

17 grudnia 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	54,0 PLN
Cena docelowa	53,5 PLN
Kapitalizacja	0,68 mld PLN
Free float	0,10 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,33 mIn PLN

Struktura akcjonariatu

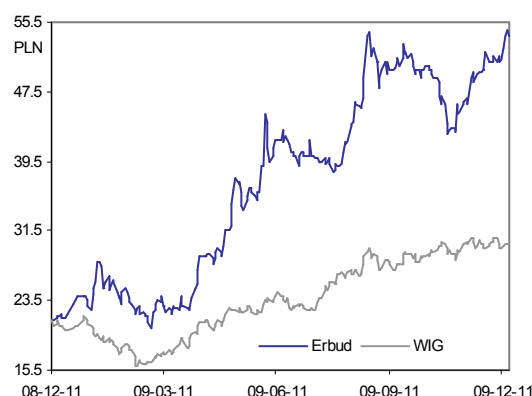
Wolff & Muller GmbH & Co. KG	34,24%
Juladal Investment Limited	26,37%
ING OFE	6,26%
Dariusz Grzeszczak	5,97%
AVIVA OFE BZ WBK	5,43%
BPH TFI	5,28%
Józef Zubilewicz	1,99%
Pozostali	14,46%

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

Erbud działa jako generalny wykonawca inwestycji z zakresu budownictwa kubaturowego (budownictwo mieszkaniowe, handlowe, biurowe oraz przemysłowe). Erbud nabył także dwie spółki realizujące inwestycje drogowe na skalę lokalną, dywersyfikując w ten sposób swą działalność o segmenty nie zależne od kształtowania się koniunktury gospodarczej.

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Erbud

ERBA.WA; ERB.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wysoka jakość kosztuje

Podtrzymujemy opinię, że Erbud zbudował wysokiej jakości portfel zleceń na rok 2010. Wartość tego portfela sięga już 901 mln PLN (generalne wykonawstwo w kraju: 773 mln PLN, eksport: 67 mln PLN, drogi: 41 mln PLN, działalność deweloperska: 20 mln PLN). Częściowo źródłem dobrej jakości portfela zamówień są opóźnienia w realizacji niektórych kontraktów. Przykładowo, kontrakty na budowę centrów handlowych w Wałbrzychu i Bytomiu wygenerują w 2010 roku około 210 mln PLN przychodów, zaś marża na kontraktach będzie ponadprzeciętna. Ceny obu kontraktów były negocjowane przed „kryzysem”. Pomimo dobrze zapowiadającego się roku 2010, uważamy, że na rok 2011 Erbud jest czystą kartą. Portfel zamówień na rok 2011 sięga jedynie 75 mln PLN. Uważamy, że należy ostrożnie formułować oczekiwania dotyczące wyników Erbudu na rok 2011. Zakładamy, że wysoka jakość zarządu zagwarantuje spółce marżę EBIT o około 0,5-1 p.p. wyższe niż porównywalnych firm. Obecnie Erbud prawdopodobnie nie będzie prowadził znaczącej akcji ofertowej, ze względu na już znaczny portfel zamówień na rok 2010. Większej ilości pozyskiwanych kontraktów, na rok 2011 można się spodziewać w drugiej połowie roku 2010. Jednocześnie, ciągle pozyskiwane będą zlecenia eksportowe i drogowe. Rewidujemy założenia dotyczące skali przyszłej działalności deweloperskiej. Uważamy, że działalność ta, generująca około 100 mln PLN przychodów rocznie, będzie kontynuowana i konsekwentnie rozwijana w przyszłych latach. Podwyższamy wycenę akcji spółki z 49,3 PLN do 53,5 PLN (głównie na skutek wyceny działalności deweloperskiej), bez zmiany zalecenia inwestycyjnego.

Planowany rozwój działalności deweloperskiej

Obecnie Budlex, spółka zależna Erbudu, posiada 201 mieszkań w budowie i 121 gotowych lokali w ofercie. Z tego około 60 mieszkań znajduje się w nowych projektach, rozpoczętych na jesieni. Spółka rozważa budowę kolejnych budynków, przy tym skala nowych budów będzie uzależniona od sytuacji na rynku. Zarząd Erbudu w kolejnych latach planuje podtrzymać działalność w Toruniu i Bydgoszczy, na poziomie ponad 200 mieszkań sprzedanych rocznie (blisko 240 sprzedanych zostanie w 2009 roku). Jednocześnie, Budlex ma rozwijać działalność w Warszawie, na zasadzie udziału w projektach typu joint-venture. Sądzymy, że spółka mogłaby wydać na udział własny w projekcie deweloperskim około 20 mln PLN, czyli w praktyce objąć 50% udziałów w inwestycji na 200-300 mieszkań.

