

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	17,27 PLN
Cena docelowa	24,0 PLN
Kapitalizacja	0,22 mld PLN
Free float	0,05 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,09 mln PLN

Struktura akcjonariatu

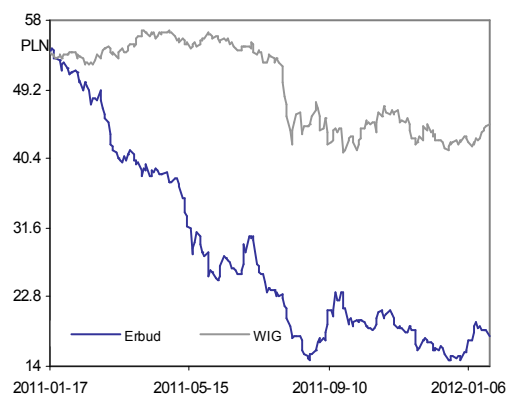
Wolff & Muller	32,84%
Juladal Investment Limited	22,29%
ING OFE	10,04%
Dariusz Grzeszczak	5,93%
AVIVA OFE BZ WBK	9,36%
Pozostali	19,54%

Strategia dotycząca sektora

Nowy rok, nowe „rozdanie”. W 2012 roku WIG Budownictwo nie będzie już słabszy, niż szeroki indeks WIG. Szansą sektora budownictwa są inwestycje energetyki, ryzykiem zaś kontrakty drogowe (słabe przepływy operacyjne, brak łatwej akceptacji roszczeń wykonawców). Na tle sektora zalecamy przeważanie małych i średnich spółek nad dużymi. Małe i średnie spółki realizują małe, relatywnie bezpieczne kontrakty, mają też silne bilanse.

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

ERB PW; ERBA.WA

Kupuj

(Podtrzymana)

Rentowność kontraktów poprawi się

Wyniki Q3 2011 okazały się gorsze, niż prognozowaliśmy. Wyniki Q4 2011 będą porównywalne q/q. Związane jest to ze słabymi marżami kontraktów na generalne wykonawstwo. Rentowność nowych kontraktów, wpływających na wyniki 2012 roku, będzie wyższa. Oddział wrocławski, odpowiedzialny praktycznie za wszystkie „wpadki” Erbudu w 2011 roku, przeszedł gruntowną restrukturyzację. Poprawi się wynik działalności deweloperskiej (oddania lokali w inwestycjach o niższym koszcie budowy). Istnieje też szansa na przyspieszenie budowy przejścia granicznego w Budomierzu (kontrakt o wysokiej rentowności, w całym 2011 roku wykonane zostały jedynie prace za 38 mln PLN). W efekcie, uważamy, że prognozy dużej poprawy wyniku netto w 2012 roku są nadal aktualne. W zaktualizowanych prognozach uwzględniamy niższe przychody, jak i bardziej konserwatywne szacunki poziomów marż. Portfel zleceń na rok 2012 jest zapełniony w 74%. Jest to mniej, niż w konkurencyjnych spółkach, nie można jednak zapominać że Erbud częściowo bazuje na krótkich kontraktach budowlanych (eksport, drogownictwo). **Podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową 24 PLN.**

Portfel zleceń na rok 2012

Portfel zleceń Erbudu na rok 2012 ma wartość około 817 mln PLN. Na koniec listopada 2010 roku, portfel zleceń na rok 2011 miał wartość 833 mln PLN. Zapowiedzi zarządu o podpisaniu do końca 2011 roku zleceń wart 300 mln PLN zmaterializowały się. Niewielki spadek wielkości portfela zamówień r/r wynika naszym zdaniem z bardziej konserwatywnej polityki pozyskiwania zleceń.

Rok 2012: spadek przychodów, ale wzrost rentowności

Nasza prognoza na rok 2012 i 2013 konserwatywnie zakłada istotny spadek przychodów r/r i poprawę rentowności. Stare kontrakty, których realizacja przyniosła straty, zostały już rozliczone. Potencjalnie na wyniki 2012 i 2013 roku mogłaby wpływać realizacja projektu komercyjnego w Poznaniu, czego nie uwzględniamy w prognozach (oczekiwany zysk z inwestycji: około 15 mln PLN, Erbud pełnić będzie rolę dewelopera).

