

11 marca 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>53,3 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>54,6 PLN</b>
Kapitalizacja	0,67 mld PLN
Free float	0,11 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,55 mln PLN

<b>Struktura akcjonariatu</b>	
Wolff & Muller	34,24%
Juladal Investment Limited	26,37%
ING OFE	6,26%
Dariusz Grzeszczak	5,97%
AVIVA OFE BZ WBK	5,43%
BPB TFI	5,28%
Erbud	0,39%
Pozostali	16,06%

**Strategia dotycząca sektora**

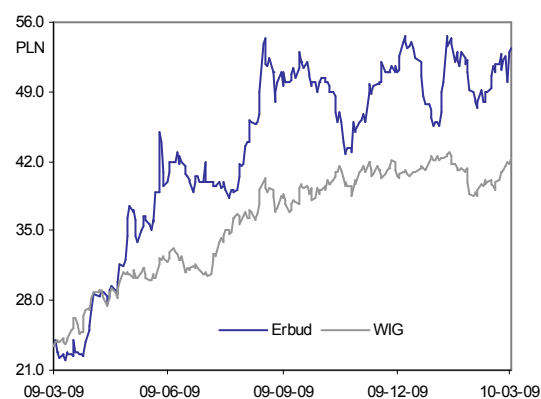
Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, 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.

**Ważne daty**

30.04 - raport RS 2009  
17.05 - raport Q1 2010  
31.08 - raport PsR 2010

**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)

## Bez większych zaskoczeń

Uważamy, że akcjonariusz Erbudu nie powinien w najbliższym czasie spodziewać się większych zaskoczeń. Portfel zleceń na rok 2010 w zakresie generalnego wykonawstwa w kraju jest już wypełniony w 82-89% (zależnie, czy uwzględnić wybór oferty na budowę przejścia granicznego w Budomierzu). W portfelu spółki wyróżniają się kontrakty kalkulowane po cenach z 2008 roku, które mogą zapewnić wysoką rentowność (centrum handlowe w Bytomiu i Wałbrzychu). Erbud nie planuje pozyskiwać większej liczby kontraktów mieszkaniowych, gdyż obecne ceny na rynku są zbyt niskie. Spółka liczy na budowę centrów handlowych, jednak ze względu na dużą kapitałochłonność tego typu przedsięwzięć (problemy z finansowaniem) nie należy liczyć na pozyskanie bardzo wielu kontraktów w tej dziedzinie budownictwa. Większej ilości pozyskanych zleceń spodziewamy się w II połowie roku 2010, jednak będzie to zjawisko naturalne (budowa portfela zamówień na rok 2011). Pozytywnie postrzegamy utworzenie oddziału w Katowicach, który w przyszłości ma świadczyć usługi dla sektora energetycznego. Erbud nie planuje generalnego wykonawstwa bloków energetycznych, oddział ma raczej świadczyć podwykonawcze usługi budowlane (budowa żelbetów, fundamentów..). Strategia spółki w segmencie energetycznym charakteryzuje się dużą ostrożnością. Pierwsze kontrakty podwykonawcze związane z budową nowych bloków mogą pojawić się pod koniec 2012 roku (zakładamy, że spółka raczej nie będzie uczestniczyć w przypadku prac w Opolu i Siekierkach). Erbud rozwija także produkcję konstrukcji stalowych (skala działalności jest na razie bardzo niewielka) i działalność deweloperską. Erbud ma plany objęcia udziałów w 1-2 projektach deweloperskich, co uwzględniamy w prognozach. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

**Kontrakt w Budomierzu poprawi marżę Grupy?**

W ciągu ostatnich miesięcy najlepszą wiadomością dla akcjonariuszy Erbudu był wybór oferty spółki na budowę przejścia granicznego w Budomierzu. Oferta była złożona pierwotnie w 2008 roku, następnie zaś stała się przedmiotem odwołań i spraw sądowych. W oparciu o wyrok KIO inwestor wybrał ofertę spółki o wartości 144,6 mln PLN, mimo to, Warbud, konkurent Erbudu, zapowiada wykorzystanie pełnej ścieżki odwoławczej, z Sądem Najwyższym włącznie. W prognozach uwzględniamy scenariusz, w którym Erbud zrealizuje część przychodów z kontraktu w 2010 roku.