Inne kierunki rozwoju firmy

Erbud planuje również rozwój w ramach segmentu energetyki i konstrukcji stalowych. W ramach energetyki w rachubę wchodzi przejęcie w 2010 roku, dokonane ze środków własnych. Konstrukcje stalowe mają być rozwijane w oparciu o działalność Budlexu (spółka zależna Budlex Metal, o zdolności do generowania przychodów rzędu 10-12 mln PLN rocznie).

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	663,1	1046,1	910,9	1 181,0	1 292,4
EBITDA	34,6	67,1	63,5	61,0	62,4
marża EBITDA	5,2%	6,4%	7,0%	5,2%	4,8%
EBIT	32,8	60,8	57,2	54,5	55,9
Zysk netto	31,8	9,3	42,1	45,3	47,8
P/E	21,3	73,1	16,1	15,0	14,2
P/CE	20,2	43,5	14,0	13,1	12,5
P/BV	3,5	3,4	2,8	2,4	2,0
EV/EBITDA	17,6	9,9	9,5	10,4	8,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki finansowe w segmentach: prognoza

Prognoza przychodów, 2010-2019

Segm.	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Kraj	850	910	982	1 061	1 135	1 215	1 287	1 352	1 413	1 469
Export	165	174	184	194	204	215	224	233	241	249
Drogi	110	119	128	136	137	139	143	147	152	156
Dewel.	56	90	95	99	104	109	113	117	122	126
Suma	1 181	1 292	1 389	1 490	1 581	1 677	1 768	1 850	1 927	2 000

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognoza marż brutto, 2010-2019

Segm.	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Kraj	9,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,0%
Export	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Drogi	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Dewel.	10,0%	16,7%	16,7%	16,7%	18,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena DCF

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Erbud szacujemy w perspektywie 9-letniej na poziomie 53,5 PLN i w związku z tym zalecamy trzymanie walorów spółki.

Założenia modelu DCF:

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Zrównoważenie poziomu należności i zobowiązań na koniec 2011 roku, co skutkuje istotnym uwolnieniem gotówki (obecna przewaga należności nad zobowiązaniami wynika z dłuższych terminów płatności od inwestorów i zaangażowania kapitałowego w wybranych projektach).
- Wzrost zapasów w 2010 roku spowodowany rozpoczęciem nowych projektów deweloperskich.
- Do 2014 roku Budlex prowadzi działalność m.in. na gruntach, których wycena została zaktualizowana w połowie 2007 roku. Projekty powstające na gruntach o zaktualizowanej wycenie charakteryzują się niższą marżą (15% brutto na sprzedaży).
- Od roku 2011 rentowność EBIT generalnego wykonawstwa w zakresie typowych usług budowlanych jest średnio o około 0,5-1% p.p. wyższa niż pozostałych spółek z branży.