Wyniki Q4 2011 jeszcze nie zaskoczą pozytywnie

Wyniki finansowe w Q4 2011 będą podobne do wyników Q3 2011. Wynika to ze struktury portfela zleceń, tzn. z realizacji nisko marżowych kontraktów na generalne wykonawstwo. W prognozie uwzględniamy niewielkie rezerwy na straty na wybranych kontraktach. Operacyjne przepływy pieniężne w Q4 2011 mogą być zbliżone do zera. Przerób z realizacji kontraktu na przejście graniczne w Budomierzu wyniesie jedynie kilka mln PLN (w całym 2011 roku: 38 mln PLN, kontrakt ma wartość 116 mln PLN).

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	954,6	1 108,1	1 409,4	1 176,0	1 144,0
EBITDA	68,3	33,0	-6,8	45,5	46,7
marża EBITDA	7,2%	3,0%	-0,5%	3,9%	4,1%
EBIT	60,5	24,9	-14,2	38,7	38,2
Zysk netto	41,7	15,2	-20,6	27,0	27,6
P/E	5,2	14,3	-	8,0	7,8
P/CE	4,4	9,3	-	6,4	6,0
P/BV	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	1,2	3,2	-	4,9	4,2
DYield	0,7%	2,9%	0,1%	0,0%	2,5%

Portfel zleceń Erbudu

Portfel zleceń Erbudu na rok 2012 ma wartość około 816,6 mln PLN (z wyłączeniem portfela zamówień części deweloperskiej (podpisane umowy przedwstępne). Portfel zleceń na rok 2012 jest zapełniony w około 74%.

Portfel zleceń na rok 2012

Przychody	2012 (mln PLN)	Wypełnienie prognoz DI BRE
Budownictwo kraj (GW)	601,2	80,2%
Budownictwo eksport	36,7	35,3%
Budowa dróg	99,7	66,5%
Sprzedaż mieszkań	42,0	54,5%
Budownictwo energetyczne	79	83,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyników Erbudu w latach 2012-2015P

Prognozy przychodów Erbudu w segmentach działalności

(mln PLN)	2012P	2013P	2014P	2015P
Budownictwo kraj (GW)	750,0	750,0	780,0	811,2
Budownictwo eksport	104,0	107,1	110,3	113,6
Budowa dróg	150,0	105,0	108,2	111,4
Sprzedaż mieszkań	77,0	79,3	81,7	84,1
Budownictwo energetyczne	95,0	102,6	110,8	116,9
Konstrukcje stalowe				
Suma	1 176,0	1 144,0	1 191,0	1 237,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognozy wyniku EBIT Erbudu w segmentach działalności

Wynik na sprzedaży	2012P	2013P	2014P	2015P
Budownictwo kraj (GW)	19,8	19,8	20,6	21,4
Budownictwo eksport	3,1	3,2	3,3	3,4
Budowa dróg	3,8	2,7	2,8	2,8
Sprzedaż mieszkań	10,9	11,2	11,5	11,9
Budownictwo energetyczne	2,8	3,0	3,3	3,5
Konstrukcje stalowe	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne netto	1,7	1,6	1,7	1,8
Suma	38,7	38,2	39,7	41,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Erbudu

Akcje Erbudu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 24,0 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 39,5% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Erbudu.

Wycena akcji Erbudu

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	25,9	50%
Wycena metodą porównawczą	18,7	50%
Średnia	22,3	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%	
Wycena 1 akcji	24,0	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Erbudu metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Erbudu są duże spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. Uwzględniając jedynie wskaźniki P/E i EV/EBITDA za lata 2012-2013, Erbud notowany jest z premią sięgającą 1,3%.

Wskaźnik EV/EBITDA jest zawyżony na tle wybranych konkurentów (w ramach działalności w segmencie mieszkaniowym dług jest liczony dwa razy: raz w koszcie wytworzenia, a drugi raz w EV). Przypadek ten dotyczy też deweloperów mieszkaniowych.