**Portfel zleceń na rok 2010**

Szacujemy, że portfel zleceń Erbudu na rok 2010 ma wartość około 885 mln PLN (bez kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu) i 935 mln PLN wliczając kontrakt w Budomierzu. Z 885 mln PLN, około 765 mln PLN to portfel zleceń w kraju z dziedziny generalnego wykonawstwa, 60 mln PLN to portfel w segmencie drogowym, 70 mln PLN zaś to portfel działalności eksportowej.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 046,1	958,6	1 226,0	1 340,5	1 431,0
EBITDA	67,1	69,5	66,9	66,2	71,7
marża EBITDA	6,4%	7,2%	5,5%	4,9%	5,0%
EBIT	60,8	61,6	60,7	59,9	65,4
Zysk netto	9,3	44,6	51,3	50,0	56,1
P/E	72,2	15,0	13,1	13,4	12,0
P/CE	43,0	12,8	11,6	11,9	10,7
P/BV	3,3	2,8	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA	9,8	7,7	9,3	8,8	7,5
DYield	0,0%	0,2%	1,0%	1,1%	1,1%

## Wyniki Q4 2009

Erbud zaprezentował lepsze od naszych oczekiwań wyniki Q4 2009. Zysk brutto ze sprzedaży okazał się o 7,9 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Źródłem pozytywnego zaskoczenia są wyższe niż oczekiwane przychody z generalnego wykonawstwa w kraju, przy zgodnym z oczekiwaniami poziomie marż oraz bardzo wysokie marże z działalności eksportowej (28,7% brutto w Q4 2009). Wynik operacyjny i wynik netto psują wysokie pozostałe koszty operacyjne netto (5,3 mln PLN), przy czym koszty te są odwracane w przyszłych latach. Korygując wynik o pozostałe koszty operacyjne, zysk netto Erbudu w Q4 2009 wyniósłby blisko 15 mln PLN (49 mln PLN w całym roku).

Głównym źródłem zaskoczenia w stosunku do naszej prognozy są przychody z generalnego wykonawstwa w kraju, co nie ma jednak wartości prognostycznej. Gdyby przyjęć faktyczny wolumen przychodów w segmencie, prognoza wyniku brutto na sprzedaży wyniosłaby 30,7 mln PLN. Bardzo wysoka rentowność z działalności eksportowej to wynik konserwatywnej polityki Erbudu, powodującej rozpoznanie „prawdziwej” marży dopiero w momencie zakończenia kontraktu. Tak wysoka rentowność na pewno nie powtórzy się jednak w przyszłości. Niska rentowność w działalności deweloperskiej to wynik wyceny majątku dewelopera w połowie 2007 roku, wraz z przejęciem udziałów w Budlex. Ostatecznie, wynik brutto na sprzedaży był o 7,9 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Koszty zarządu okazały się zbliżone z naszą prognozą (13,9 mln PLN, oczekiwaliśmy: 14 mln PLN).

Pozostałe koszty operacyjne wyniosły 5,3 mln PLN netto. Oczekiwaliśmy 0,5 mln PLN kosztów netto. Duże pozostałe koszty operacyjne netto to wynik optymalizacji podatkowej w ramach działalności w Niemczech. W Q4 2009 utworzone zostały rezerwy na kontrakty, które w ciągu 1-2 lat będą rozwiązywane. Wynik działalności finansowej był zgodnie z oczekiwaniami neutralny. Wyższa niż oczekiwaliśmy, bo przekraczająca 25% była w Q4 2009 efektywna stopa podatkowa. Ostatecznie, wynik netto w Q4 2009 wyniósł 10,1 mln PLN. Gdyby spółka nie zawiązała rezerw w ramach działalności eksportowej (optymalizacja podatkowa), wynik netto w Q4 2009 wyniósłby około 15 mln PLN.

### Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	291,0	249,9	16,5%	276,6	5,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,3	25,4	31,1%	30,4	9,3%
Marża %	11,4%	10,2%	-	11,0%	-
EBIT	13,9	10,8	28,7%	16,0	-12,9%
Marża %	4,8%	4,3%	-	5,8%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	14,1	10,8	30,3%	-30,5	-
Marża %	4,9%	4,3%	-	-11,0%	-
Zysk netto	10,1	8,8	15,3%	-26,7	-
Marża %	3,5%	3,5%	-	-9,7%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Erbud

### Wyniki Q4 2009 w segmentach działalności vs. prognoza

Segment	Prognoza wyników Q4 2009			Wyniki Q4 2009		
	Przychody	Zysk brutto ze sprzedaży	Marża %	Przychody	Zysk brutto ze sprzedaży	Marża %
Kraj	157,1	15,7	10,0%	210,1	19,9	9,5%
Export	42,8	4,1	9,5%	27,5	7,9	28,7%
Drogi	30,0	2,6	8,8%	26,6	3,5	13,2%
Dev	20,0	3,0	15,0%	26,8	2,0	7,4%
<b>Suma</b>	<b>249,9</b>	<b>25,4</b>	<b>10,2%</b>	<b>291,0</b>	<b>33,3</b>	<b>11,4%</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., Erbud

## Wyniki finansowe w segmentach: prognoza

### Prognoza przychodów, 2010-2019

Segm.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kraj	900	963	1 030	1 103	1 180	1 256	1 332	1 398	1 461	1 520
Export	165	174	184	194	204	215	224	233	241	249
Drogi	105	113	122	130	131	132	136	140	145	149
Dewel.	56	90	95	99	104	109	113	117	122	126
Suma	1 226	1 340	1 431	1 525	1 619	1 712	1 806	1 890	1 969	2 044

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Prognoza marż brutto, 2010-2019

Segm.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kraj	9,5%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%
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 akcji Erbudu

Akcje Erbudu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 54,6 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 2,4% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie akcji Erbudu.

### Wycena akcji Erbudu

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	55,3	75%
Wycena metodą porównawczą	52,4	25%
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>54,6</b>	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Wycena akcji Erbudu metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Erbudu są duże spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. Erbud notowany jest z premią w wysokości 1,7% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2010-2012).

### Wycena porównawcza akcji Erbudu

	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Budimex	10,8	12,6	16,0	8,1	8,5	10,3
Elektrobudowa	15,8	14,3	12,5	9,8	8,5	7,3
Mostostal Warszawa	12,7	14,4	12,8	6,9	7,3	6,2
PBG	14,7	14,8	14,0	10,1	9,9	9,2
Polimex Mostostal	15,0	13,0	9,8	8,6	7,7	6,2
Rafako	16,6	15,9	14,8	8,0	7,2	6,3
Trakcja Polska	16,3	14,9	13,7	8,7	7,3	6,2
Unibep	13,8	13,0	12,5	9,1	7,3	6,8
<b>Mediana</b>	<b>14,8</b>	<b>14,3</b>	<b>13,2</b>	<b>8,6</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>
<b>Erbud</b>	<b>13,1</b>	<b>13,4</b>	<b>12,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>7,5</b>
Premia (dyskonto)	-11,8%	-6,4%	-9,7%	7,3%	16,9%	13,9%
Waga wskaźnika	20,0%	20,0%	10,0%	20,0%	20,0%	10,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.



