

22 lutego 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	6,55 PLN
Cena docelowa	7,52 PLN
Kapitalizacja	0,22 mld PLN
Free float	0,05 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,46 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Zofia Mikołuszczo	27,06%
Zofia Iwona Stajkowska	18,05%
Beata Maria Skowrońska	18,05%
AVIVA OFE BZ WBK	5,78%
Unibep S.A.	3,54%
Pozostali	27,52%

Strategia dotycząca sektora

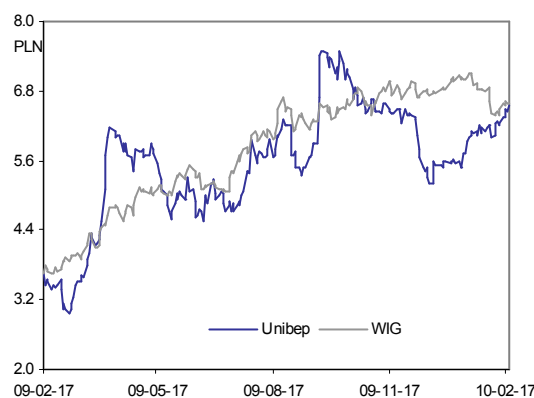
Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych,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

Profil spółki

Unibep zajmuje się generalnym wykonawstwem obiektów kubaturowych w Polsce (głównie województwo mazowieckie i podlaskie) oraz w Rosji. Ponadto, spółka zajmuje się działalnością deweloperską, produkcyjną (domy i budynki prefabrykowane) oraz budownictwem drogowym.

Ważne daty

22.03 - raport RS 2009
14.05 - raport Q1 2010
31.08 - raport Q2 2010
15.11 - raport Q3 2010

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Unibep

UNBE.WA; UNI.PW

Akumuluj

(Podtrzymana)

Unibep nadal jest tani

Prognoza zarządu skłoniła nas do rewizji oczekiwanych wyników Unibepu w 2010 roku. Największy wpływ na zmianę prognoz miały oczekiwania dotyczące segmentu deweloperskiego (wzrost oczekiwanej rentowności w 2010 roku z 12,5% brutto do 15,4% brutto). Unibep pozostaje jedną ze spółek w największym stopniu ekspozycyjnych na segment mieszkaniowy. Budownictwo mieszkaniowe spośród wszystkich segmentów budownictwa odczuje w 2010 roku największą, skokową poprawę koniunktury. Spółka jest w stanie pozyskać jeszcze kilka kontraktów, przy czym oczekiwania zarządu co do marż wzrosły, wraz z pozyskaniem znacznego portfela zamówień na lata przyszłe. Zaskoczenie pozytywne może także pojawić się ze strony rynku rosyjskiego. Rynek ten obciążony jest naszym zdaniem pewnymi czynnikami ryzyka, ale bez wątplenia pozyskanie i realizacja nowych kontraktów byłaby interpretowana pozytywnie (ewentualne ryzyka mogą się naszym zdaniem aktywować dopiero około roku po podpisaniu zlecenia). Unibep rozważa kontynuację działalności deweloperskiej, na bazie objęcia udziałów w nowych inwestycjach. W efekcie, zbliża to strategię Unibepu do strategii Erbudu. Spółka jednak, w przeciwieństwie do Erbudu, nie ma tak ugruntowanej pozycji na lokalnym rynku deweloperskim, z wyjątkiem działek na Białolące, nie posiada też banku ziemi. W efekcie, wyceniamy jedynie bieżące projekty deweloperskie oraz uwzględniamy działki na Białolące w formie czynnika zwiększającego wycenę. Największą zagadką jest dla nas obecnie generująca straty działalność produkcyjna, mimo to, spółka ma wizję działalności w segmencie i potrafi pozyskiwać nowe kontrakty. Wycena akcji Unibepu jest znacznie niższa niż konkurencyjnych spółek. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z wyższą ceną docelową (7,52 PLN, poprzednio: 6,60 PLN).

Kompetencje na rynku rosyjskim, potencjalne kontrakty

Rynek rosyjski jest naszym zdaniem ryzykowny, ze względu na mniejsze doświadczenie spółki, dużą wartość jednostkową kontraktów oraz ich duże skomplikowanie. Marże w Rosji są niskie, ale niskie są też koszty ogólne działalności. Unibep posiada biuro w Moskwie, zatrudniające kilkanaście osób z wieloletnim doświadczeniem. Na rynku nie są potrzebne też gwarancje dobrego wykonania. Największą szansę na realizację ma kontrakt w Petersburgu o wartości 88 mln EUR (udział Unibepu: 50%). Objęcie kontraktu gwarancjami KUKA może mieć miejsce na przełomie lutego i marca.

