

31 października 2007

Aktualizacja raportu

Budownictwo

Polska

Cena bieżąca	314,00 PLN
Cena docelowa	322,90 PLN
Kapitalizacja	1,5 mld PLN
Free float	0,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,99 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ULMA CyE S. Coop.	75,5%
Pozostali	24,5%

Strategia dotycząca sektora

Rekomendacja: Poziom produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej w okresie styczeń-sierpień br. był wyższy o 27,0 % (r/r). Utrzymująca się wysoka dynamika wzrostu popytu na usługi budowlano-montażowe oraz spadek dynamiki wzrostu kosztów materiałów budowlanych pozwolił spółkom budowlanym na podpisywanie nowych kontraktów ze znacznie wyższą marżą. Z dobrej koniunktury w budownictwie w pełni korzystają spółki, które nie miały w portfelu kontraktów o długim terminie realizacji. Do takich spółek można zaliczyć Ulmę Construccion.

Profil spółki

Ulma Construccion jest jedną największych spółek działających na rynku systemów deskowań w Polsce, z udziałem w rynku na poziomie ok. 30%. Oferta spółki obejmuje kompleksową usługę wynajmu deskowań wykorzystywanych w budownictwie monolitycznym, na którą składają się projektowanie, dzierżawa, obsługa logistyczna i inne.

Ulma

BAUA.WA; ULM.PW

Trzymaj

(Podtrzymana)

Szansa na jeszcze lepsze wyniki

Ulma ma szansę na zwiększenie swojego udziału w rynku, zwiększenie stopnia wykorzystania majątku i poprawę rentowności. Rosnący popyt na systemy szalunkowe oraz realizacja nowego centrum logistycznego w Poznaniu pozwoli Spółce na osiągnięcie wyższej sprzedaży. Ponadto, rosnące rynkowe ceny deskowań oraz rosnące stawki za dzierżawę systemów szalunkowych pozwoli Spółce na osiągnięcie wyższej marży na sprzedaży.

Rosnący popyt na systemy szalunkowe – wzrost sprzedaży

Dobra koniunktura w sektorze budowlanym przekładała się na wzrost przychodów i coraz lepsze wyniki Ulmy od początku 2005 r. Spółka w oczekiwaniu na wzrost popytu na jej usługi zwiększyła inwestycje w systemy szalunkowe z przeznaczeniem na ich dalszą dzierżawę. Wzrost popytu na dzierżawę deskowań wynika ze wzrostu produkcji budowlano-montażowej oraz rezygnacji średniej wielkości firm z nabywania własnych szalunków – większe firmy już od dawna korzystają z dzierżawy systemów od specjalistycznych firm. Nie istnieje ryzyko, że firmy budowlane ponownie zaczną korzystać z własnych deskowań, ponieważ firmy specjalizujące się w ich dzierżawie lepiej zarządzają i wykorzystują posiadany majątek.

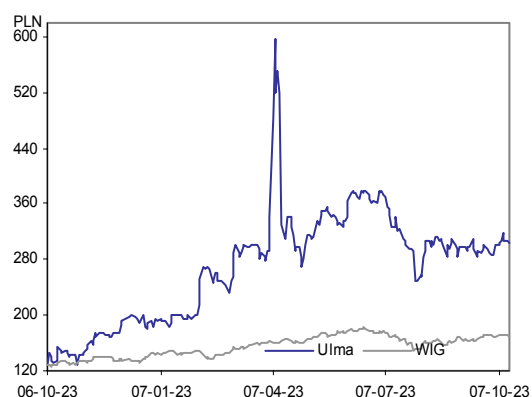
Wzrost stawek i cen katalogowych szalunków – wzrost zysku

Przewidujemy, że w 2008 r. z powodu wzrostu cen energii Spółka podwyższy ceny katalogowe szalunków (o 3-7%). Jeżeli faktycznie dojdzie do podwyższenia cen katalogowych, przełoży się to na wzrost przychodów Spółki, ponieważ stawka za wynajem liczona jest jako ułamek procentowy ceny katalogowej.

Ponadto, ze względu na rosnący popyt, Ulma już teraz podnosi stopniowo stawki za dzierżawę szalunków. Jest to zgodne z ogólnym trendem panującym na rynku i w związku z tym nie powinno to wpłynąć na spadek popytu na usługi Spółki.