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
Przychody ze sprzedaży	1 181,0	1 292,4	1 388,7	1 489,8	1 581,1	1 676,8	1 767,8	1 849,7	1 927,2	2 000,1	
zmiana	29,6%	9,4%	7,5%	7,3%	6,1%	6,1%	5,4%	4,6%	4,2%	3,8%	
EBITDA	61,0	62,4	68,0	72,4	78,6	83,7	87,2	90,2	93,0	95,4	
marża EBITDA	5,2%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	
Amortyzacja	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,8	6,8	6,9	6,9	
EBIT	54,5	55,9	61,5	65,8	72,0	77,0	80,4	83,4	86,1	88,5	
marża EBIT	4,6%	4,3%	4,4%	4,4%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	
Opodatkowanie EBIT	10,4	10,6	11,7	12,5	13,7	14,6	15,3	15,8	16,4	16,8	
NOPLAT	44,2	45,3	49,8	53,3	58,3	62,4	65,1	67,5	69,7	71,7	
CAPEX	-6,7	-6,8	-6,9	-6,9	-7,0	-7,0	-7,1	-7,2	-7,2	-6,9	
Kapitał obrotowy	-78,2	39,0	-1,9	-10,4	-10,1	-9,8	-9,1	-8,4	-8,0	-7,8	
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-34,3	84,0	47,5	42,5	47,9	52,2	55,7	58,8	61,4	63,9	65,8
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	10,6%	
współczynnik dyskonta	89,9%	80,9%	72,7%	65,4%	58,8%	52,9%	47,6%	42,8%	38,7%	35,0%	
PV FCF	-30,9	67,9	34,6	27,8	28,2	27,6	26,5	25,1	23,7	22,4	
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	10,6%	
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%	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	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	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)	866,3										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	302,9										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	253,0										
Wartość firmy (EV)	555,9										
Dług netto	-79,9										
Udziałowcy mniejszościowi	2,4										
Wartość firmy	633,3										
liczba akcji	12,6										
Wartość firmy na akcję (PLN)	50,4										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
Wartość firmy	53,5										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,5										
P/E('09) dla ceny docelowej	16,0										
Udział TV w EV	54%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	50,8	52,4	54,1	56,1	58,4
WACC -0,5pp	50,6	52,1	53,8	55,8	58,0
WACC	50,3	51,8	53,5	55,5	57,7
WACC +0,5pp	50,1	51,6	53,2	55,2	57,4
WACC +1,0pp	49,8	51,3	53,0	54,9	57,1

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	426,2	663,1	1 046,1	910,9	1 181,0	1 292,4	1 388,7
<i>zmiana</i>	-	55,6%	57,8%	-12,9%	29,6%	9,4%	7,5%
Koszt własny sprzedaży	389,1	606,7	943,7	797,7	1 074,1	1 178,5	1 266,5
Zysk brutto na sprzedaży	37,1	56,4	102,5	113,2	106,9	113,9	122,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>9,1%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>
Koszty sprzedaży	0,0	-0,4	-1,3	-1,4	-1,4	-2,3	-2,4
Koszty ogólnego zarządu	-14,0	-22,2	-36,4	-48,8	-49,0	-53,6	-56,1
Pozostała działalność operacyjna netto	2,3	-1,0	-3,9	-5,9	-1,9	-2,1	-2,3
EBIT	25,4	32,8	60,8	57,2	54,5	55,9	61,5
<i>zmiana</i>	-	29,3%	85,4%	-5,9%	-4,6%	2,5%	9,9%
<i>marża EBIT</i>	<i>5,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,4%</i>
Wynik na działalności finansowej	0,0	6,5	-46,5	-3,5	2,4	4,2	8,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	25,3	39,2	14,3	53,6	56,9	60,1	69,4
Podatek dochodowy	5,1	7,4	3,8	10,9	10,8	11,4	13,2
Pozostałe	0,0	0,0	1,2	0,6	0,8	0,9	0,9
Zysk netto	20,2	31,8	9,3	42,1	45,3	47,8	55,3
<i>zmiana</i>	-	57,6%	-70,8%	353,7%	7,6%	5,6%	15,7%
<i>marża</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,8%</i>	<i>0,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,0%</i>
Amortyzacja	1,3	1,8	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5
EBITDA	26,6	34,6	67,1	63,5	61,0	62,4	68,0
<i>zmiana</i>	-	30,1%	93,8%	-5,3%	-4,0%	2,3%	9,0%
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,9%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
EPS	2,0	2,5	0,7	3,4	3,6	3,8	4,4
CEPS	2,1	2,7	1,2	3,9	4,1	4,3	4,9
ROAE	65,8%	27,3%	4,7%	18,9%	17,0%	15,3%	15,2%
ROAA	16,5%	9,9%	1,6%	6,7%	7,4%	7,4%	7,5%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	153,2	491,2	647,9	612,0	604,6	694,4	772,0
Majątek trwały	13,6	46,0	99,7	90,4	90,7	91,1	91,4
WNIIP	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Rzeczowe aktywa trwałe	4,9	16,7	37,2	37,5	37,8	38,1	38,5
Inwestycje długoterminowe	1,5	13,5	13,3	11,5	11,5	11,5	11,5
Pozostałe	7,0	15,5	48,9	41,1	41,1	41,1	41,1
Majątek obrotowy	139,6	445,2	548,3	521,5	513,8	603,3	680,5
Zapasy	0,4	118,6	144,6	98,1	138,4	138,8	138,6
Należności	76,3	101,0	217,3	247,1	200,6	219,5	235,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4,4	15,9	5,8	5,4	5,4	5,4	5,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	29,5	128,4	115,6	120,9	72,2	133,2	186,2
Inne	29,1	81,3	65,0	50,2	97,3	106,5	114,4
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	153,2	491,2	647,9	612,0	604,6	694,4	772,0
Kapitał własny	41,1	192,5	201,4	243,5	288,8	336,6	391,9
Kapitał mniejszości	0,0	17,5	19,8	2,4	2,4	2,4	2,4
Zobowiązania długoterminowe	6,6	44,5	90,2	57,5	57,5	32,0	32,0
Pożyczki i kredyty	0,0	20,9	61,6	25,5	25,5	0,0	0,0
Rezerwy i inne	6,6	23,7	28,6	32,0	32,0	32,0	32,0
Zobowiązania krótkoterminowe	105,5	236,7	336,5	308,6	255,9	323,4	345,6
Pożyczki i kredyty	1,1	19,9	22,4	15,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	69,5	119,0	155,7	169,4	141,3	200,2	215,1
Kontrakty budowlane	29,6	46,7	39,2	78,4	88,3	96,9	104,1
Rezerwy i inne	5,3	51,1	119,1	45,3	26,3	26,3	26,3
Dług	1,1	40,8	84,0	41,0	25,5	0,0	0,0
Dług netto	-28,4	-87,6	-31,6	-79,9	-46,7	-133,2	-186,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-69,1%	-45,5%	-15,7%	-32,8%	-16,2%	-39,6%	-47,5%
(Dług netto / EBITDA)	-1,1	-2,5	-0,5	-1,3	-0,8	-2,1	-2,7
BVPS	4,1	15,3	16,0	19,4	23,0	26,8	31,2