Portfel zleceń na rok 2010

Portfel zleceń Unibepu na rok 2010 wynosi łącznie około 460 mln PLN, z czego 420 mln PLN to generalne wykonawstwo w kraju, 32 mln PLN to drogownictwo, 10 mln PLN zaś to część produkcyjna. Portfel zleceń w ramach działalności w Rosji wynosi 0 PLN, sytuacja może jednak się zmienić na korzyść (możliwość wejścia w życie kontraktu w Petersburgu).

(mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	503,9	395,6	658,3	689,6	731,2
EBITDA	33,4	28,5	28,7	27,2	27,6
marża EBITDA	6,6%	7,2%	4,4%	3,9%	3,8%
EBIT	31,8	24,1	23,7	22,0	22,4
Zysk netto	27,6	18,3	18,9	20,0	20,8
P/E	8,0	12,1	11,8	11,1	10,7
P/CE	7,6	9,7	9,3	8,8	8,6
P/BV	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	5,2	8,0	7,8	5,9	5,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,9%

Perspektywy i prognozy

Perspektywy w segmentach działalności

Generalne wykonawstwo w kraju

Unibep jest spółką o jednej z największych ekspozycji na segment budownictwa mieszkaniowego spośród podmiotów notowanych na GPW. Uważamy, że największa, skokowa poprawa koniunktury w budownictwie w 2010 roku nastąpi właśnie w mieszkaniówce. Spółka ma już obecnie duży portfel zleceń (ok. 420 mln PLN na ten rok, 210 mln PLN na rok kolejny), w efekcie, stosunkowo wybiórczo pozyskuje kolejne kontrakty. Mimo to, moce wykonawcze firmy pozwalają na pozyskanie jeszcze kilku kontraktów o wartości kilkudziesięciu mln PLN. Niektóre kontrakty pozyskane w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju pozyskane zostały po niskich cenach (np. Osiedle Saska Kępa), jednak związane z nimi ryzyka nie powinny aktywować się już w 2010 roku. Poza tym, niskie marże na niektórych kontraktach na generalne wykonawstwo będą kompensowane przez wysoki wynik na działalności deweloperskiej. Oczekujemy, że wraz z poprawą koniunktury na rynku mieszkaniowym marże na nowych zleceniach pozyskiwanych wzrosną, co pozytywnie powinno wpływać na wyniki 2011 i 2012 roku.

Pozytywnym aspektem jest to, że wybrane kontrakty mieszkaniowe, które zakładały możliwość użyczenia środków deweloperowi przez Unibep, zostaną wykonane bez konieczności finansowania prac przez Unibep (pozytywny wpływ na poziom należności w stosunku do zobowiązań).

Budownictwo drogowe

Perspektywy budownictwa drogowego w skali realizowanej przez Unibep są naszym zdaniem dobre. Marże na małych, lokalnych kontraktach, są atrakcyjne (8-10% brutto). Unibep w 2010 roku nabył wytwórnię mas bitumicznych, co poszerza zasięg działalności spółki (wytwórnia znajduje się w Łomży i obsługuje obszar w promieniu około 50 km od jej umiejscowienia). Spółka rozważa jeszcze zakup kolejnej wytwórni mas za 3-6 mln PLN, czego nie uwzględniamy w prognozach. Celem na rok 2011 będzie podwojenie przychodów w stosunku do roku 2010, czego, ze względu na dużą liczbę firm podzielającą podobne plany, nie uwzględniamy w prognozach.

Generalne wykonawstwo w Rosji

Uważamy, że szansa na uruchomienie wybranych kontraktów w Rosji rośnie. Najbardziej prawdopodobny jest, zgodnie z wypowiedzią prasową prezesa, kontrakt w Sankt Petersburgu o wartości 88 mln EUR. Kontrakt ten będzie realizowany w konsorcjum, można więc założyć, że Unibep może mieć w nim około 50% udziału. Pewne szanse na uruchomienie ma też kontrakt na budowę kompleksu w Kazaniu. Rosja pozostaje w naszej opinii najbardziej ryzykownym segmentem działalności Unibepu, ze względu na wielkość kontraktów (znacznie większe niż krajowe), różnice w sytuacji gospodarczej branży budowlanej w Polsce i Rosji, stosunkowo ograniczone doświadczenie spółki w ramach działalności w Rosji oraz stosunkowo niskie marże (4-5% brutto na sprzedaży). Są jednocześnie czynniki, które wpływają na redukcję ryzyk działalności w Rosji. Są to m.in. niskie koszty ogólne działalności w Rosji (zatrudnionych jest jedynie kilkanaście osób), gwarancja płatności KUKA (środki płyną prosto od banku finansującego do wykonawcy, przez KUKA), a także brak konieczności przedstawienia gwarancji dobrego wykonania. W naszych prognozach ostrożnie podchodzimy do prognoz wyników z działalności rosyjskiej.