Lepsza pozycja konkurencyjna – wzrost udziału w rynku

Na polepszenie wyników finansowych Ulmy w najbliższych latach będzie miało wpływ uruchomienie przez Spółkę 3 nowych centrów logistycznych (realizacja tego celu powinna wzmocnić pozycję Spółki względem konkurencji i podnieść rotację majątku z 65% do 70%). Obecnie Ulma posiada 12 filii i biur oraz 8 magazynów w całej Polsce. Pozwoliło to Spółce na osiągnięcie około 30% udziału w rynku dzierżawy deskowań.

Kurs akcji Ulma na tle WIG

Samer Masri

(48 22) 697 47 36

samer.masri@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

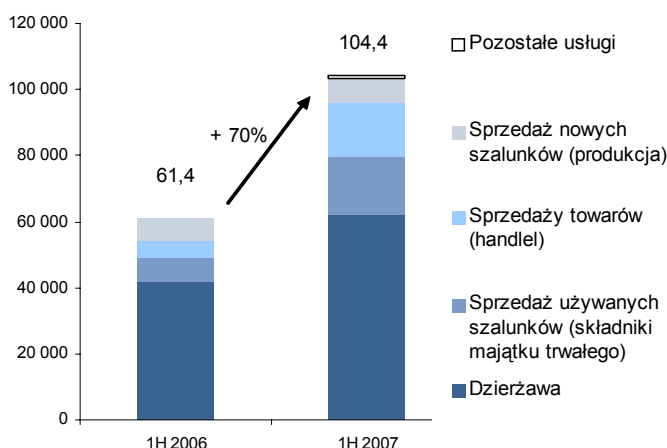
(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Przychody	98,6	154,3	224,6	269,8	299,8
EBITDA	44,9	74,7	112,3	145,2	172,9
marża EBITDA	45,5%	48,4%	50,0%	53,8%	57,7%
EBIT	25,4	45,6	68,9	88,6	104,7
Zysk netto	18,2	32,9	51,5	65,0	79,6
P/E	84,4	46,6	32,3	25,6	20,7
P/CE	40,7	24,8	17,5	13,6	11,1
P/BV	22,5	15,2	7,5	5,8	4,5
EV/EBITDA	35,3	21,9	15,6	12,2	9,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Rosnący popyt na systemy

Wzrost sprzedaży

Dobra koniunktura w sektorze budowlanym przekładała się na wzrost przychodów i coraz lepsze wyniki Ulmy od początku 2005 r. W ostatniej naszej wycenie zakładaliśmy, że trend utrzyma się w kolejnych latach – wzrost przychodów w 2008 o 17,4%, a w 2009 r. o 10,8% oraz wzrost zysku netto odpowiednio o 18,1% i 22,8%. Jednak obecnie realizowane przez Spółkę inwestycje oraz coraz większy popyt na usługi budowlane może przełożyć się na jeszcze lepsze wyniki finansowe Ulmy w najbliższych latach. Spółka w oczekiwaniu na wzrost popytu na jej usługi zwiększyła inwestycje w systemy szalunkowe z przeznaczeniem na ich dalszą dzierżawę. W sumie zaplanowany budżet inwestycyjny na 2007 r. może być przekroczony nawet o 20%. Wzrost popytu na dzierżawę deskowań wynika ze wzrostu produkcji budowlano-montażowej oraz rezygnacji średniej wielkości firm z nabywania własnych szalunków – większe firmy już od dawna korzystają z dzierżawy systemów od specjalistycznych firm. Nie istnieje ryzyko, że firmy budowlane ponownie zaczną korzystać z własnych deskowań, ponieważ firmy specjalizujące się w ich dzierżawie lepiej zarządzają i wykorzystują posiadany majątek. Model rynku, w którym spółki budowlane wykorzystują własne szalunki istnieje na mało rozwiniętych rynkach oraz w segmencie małych firm budowlanych, które realizują proste budowle o małej kubaturze. W przyszłości wzrostowi popytu na dzierżawę deskowań w Polsce może towarzyszyć jednak spadek popytu na zakup nowych deskowań. Mimo to, ze względu na niski udział sprzedaży produktów w przychodach Ulmy (ok. 7%) tendencja ta powinna przyczynić się do większego wzrostu przychodów ogółem. Używane szalunki sprzedawane są natomiast głównie za granicą.