Wycena porównawcza akcji Erbudu

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,1	8,3	11,0	2,2	4,1	6,9
Elektrobudowa	11,9	10,3	8,7	6,7	6,3	5,3
Mostostal Warszawa	<0	9,3	6,8	<0	3,3	2,5
PBG	5,1	10,9	7,0	10,7	9,4	6,9
Polimex Mostostal	8,3	8,9	8,3	5,9	5,7	5,3
Rafako	7,6	8,2	7,0	6,1	5,0	3,7
Unibep	9,2	7,6	7,5	5,7	6,8	4,1
ZUE	7,5	8,0	7,9	5,5	4,0	3,6
Mediana	8,1	8,6	7,7	5,9	5,3	4,7
Erbud	-11,3	8,6	8,4	-41,4	5,2	4,6
Premia (dyskonto)	-239,7%	0,3%	9,6%	-795,4%	-2,6%	-2,1%
Waga wskaźnika	0,0%	25,0%	25,0%	0,0%	25,0%	25,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * analiza porównawcza na dzień 23 stycznia 2012

Wycena akcji Erbudu metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Wzrost po 2020 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wydłużenie cykli obrotu należności w relacji do cykli obrotu zobowiązań.
- Poziomy zapasów w segmencie deweloperskim na poziomie 4-letniej produkcji.
- Zakładamy, że rentowność EBIT Erbudu w segmencie generalnego wykonawstwa będzie zbliżona do poziomów rentowności innych spółek budowlanych.
- W prognozach nie uwzględniamy rozpoczęcia inwestycji komercyjnej w Poznaniu.
- Prognozy wyników w segmentach zgodnie z wcześniejszym opisem.

Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
Przychody ze sprzedaży	1 409,4	1 176,0	1 144,0	1 191,0	1 237,3	1 283,2	1 327,5	1 371,3	1 414,5	1 457,0	
<i>zmiana</i>	27,2%	-16,6%	-2,7%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,3%	3,2%	3,0%	
EBITDA	-6,8	45,5	46,7	48,2	49,8	51,4	52,9	54,5	55,4	55,6	
<i>marża EBITDA</i>	-0,5%	3,9%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%	
Amortyzacja	7,4	6,8	8,5	8,6	8,7	8,8	8,9	9,1	9,2	9,2	
EBIT	-14,2	38,7	38,2	39,6	41,1	42,6	44,0	45,4	46,2	46,4	
<i>marża EBIT</i>	-1,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	
Opodatkowanie EBIT	-2,7	7,3	7,3	7,5	7,8	8,1	8,4	8,6	8,8	8,8	
Wycena nieruchomości		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
NOPLAT	-11,5	31,3	30,9	32,1	33,3	34,5	35,6	36,8	37,4	37,6	
CAPEX	-3,9	-7,1	-8,9	-9,0	-9,1	-9,3	-9,4	-9,5	-9,6	-9,2	
Kapitał obrotowy	-121,8	19,5	1,3	-7,3	-7,3	-7,3	-7,2	-7,4	-7,3	-7,2	
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-129,8	50,5	31,8	24,4	25,5	26,7	28,0	29,0	29,7	30,4	31,3
WACC	10,0%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	100,0%	90,3%	81,6%	73,7%	66,6%	60,2%	54,3%	49,1%	44,3%	40,1%	
PV FCF	-129,8	45,6	26,0	18,0	17,0	16,1	15,2	14,2	13,2	12,2	
WACC	10,0%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	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	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	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

		Wzrost FCF w nieskończoności					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Wartość rezydualna (TV)	412,3						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	165,3						
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	47,6	WACC -1,0pp	25,9	26,7	27,7	28,7	30,0
Wartość firmy (EV)	212,9	WACC -0,5pp	25,7	26,5	27,5	28,5	29,8
Dług netto	-115,0	WACC	25,6	26,4	27,4	28,4	29,6
Udziałowcy mniejszościowi	3,0	WACC +0,5pp	25,4	26,2	27,1	28,2	29,4
Wartość firmy	325,0	WACC +1,0pp	25,3	26,1	27,0	28,0	29,2
liczba akcji	12,6						
Wartość firmy na akcję (PLN)	25,9						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%						
Wartość firmy	27,4						
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej	-27,9						
P/E('11) dla ceny docelowej	-16,7						
Udział TV w EV	78%						