## Wycena akcji Erbudu metodą DCF

### 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+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 226,0</b>	<b>1 340,5</b>	<b>1 431,0</b>	<b>1 525,3</b>	<b>1 619,4</b>	<b>1 712,3</b>	<b>1 805,7</b>	<b>1 889,6</b>	<b>1 969,0</b>	<b>2 043,6</b>	
<i>zmiana</i>	27,9%	9,3%	6,8%	6,6%	6,2%	5,7%	5,5%	4,6%	4,2%	3,8%	
<b>EBITDA</b>	<b>66,9</b>	<b>66,2</b>	<b>71,7</b>	<b>76,0</b>	<b>82,5</b>	<b>87,6</b>	<b>91,2</b>	<b>94,4</b>	<b>97,4</b>	<b>100,8</b>	
<i>marża EBITDA</i>	5,5%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	
Amortyzacja	6,2	6,3	6,3	6,4	6,4	6,5	6,6	6,6	6,7	6,7	
<b>EBIT</b>	<b>60,7</b>	<b>59,9</b>	<b>65,4</b>	<b>69,6</b>	<b>76,0</b>	<b>81,1</b>	<b>84,7</b>	<b>87,8</b>	<b>90,7</b>	<b>94,1</b>	
<i>marża EBIT</i>	4,9%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	
Opodatkowanie EBIT	11,5	11,4	12,4	13,2	14,4	15,4	16,1	16,7	17,2	17,9	
<b>NOPLAT</b>	<b>49,1</b>	<b>48,5</b>	<b>53,0</b>	<b>56,4</b>	<b>61,6</b>	<b>65,7</b>	<b>68,6</b>	<b>71,1</b>	<b>73,5</b>	<b>76,2</b>	
CAPEX	-6,5	-6,6	-6,6	-6,7	-6,8	-6,8	-6,9	-6,9	-7,0	-6,7	
Kapitał obrotowy	-129,0	-3,1	-2,5	-11,0	-11,2	-10,5	-10,2	-9,4	-8,9	-8,8	
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>-80,2</b>	<b>45,2</b>	<b>50,2</b>	<b>45,1</b>	<b>50,1</b>	<b>54,8</b>	<b>58,1</b>	<b>61,4</b>	<b>64,2</b>	<b>67,4</b>	<b>69,4</b>
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	91,5%	82,3%	74,0%	66,6%	59,9%	53,8%	48,4%	43,5%	39,2%	35,4%	
PV FCF	-73,4	37,2	37,1	30,0	30,0	29,5	28,1	26,7	25,1	23,9	
<b>WACC</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,6%</b>	
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	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%	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%										
Wartość rezydualna (TV)	913,7										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	323,4										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	194,3										
Wartość firmy (EV)	517,8										
Dług netto	-138,6										
Udziałowcy mniejszościowi	2,4										
Wartość firmy	653,9										
liczba akcji	12,6										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>52,0</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
<b>Wartość firmy</b>	<b>55,3</b>										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,3										
P/E('09) dla ceny docelowej	15,6										
Udział TV w EV	62%										

### Analiza wrażliwości

#### Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	52,4	54,1	55,9	58,0	60,5
WACC -0,5pp	52,1	53,8	55,6	57,7	60,1
WACC	51,9	53,5	<b>55,3</b>	57,4	59,8
WACC +0,5pp	51,6	53,2	55,0	57,0	59,4
WACC +1,0pp	51,3	52,9	54,7	56,7	59,1