Struktura przychodów ze sprzedaży Ulmy (mln PLN)



Źródło: Ulma Construcción

Wzrost stawek i cen katalogowych szalunków

Wzrost zysku

Z powodu wzrostu cen stali Ulma podwyższyła ceny katalogowe szalunków dwukrotnie w 2006 r., natomiast w 2007 r. Spółka nie podwyższyła cen. Z jednej strony przewidujemy, że w 2008 r. ceny stali nie będą rosły w tak dużym tempie jak w 2006 r., ale z drugiej strony oczekujemy wzrostu cen energii elektrycznej o 10% (znaczący udział w kosztach produkcji szalunków) i w związku z tym można spodziewać się kolejnej podwyżki cen szalunków (o 3-7%). Około 30% szalunków kupowanych rocznie przez Ulmę pochodzi z własnego zakładu produkcyjnego zlokalizowanego w Starachowicach.

Jeżeli faktycznie dojdzie do podwyższenia cen katalogowych, przełoży się to na wzrost przychodów Spółki, ponieważ stawka za wynajem liczona jest jako ułamek procentowy ceny katalogowej.

Ponadto, ze względu na rosnący popyt, Ulma już teraz podnosi stopniowo stawki za dzierżawę szalunków. Jest to zgodne z ogólnym trendem panującym na rynku i w związku z tym nie powinno to wpłynąć na spadek popytu na usługi Spółki.

Lepsza pozycja konkurencyjna

Wzrost udziału w rynku

Celem przeprowadzonej w kwietniu br. emisji akcji serii G, z której spółka pozyskała prawie 90 mln PLN, jest realizacja trzech nowych centrów logistycznych (oddziałów dystrybucji). W planach jest otwarcie centrum w Warszawie, Jaworznie i Poznaniu. Najbardziej zaawansowana jest realizacja inwestycji pod Poznaniem (Ulma już uzyskała pozwolenie na budowę, a w październiku ma być ogłoszony konkurs na realizację obiektu). Budowa centrum w Jaworznie ma się rozpocząć dopiero w 2008 r. (Ulma dopiero podpisała notarialnie przedwstępną umowę sprzedaży działki o pow. 6 ha pod budowę). Realizacja nowych centrów logistycznych powinna wzmocnić pozycję Spółki względem konkurencji (PERI, Hünnebeck, Doka i Layher). Obecnie Ulma posiada około 30% udział w rynku dzierżawy deskowań. Ponadto, nowe centra mogą podnieść rotację majątku z obecnych 65% do 70%. Ten czynnik również może mieć pozytywne przełożenie na wyniki Ulmy, gdyż wyższe wykorzystanie majątku oznacza wyższe przychody przy danym poziomie kosztów stałych.

Najwięksi konkurenci Ulmy

Spółka	Strona www	Siedziba	Centra dystrybucji
PERI	www.peri.pl.pl	Płochocin	Warszawa, Gdańsk, Szczecin, Poznań, Opole, Katowice, Kraków
Hünnebeck	www.huennebeck.pl	Piaseczno	Warszawa, Lublin, Łódź, Poznań, Szczecin, Katowice, Wrocław, Bydgoszcz, Olsztyn, Gdańsk
Doka	www.doka.com	Zielonka	Warszawa, Katowice, Wrocław, Kraków
Layher	www.layher.pl	Janki	Warszawa, Wrocław
Altrad-Mostostal	www.altrad-mostostal.pl	Siedlce	Siedlce
Palisander	www.palisander.com.pl	Białystok	Białystok
Noe	www.noel.com.pl	Warszawa	Warszawa

Źródło: DI BRE Banku SA

Perspektywy dalszego wzrostu

Spółka w dalszym ciągu rozwijała swoją działalność na rynkach zagranicznych, zwłaszcza w Kazachstanie, Rosji, na Ukrainie i w Rumunii. Udział przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów za granicą w łącznych przychodach ze sprzedaży wynosił w 1H 2007 29,0% oraz 34,5% zysku operacyjnego.