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	663,1	1 046,1	954,6	1 108,1	1 409,4	1 176,0	1 144,0
<i>zmiana</i>	55,6%	57,8%	-8,8%	16,1%	27,2%	-16,6%	-2,7%
Koszt własny sprzedaży	606,7	943,7	836,5	1 020,8	1 375,5	1 085,0	1 054,1
Zysk brutto na sprzedaży	56,4	102,5	118,1	87,3	33,9	91,0	89,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	8,5%	9,8%	12,4%	7,9%	2,4%	7,7%	7,9%
Koszty sprzedaży	-0,4	-1,3	-1,4	-2,2	-3,8	-3,7	-3,6
Koszty ogólnego zarządu	-22,2	-36,4	-48,6	-50,6	-48,2	-47,0	-46,5
Wycena nieruchomości						0,0	0,0
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,0	-3,9	-7,6	-9,5	3,8	-1,7	-1,6
EBIT	32,8	60,8	60,5	24,9	-14,2	38,7	38,2
<i>zmiana</i>	29,3%	85,4%	-0,5%	-58,8%	-157,0%	-372,4%	-1,3%
<i>marża EBIT</i>	4,9%	5,8%	6,3%	2,2%	-1,0%	3,3%	3,3%
Wynik na działalności finansowej	6,5	-46,5	-4,2	-1,8	-5,7	-4,3	-3,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	39,2	14,3	56,3	23,2	-19,9	34,3	35,1
Podatek dochodowy	7,4	3,8	13,7	8,1	-0,2	6,5	6,7
Pozostałe	0,0	1,2	0,9	-0,2	0,9	0,8	0,8
Zysk netto	31,8	9,3	41,7	15,2	-20,6	27,0	27,6
<i>zmiana</i>	57,6%	-70,8%	348,7%	-63,5%	-235,5%	-231,2%	2,3%
<i>marża</i>	4,8%	0,9%	4,4%	1,4%	-1,5%	2,3%	2,4%
Amortyzacja	1,8	6,3	7,8	8,1	7,4	6,8	8,5
EBITDA	34,6	67,1	68,3	33,0	-6,8	45,5	46,7
<i>zmiana</i>	30,1%	93,8%	1,8%	-51,7%	-120,7%	-765,3%	2,6%
<i>marża EBITDA</i>	5,2%	6,4%	7,2%	3,0%	-0,5%	3,9%	4,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
EPS	2,5	0,7	3,3	1,2	-1,6	2,2	2,2
CEPS	2,7	1,2	3,9	1,9	-1,1	2,7	2,9
ROAE	27,3%	4,7%	19,1%	6,3%	-8,8%	11,6%	10,7%
ROAA	9,9%	1,6%	6,6%	2,4%	-2,9%	3,6%	3,8%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	491,2	647,9	608,3	646,3	767,8	724,0	739,3
Majątek trwały	46,0	99,7	93,0	107,0	130,2	130,6	131,0
WNIIP	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Wartość firmy	1,5	19,7	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1
Rzeczowe aktywa trwałe	16,7	37,2	35,9	33,6	32,8	33,1	33,6
Nieruchomości inwestycyjne	12,0	11,8	8,4	5,9	5,8	5,8	5,8
Inwestycje długoterminowe	1,5	1,5	6,6	24,7	31,0	31,0	31,0
Pozostałe	14,0	29,2	21,6	22,3	40,1	40,1	40,1
Majątek obrotowy	445,2	548,3	515,3	539,4	637,5	593,4	608,3
Zapasy	118,6	144,6	99,5	95,0	109,9	103,8	105,0
Należności	101,0	217,3	187,2	168,6	339,8	273,9	266,4
Kontrakty budowlane i rozliczenia międzyok.	42,5	70,5	52,9	119,4	116,5	97,3	94,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	128,4	115,6	172,5	153,7	70,9	117,9	141,8
Inne	54,8	0,3	3,1	2,7	0,5	0,5	0,5
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	491,2	647,9	608,3	646,3	767,8	724,0	739,3
Kapitał własny	192,5	201,4	235,5	248,6	220,1	247,1	269,4
Kapitał mniejszości	17,5	19,8	2,9	3,0	10,3	11,0	11,8
Zobowiązania długoterminowe	44,5	90,2	40,9	48,9	131,2	131,2	131,2
Pożyczki i kredyty	20,9	61,6	4,3	5,8	77,7	77,7	77,7