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>426,2</b>	<b>663,1</b>	<b>1 046,1</b>	<b>958,6</b>	<b>1 226,0</b>	<b>1 340,5</b>	<b>1 431,0</b>
<i>zmiana</i>	90,4%	55,6%	57,8%	-8,4%	27,9%	9,3%	6,8%
Koszt własny sprzedaży	389,1	606,7	943,7	836,1	1 113,0	1 222,5	1 305,3
Zysk brutto na sprzedaży	37,1	56,4	102,5	122,5	113,0	117,9	125,8
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	8,7%	8,5%	9,8%	12,8%	9,2%	8,8%	8,8%
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	-48,7	-49,0	-53,6	-55,7
Pozostała działalność operacyjna netto	2,3	-1,0	-3,9	-10,8	-1,9	-2,1	-2,2
<b>EBIT</b>	<b>25,4</b>	<b>32,8</b>	<b>60,8</b>	<b>61,6</b>	<b>60,7</b>	<b>59,9</b>	<b>65,4</b>
<i>zmiana</i>	309,4%	29,3%	85,4%	1,3%	-1,5%	-1,2%	9,1%
<i>marża EBIT</i>	5,9%	4,9%	5,8%	6,4%	4,9%	4,5%	4,6%
Wynik na działalności finansowej	0,0	6,5	-46,5	-3,2	4,3	3,6	5,8
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
<b>Zysk brutto</b>	<b>25,3</b>	<b>39,2</b>	<b>14,3</b>	<b>58,4</b>	<b>65,0</b>	<b>63,5</b>	<b>71,2</b>
Podatek dochodowy	5,1	7,4	3,8	12,7	12,4	12,1	13,5
Pozostałe	0,0	0,0	1,2	1,1	1,4	1,5	1,6
<b>Zysk netto</b>	<b>20,2</b>	<b>31,8</b>	<b>9,3</b>	<b>44,6</b>	<b>51,3</b>	<b>50,0</b>	<b>56,1</b>
<i>zmiana</i>	503,2%	57,6%	-70,8%	380,7%	15,0%	-2,6%	12,2%
<i>marża</i>	4,7%	4,8%	0,9%	4,7%	4,2%	3,7%	3,9%
Amortyzacja	1,3	1,8	6,3	7,9	6,2	6,3	6,3
<b>EBITDA</b>	<b>26,6</b>	<b>34,6</b>	<b>67,1</b>	<b>69,5</b>	<b>66,9</b>	<b>66,2</b>	<b>71,7</b>
<i>zmiana</i>	273,2%	30,1%	93,8%	3,5%	-3,7%	-1,0%	8,3%
<i>marża EBITDA</i>	6,2%	5,2%	6,4%	7,2%	5,5%	4,9%	5,0%
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	3,5	4,1	4,0	4,5
CEPS	2,1	2,7	1,2	4,2	4,6	4,5	5,0
ROAE	65,8%	27,3%	4,7%	20,3%	19,6%	16,4%	16,0%
ROAA	16,5%	9,9%	1,6%	7,0%	8,3%	7,8%	7,9%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>153,2</b>	<b>491,2</b>	<b>647,9</b>	<b>627,2</b>	<b>612,0</b>	<b>675,8</b>	<b>744,5</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>13,6</b>	<b>46,0</b>	<b>99,7</b>	<b>91,4</b>	<b>91,7</b>	<b>92,0</b>	<b>92,4</b>
WNIIP	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Rzeczowe aktywa trwałe	4,9	16,7	37,2	36,3	36,6	36,9	37,2
Inwestycje długoterminowe	1,5	13,5	13,3	11,5	11,5	11,5	11,5
Pozostałe	7,0	15,5	48,9	43,2	43,2	43,2	43,2
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>139,6</b>	<b>445,2</b>	<b>548,3</b>	<b>535,8</b>	<b>520,3</b>	<b>583,8</b>	<b>652,0</b>
Zapasy	0,4	118,6	144,6	98,2	140,1	140,8	140,4
Należności	76,3	101,0	217,3	190,6	208,3	227,7	243,1
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4,4	15,9	5,8	4,2	4,2	4,2	4,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	29,5	128,4	115,6	172,5	58,7	92,8	138,5
Inne	29,1	81,3	65,0	70,3	109,0	118,4	125,9
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>153,2</b>	<b>491,2</b>	<b>647,9</b>	<b>627,2</b>	<b>612,0</b>	<b>675,8</b>	<b>744,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>41,1</b>	<b>192,5</b>	<b>201,4</b>	<b>238,9</b>	<b>283,5</b>	<b>325,8</b>	<b>374,4</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>17,5</b>	<b>19,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>6,6</b>	<b>44,5</b>	<b>90,2</b>	<b>40,6</b>	<b>40,6</b>	<b>35,8</b>	<b>35,8</b>
Pożyczki i kredyty	0,0	20,9	61,6	4,9	4,9	0,0	0,0
Rezerwy i inne	6,6	23,7	28,6	35,8	35,8	35,8	35,8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>105,5</b>	<b>236,7</b>	<b>336,5</b>	<b>344,7</b>	<b>285,0</b>	<b>311,4</b>	<b>331,4</b>
Pożyczki i kredyty	1,1	19,9	22,4	29,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	69,5	119,0	155,7	197,6	176,9	194,3	207,4
Kontrakty budowlane	29,6	46,7	39,2	87,8	91,5	100,5	107,3
Rezerwy i inne	5,3	51,1	119,1	30,3	16,7	16,7	16,7
Dług	1,1	40,8	84,0	34,0	4,9	0,0	0,0
Dług netto	-28,4	-87,6	-31,6	-138,6	-53,9	-92,8	-138,5
(Dług netto / Kapitał własny)	-69,1%	-45,5%	-15,7%	-58,0%	-19,0%	-28,5%	-37,0%
(Dług netto / EBITDA)	-1,1	-2,5	-0,5	-2,0	-0,8	-1,4	-1,9
<b>BVPS</b>	<b>4,1</b>	<b>15,3</b>	<b>16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>22,6</b>	<b>25,9</b>	<b>29,8</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>13,7</b>	<b>36,2</b>	<b>-52,5</b>	<b>153,6</b>	<b>-71,5</b>	<b>53,2</b>	<b>59,9</b>
Zysk netto	20,2	31,8	9,3	44,6	51,3	50,0	56,1
Amortyzacja	1,3	1,8	6,3	7,9	6,2	6,3	6,3
Kapitał obrotowy	-1,5	13,5	-97,8	103,0	-129,0	-3,1	-2,5
Pozostałe	-6,2	-11,0	29,7	-1,9	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-6,2</b>	<b>-74,8</b>	<b>6,1</b>	<b>-37,7</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,6</b>
CAPEX	-3,2	-2,9	35,8	-2,3	-6,5	-6,6	-6,6
Inwestycje kapitałowe	-1,1	-77,1	-40,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-2,0	5,3	10,4	-35,4	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>1,6</b>	<b>137,9</b>	<b>34,0</b>	<b>-58,9</b>	<b>-35,8</b>	<b>-12,6</b>	<b>-7,5</b>
Emisja akcji	0,8	120,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	0,9	18,9	160,8	117,6	-29,1	-4,9	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,1	0,0	0,0	1,5	6,7	7,7	7,5
Pozostałe	-0,2	-1,7	-126,8	-177,9	-13,4	-15,4	-15,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>9,0</b>	<b>99,2</b>	<b>-12,4</b>	<b>57,0</b>	<b>-113,8</b>	<b>34,0</b>	<b>45,8</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	29,5	128,4	115,6	172,5	58,7	92,8	138,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,6	0,6
FCF	16,0	-38,2	-92,3	158,0	-80,2	45,2	50,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,7%	0,4%	-3,4%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%