W chwili obecnej największy udział w sprzedaży za granicą Spółka uzyskuje z rynku ukraińskiego. Ulma poprzez swoją spółkę zależną Ulma Opałubka Ukraina prowadzi sprzedaż nowych i używanych szalunków (składników majątku) oraz dzierżawę deskowań (w 1H 2007 spółka uzyskała z działalności na rynku ukraińskim EBIT na poziomie 0,76 mln PLN przy przychodach w wysokości 2,85 mln PLN).

Pomimo, że zauważalne jest pewne ożywienie na rynku budowlanym na Ukrainie, to jednak duże projekty finansowane z budżetu centralnego są na razie wstrzymane, a ich realizacja może ruszyć dopiero, gdy ustabilizuje się sytuacja polityczna. Wówczas może nastąpić znaczny wzrost przychodów Ulmy z działalności na tym rynku. Jednak większe zaangażowanie Ulmy wymagać będzie dodatkowych nakładów inwestycyjnych oraz przeprowadzenia szkoleń dla nowych pracowników. Dodatkowym utrudnieniem w działalności na tym rynku jest niskie zaangażowanie instytucji finansowych (firm ubezpieczeniowych) w zabezpieczanie kontraktów handlowych, m.in. dzierżawy deskowań. Brak takiego zaplecza finansowego uniemożliwia powstanie efektywnego mechanizmu zawierania i rozliczania dużych kontraktów. Bez udziału instytucji finansowych konieczne jest stosowanie depozytów zabezpieczających, co znacznie podnosi koszty korzystania z usług dzierżawy deskowań i dlatego kupno własnych szalunków może być w takich warunkach bardziej opłacalne.

Wrażliwość na stopy procentowe i kurs walutowy

Analiza wrażliwości przeprowadzona przez Ulmę wskazuje, że na dzień 30 czerwca 2007 r.:

- gdyby stopy procentowe były wyższe o 100 punktów bazowych wówczas skonsolidowany zysk netto za 1H 2007 byłby o 580 tys. PLN niższy w wyniku wzrostu kosztów finansowania zewnętrznego,
- gdyby polski złoty umocnił się o 10% w stosunku do euro, skonsolidowany zysk netto za 1H 2007 byłby o 250 tys. PLN wyższy w związku z przeszacowaniem wyrażonych w euro środków pieniężnych, należności, zobowiązań oraz kontraktów walutowych.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Ulma Construcccion szacujemy w perspektywie 9 m-cy na poziomie 322,9 PLN.

Założenia modelu:

1. Stopa wolna od ryzyka = 5,78% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa),
2. Wzrost FCF po roku 2016 = 3,0%.

Model DCF

(mln PLN)	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2016+
Przychody ze sprzedaży	224,6	269,8	299,8	345,1	379,1	422,5	465,9	509,5	553,3	597,1	
zmiana	45,6%	20,1%	11,1%	15,1%	9,9%	11,4%	10,3%	9,4%	8,6%	7,9%	
EBITDA	112,3	145,2	172,9	201,4	221,1	246,4	271,6	296,5	321,6	346,9	
marża EBITDA	50,0%	53,8%	57,7%	58,4%	58,3%	58,3%	58,3%	58,2%	58,1%	58,1%	
Amortyzacja	43,4	56,6	68,3	79,9	91,5	104,5	103,4	102,0	100,6	100,0	
EBIT	68,9	88,6	104,7	121,5	129,5	142,0	168,2	194,5	221,0	246,9	
marża EBIT	30,7%	32,8%	34,9%	35,2%	34,2%	33,6%	36,1%	38,2%	40,0%	41,4%	
Opodatkowanie EBIT	13,1	16,8	19,9	23,1	24,6	27,0	32,0	37,0	42,0	46,9	
NOPLAT	55,8	71,7	84,8	98,4	104,9	115,0	136,2	157,6	179,0	200,0	
CAPEX	-155,0	-130,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	
Kapitał obrotowy	-13,0	-9,0	-7,2	-8,1	-4,6	-6,5	-11,4	-11,4	-11,5	-11,3	
Pozostałe	8,3	5,0	5,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	
FCF	-60,5	-5,7	51,1	75,7	97,3	118,4	133,7	153,6	173,6	194,1	200,0
WACC	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
współczynnik dyskonta	98,0%	88,9%	80,6%	73,1%	66,3%	60,1%	54,5%	49,4%	44,8%	40,7%	
PV FCF	-59,3	-5,1	41,1	55,3	64,5	71,2	72,9	75,9	77,8	78,9	