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	13,7	36,2	-52,5	75,6	-26,5	93,3	59,9
Zysk netto	20,2	31,8	9,3	42,1	45,3	47,8	55,3
Amortyzacja	1,3	1,8	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5
Kapitał obrotowy	-1,5	13,5	-97,8	69,8	-78,2	39,0	-1,9
Pozostałe	-6,2	-11,0	29,7	-42,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-6,2	-74,8	6,1	-4,9	-6,7	-6,8	-6,9
CAPEX	-3,2	-2,9	35,8	-6,7	-6,7	-6,8	-6,9
Inwestycje kapitałowe	-1,1	-77,1	-40,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-2,0	5,3	10,4	1,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	1,6	137,9	34,0	-65,4	-15,5	-25,5	0,0
Emisja akcji	0,8	120,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,9	18,9	160,8	-43,0	-15,5	-25,5	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,2	-1,7	-126,8	-22,4	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	9,0	99,2	-12,4	5,3	-48,7	61,0	53,0
Środki pieniężne na koniec okresu	29,5	128,4	115,6	120,9	72,2	133,2	186,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	16,0	-38,2	-92,3	116,2	-34,3	84,0	47,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,7%	0,4%	-3,4%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	26,9	21,3	73,1	16,1	15,0	14,2	12,3
P/CE	25,3	20,2	43,5	14,0	13,1	12,5	11,0
P/BV	13,2	3,5	3,4	2,8	2,4	2,0	1,7
P/S	1,3	1,0	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
FCF/EV	3,1%	-6,3%	-13,8%	19,3%	-5,4%	15,3%	9,6%
EV/EBITDA	19,4	17,6	9,9	9,5	10,4	8,8	7,3
EV/EBIT	20,3	18,6	11,0	10,5	11,6	9,8	8,1
EV/S	1,2	0,9	0,6	0,7	0,5	0,4	0,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	54,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
MC (mln PLN)	543,8	678,8	678,8	678,8	678,8	678,8	678,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	17,5	19,8	2,4	2,4	2,4	2,4
EV (mln PLN)	515,5	608,7	667,1	601,3	634,6	548,0	495,0



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

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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 księgową
WNDB - wynik na działalności bankowej
P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy 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 S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi

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 Erbud

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Zawieszona	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-05-06	2009-05-26	2009-06-04	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04	2009-11-04	2009-12-02
kurs z dnia rekomendacji	32,00	35,60	44,00	40,49	46,20	49,00	42,90	51,00
WIG w dniu rekomendacji	29777,06	29197,11	31030,61	35363,92	35998,12	36009,43	37391,24	39905,57