**Wskaźniki rynkowe**

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	26,6	21,0	72,2	15,0	13,1	13,4	12,0
P/CE	25,0	19,9	43,0	12,8	11,6	11,9	10,7
P/BV	13,1	3,5	3,3	2,8	2,4	2,1	1,8
P/S	1,3	1,0	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	3,1%	-6,4%	-14,0%	29,6%	-13,0%	7,8%	9,4%
EV/EBITDA	19,1	17,3	9,8	7,7	9,3	8,8	7,5
EV/EBIT	20,1	18,3	10,8	8,7	10,2	9,7	8,2
EV/S	1,2	0,9	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	1,0%	1,1%	1,1%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>53,3</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	10,1	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
MC (mln PLN)	536,8	670,0	670,0	670,0	670,0	670,0	670,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	17,5	19,8	2,8	2,8	2,8	2,8
EV (mln PLN)	508,4	599,9	658,3	534,3	619,0	580,1	534,4



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

#### Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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

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

#### 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  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.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:

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

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

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

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.  
 DI BRE Banku 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	Zawieszona	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2009-08-05	2009-08-14	2009-11-04	2009-09-04	2009-12-02	2009-12-17	2010-01-06	2010-02-03
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	40,49	46,20	42,90	49,00	51,00	54,00	47,15	51,80
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	35363,92	35998,12	37391,24	36009,43	39905,57	39925,72	41052,00	39904,02