WACC	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
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	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
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)	2 751,5	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 118,7		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	473,4	WACC -1,0pp	366,9	392,4	422,7	459,5	505,0
Wartość firmy (EV)	1 592,1	WACC -0,5pp	326,7	345,3	366,9	392,4	422,7
Dług netto	20,6	WACC	296,2	310,5	322,9	345,3	366,9
Wartość firmy	1 571,5	WACC +0,5pp	272,4	283,6	296,2	310,5	326,7
Liczba akcji (mln.)	5,3	WACC +1,0pp	253,3	262,3	272,4	283,6	296,2
Wartość firmy na akcję (PLN)	299,0						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%						
Cena docelowa	322,9						

EV/EBITDA('07) dla ceny docelowej	14,2
P/E('07) dla ceny docelowej	30,9
Udział TV w EV	70%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	98,6	154,3	224,6	269,8	299,8	345,1
<i>zmiana</i>	<i>20,2%</i>	<i>56,5%</i>	<i>45,6%</i>	<i>20,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>15,1%</i>
Koszt własny sprzedaży	60,0	90,5	131,4	155,7	168,4	195,5
Zysk brutto na sprzedaży	38,6	63,7	93,2	114,1	131,4	149,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>39,2%</i>	<i>41,3%</i>	<i>41,5%</i>	<i>42,3%</i>	<i>43,8%</i>	<i>43,3%</i>
Koszty sprzedaży	-5,1	-7,9	-11,5	-12,1	-12,7	-13,4
Koszty ogólnego zarządu	-7,8	-9,8	-12,4	-13,0	-13,7	-14,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
EBIT	25,4	45,6	68,9	88,6	104,7	121,5
<i>zmiana</i>	<i>101,4%</i>	<i>79,7%</i>	<i>51,0%</i>	<i>28,6%</i>	<i>18,1%</i>	<i>16,1%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>25,7%</i>	<i>29,6%</i>	<i>30,7%</i>	<i>32,8%</i>	<i>34,9%</i>	<i>35,2%</i>
Wynik na działalność finansowej	-3,1	-4,6	-5,3	-8,3	-5,8	-1,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	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
Zysk brutto	22,3	41,1	63,5	80,3	98,9	120,4
Podatek dochodowy	4,1	8,1	12,1	15,2	18,8	22,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	18,2	32,9	51,5	65,0	80,1	97,5
<i>zmiana</i>	<i>67,4%</i>	<i>81,1%</i>	<i>56,3%</i>	<i>26,3%</i>	<i>23,2%</i>	<i>21,7%</i>
<i>marża</i>	<i>18,4%</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,9%</i>	<i>24,1%</i>	<i>26,7%</i>	<i>28,3%</i>
Amortyzacja	19,5	29,0	43,4	56,6	68,3	79,9
EBITDA	44,9	74,7	112,3	145,2	172,9	201,4
<i>zmiana</i>	<i>56,5%</i>	<i>66,5%</i>	<i>50,4%</i>	<i>29,3%</i>	<i>19,1%</i>	<i>16,5%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>45,5%</i>	<i>48,4%</i>	<i>50,0%</i>	<i>53,8%</i>	<i>57,7%</i>	<i>58,4%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	4,9	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
EPS	3,7	6,7	9,8	12,4	15,2	18,6
CEPS	7,7	12,7	18,1	23,1	28,2	33,8
ROAE	30,9%	39,0%	32,1%	25,8%	24,7%	23,6%
ROAA	13,5%	16,6%	15,4%	14,3%	15,8%	17,0%

Bilans

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	153,9	243,3	426,4	479,9	534,4	611,3
Majątek trwały	114,7	181,3	288,0	357,3	384,7	400,2
Majątek obrotowy	39,2	62,0	138,4	122,6	149,7	211,1
Zapasy	9,9	15,3	22,3	26,7	29,7	34,2
Należności	27,8	44,5	64,7	77,7	86,4	99,4
Należności z tytułu podatku bieżącego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1,4	2,3	51,4	18,1	33,6	77,5

