	364,9	373,1	373,1	373,1	373,1	373,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	448,6	428,4	554,1	546,4	526,0	507,4	492,2



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

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 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 Ulma

Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2009-03-05	2009-05-26	2009-07-03	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05
kurs z dnia rekomendacji	29,00	37,90	40,50	47,50	50,90	60,00	67,05
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	29197,11	30252,24	35363,92	35998,12	36009,43	37045,62