Rezerwy i inne	23,7	28,6	36,6	43,1	53,5	53,5	53,5
Zobowiązania krótkoterminowe	236,7	336,5	328,9	345,9	406,2	334,6	327,0
Pożyczki i kredyty	19,9	22,4	29,7	32,9	33,1	33,1	33,1
Zobowiązania wobec dostawców	119,0	155,7	192,4	188,0	226,1	178,4	173,3
Kontrakty budowlane i rozliczenia międzyok.	92,9	109,7	83,9	113,2	136,4	112,5	109,9
Rezerwy i inne	4,9	48,7	22,9	11,8	10,6	10,6	10,6
Dług	40,8	84,0	34,0	38,7	110,8	110,8	110,8
Dług netto	-87,6	-31,6	-138,5	-115,0	39,9	-7,0	-30,9
(Dług netto / Kapitał własny)	-45,5%	-15,7%	-58,8%	-46,3%	18,1%	-2,8%	-11,5%
(Dług netto / EBITDA)	-2,5	-0,5	-2,0	-3,5	-5,8	-0,2	-0,7
BVPS	15,3	16,0	18,7	19,8	17,5	19,7	21,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	36,2	-52,5	153,3	24,2	-137,4	58,5	41,3
Zysk netto	31,8	9,3	41,7	15,2	-20,6	27,0	27,6
Amortyzacja	1,8	6,3	7,8	8,1	7,4	6,8	8,5
Kapitał obrotowy	13,5	-97,8	106,0	40,4	-134,4	19,5	1,3
Wycena nieruchomości						0,0	0,0
Pozostałe	-11,0	29,7	-2,1	-39,5	10,3	5,1	3,9
Przepływy inwestycyjne	-74,8	6,1	-29,2	-28,4	-6,1	-7,1	-8,9
CAPEX	-2,9	35,8	-3,2	-4,1	-3,9	-7,1	-8,9
Inwestycje kapitałowe	-77,1	-40,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	5,3	10,4	-26,1	-24,3	-2,2	0,0	0,0
Przepływy finansowe	137,9	34,0	-67,1	-14,6	67,2	-4,3	-8,5
Emisja akcji	120,7	0,0	0,0	0,6	0,5	0,0	0,0
Dług	18,9	160,8	86,2	62,0	122,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	-1,5	-6,3	-0,2	0,0	-5,4
Pozostałe	-1,7	-126,8	-151,8	-71,0	-55,1	-4,3	-3,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	99,2	-12,4	57,0	-18,8	-76,3	47,0	23,9
Środki pieniężne na koniec okresu	128,4	115,6	172,5	153,7	70,9	117,9	141,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,0	0,4
FCF	-38,2	-92,3	157,8	73,3	-129,8	50,5	31,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,4%	-3,4%	0,3%	0,4%	0,3%	0,6%	0,8%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	6,8	23,4	5,2	14,3	-10,5	8,0	7,8
P/CE	6,4	13,9	4,4	9,3	-16,4	6,4	6,0
P/BV	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8
P/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	-26,0%	-45,0%	194,3%	69,9%	-48,6%	22,9%	16,1%
EV/EBITDA	4,2	3,1	1,2	3,2	-39,1	4,9	4,2
EV/EBIT	4,5	3,4	1,3	4,2	-18,8	5,7	5,2
EV/S	0,2	0,2	0,1	0,09	0,19	0,19	0,17
DYield	0,0%	0,0%	0,7%	2,9%	0,1%	0,0%	2,5%
Cena (PLN)	17,3						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
MC (mln PLN)	216,8	216,8	216,8	216,8	216,8	216,8	216,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	17,5	19,8	2,9	3,0	10,3	11,0	11,8
EV (mln PLN)	146,7	205,1	81,2	104,8	267,1	220,9	197,7



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

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	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-04-29	2011-05-20	2011-08-18	2012-01-23
kurs w dniu rekomendacji	37,51	29,70	17,37	18,50
WIG w dniu rekomendacji	50219,70	48747,55	41125,87	39518,87