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	153,9	243,3	426,4	479,9	534,4	611,3
Kapitał własny	68,1	100,8	219,6	284,6	364,7	462,2
Zobowiązania długoterminowe	44,9	90,1	130,1	110,1	80,1	50,1
Pożyczki i kredyty	38,9	86,4	126,4	106,4	76,4	46,4
Inne	6,0	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Zobowiązania krótkoterminowe	40,9	52,5	76,7	85,2	89,6	99,0
Pożyczki i kredyty	12,4	17,2	27,2	27,2	27,2	27,2
Zobowiązania wobec dostawców	24,1	31,6	45,8	54,3	58,7	68,2
Inne	4,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7

Dług	51,3	103,6	153,6	133,6	103,6	73,6
Dług netto	49,9	101,4	102,2	115,6	70,1	-3,8
(Dług netto / Kapitał własny)	73,2%	100,6%	46,5%	40,6%	19,2%	-0,8%
(Dług netto / EBITDA)	1,1	1,4	0,9	0,8	0,4	0,0

BVPS	13,9	20,6	41,8	54,1	69,4	87,9
------	------	------	------	------	------	------

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	40,7	64,7	86,8	116,6	145,5	173,9
Zysk netto	18,2	32,9	51,5	65,0	80,1	97,5
Amortyzacja	19,5	29,0	43,4	56,6	68,3	79,9
Kapitał obrotowy	-6,5	-15,9	-13,0	-9,0	-7,2	-8,1
Pozostałe	9,5	18,6	5,0	4,1	4,3	4,6

Przepływy inwestycyjne	-55,3	-107,9	-155,0	-130,0	-100,0	-100,0
CAPEX	-55,1	-107,6	-155,0	-130,0	-100,0	-100,0
Inwestycje kapitałowe	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
Pozostałe	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Przepływy finansowe	16,6	44,3	117,4	-20,0	-30,0	-30,0
Emisja akcji	0,0	0,0	67,4	0,0	0,0	0,0
Dług	24,6	53,1	50,0	-20,0	-30,0	-30,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-8,0	-8,8	0,0	0,0	0,0	0,0

Zmiana stanu środków pieniężnych	2,0	1,1	49,2	-33,4	15,5	43,9
Środki pieniężne na koniec okresu	1,4	2,3	51,4	18,1	33,6	77,5

DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF			-60,5	-5,7	51,1	75,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	55,9%	69,8%	69,0%	48,2%	33,4%	29,0%



Wskaźniki rynkowe

	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	84,5	46,6	32,4	25,6	20,7	17,0
P/CE	40,8	24,8	17,5	13,6	11,2	9,3
P/BV	22,5	15,2	7,5	5,8	4,5	3,6
P/S	15,58	9,96	7,35	6,12	5,50	4,78
FCF/EV			-3,5%	-0,3%	3,0%	4,6%
EV/EBITDA	35,3	21,9	15,6	12,2	10,0	8,2
EV/EBIT	62,5	35,9	25,4	19,9	16,5	13,6
EV/S	16,1	10,6	7,8	6,5	5,7	4,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	314,0					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,9	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
MC (mln PLN)	1 535,7	1 535,7	1 650,3	1 650,3	1 650,3	1 650,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 585,5	1 637,1	1 752,9	1 766,9	1 721,8	1 648,4



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 Kliszc tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kluszcz@dibre.com.pl
Handel, surowce, inne

Piotr Janik tel. (+48 22) 697 47 40
piotr.janik@dibre.com.pl
IT, inne

Kacper Żak tel. (+48 22) 697 47 41
kacper.zak@dibre.com.pl
Deweloperzy, inne

Samer Masri tel. (+48 22) 697 47 36
samer.masri@dibre.com.pl
Budownictwo

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
Inne

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@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 48 48
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Emitent nie przekazał uwagach do treści raportu.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

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 Ulmy

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2007-05-29	2007-07-26	2007-10-03
kurs z dnia rekomendacji	313,00	348,10	293,90
WIG w dniu rekomendacji	62779,18	64842,32	61196,53