Działalność deweloperska

Z zapasów Unibepu, wynoszących około 124 mln PLN na koniec Q3 2009, około 87 mln PLN to gotowe zapasy mieszkaniowe oraz projekty w budowie, 10 mln PLN zaś to grunty pod nowe inwestycje (działki na Białogórze). Szacujemy, że w 2010 roku w wyniku zostanie rozpoznane oddanie około 136 mieszkań i 33 domów, w 2011 roku zaś 113 mieszkań i 12 domów. Bardzo dobrze sprzedają się mieszkania w projekcie Santorini. Z 1 etapu liczącego 168 mieszkań sprzedano już 155, z 2 etapu liczącego 85 mieszkań, sprzedano 31. 3 etap liczy 93 mieszkania i został dopiero wprowadzony do sprzedaży. Stosunkowo gorzej sprzedają się domy, choć i tam dostrzegalna jest obecnie lekka poprawa. Można szacować, że sprzedano około 35% domów z oferty spółki (domy są już gotowe). Unibep rozważa przejście nowych gruntów deweloperskich, przygotowanych do szybkiego uruchomienia inwestycji, mimo to, prezentujemy podejście konserwatywne i nie ujmujemy w prognozach możliwych do generowania na tej działalności wyników. Ujmujemy za to w wycenie wartość księgową gruntów na Białogórze (10,4 mln PLN).

Działalność produkcyjna

Szacowanie wyników z działalności produkcyjnej charakteryzuje się dużą niepewnością. Portfel zleceń części produkcyjnej jest obecnie niewielki (około 10 mln PLN), ale jest to zjawisko normalne (generalnie, portfel zleceń w produkcji jest krótkoterminowy). Uważamy, że tak Q4 2009, jak i Q1 2010 nie przyniosą dodatniego wyniku w segmencie. Jednocześnie, straty nie będą raczej duże (ograniczone głównie do amortyzacji, część załogi można przesunąć na budowy). Spółka ma nowe pomysły na wykorzystanie mocy fabryki poza rynkiem skandynawskim. Są to potencjalne umowy na innych rynkach zagranicznych, które, w wypadku wejścia w życie, mogłyby pozwolić na znaczne wykorzystanie mocy produkcyjnych fabryki.

Prognozy wyników finansowych

Prognoza wyników finansowych Unibepu

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Generalne wykonawstwo: kraj					
Przychody	455,0	484,6	516,1	549,6	585,3
Zysk brutto na sprzedaży	26,4	27,1	36,1	38,5	41,0
Marża %	5,8%	5,6%	7,0%	7,0%	7,0%
Drogownictwo					
Przychody	50,0	53,5	56,7	59,5	61,3
Zysk brutto na sprzedaży	4,5	4,3	4,5	4,6	4,7
Marża %	9,0%	8,0%	8,0%	7,8%	7,6%
Generalne wykonawstwo: eksport					
Przychody	50,0	52,3	54,6	57,1	59,6
Zysk brutto na sprzedaży	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7
Marża %	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Produkcja					
Przychody	33,0	50,0	53,0	54,6	56,2
Zysk brutto na sprzedaży	1,0	2,0	3,2	3,3	3,4
Marża %	3,0%	4,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Działalność deweloperska					
Przychody	70,3	49,3	50,8	52,3	53,9
Zysk brutto na sprzedaży	10,8	10,5	0,0	0,0	0,0
Marża %	15,4%	21,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wyniki Unibepu z wyłączeniem działalności deweloperskiej

(mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	503,9	395,6	588,0	640,3	680,4
EBITDA	33,4	28,5	17,9	15,6	26,5
marża EBITDA	6,6%	7,2%	3,0%	2,4%	3,9%
EBIT	31,8	24,1	12,9	10,5	21,3
Zysk netto	27,6	18,3	9,9	10,1	19,2
P/E	8,0	12,1	22,5	22,0	11,6
P/CE	7,6	9,7	14,9	14,6	9,1
P/BV	2,2	1,8	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA	5,2	8,0	12,9	11,4	6,3
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	1,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Unibepu

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 7,52 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 15% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy akumulowanie akcji Unibepu.

Wycena akcji Unibepu

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	7,83	65%
Wycena metodą porównawczą	6,95	35%
Wycena 1 akcji	7,52	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Unibepu metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Unibepu są duże spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. Unibep notowany jest z dyskontem w wysokości 11,3% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2010-2012).

Wycena porównawcza akcji Unibepu

	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Budimex	10,7	12,5	15,6	8,1	8,4	10,2
Erbud	13,6	12,9	11,1	9,4	7,8	6,3
Mostostal Warszawa	13,1	13,3	11,8	7,3	7,2	6,2
PBG	13,2	11,9	10,5	9,1	8,1	7,0
Polimex Mostostal	13,2	11,4	8,6	7,7	6,9	5,5
Mediana	13,2	12,5	11,1	8,1	7,8	6,3
Unibep	11,8	11,1	10,7	7,8	5,9	5,5
Dyskonto	-10,5%	-11,2%	-3,7%	-3,0%	-23,4%	-14,1%
Waga wskaźnika	25,0%	20,0%	10,0%	25,0%	15,0%	5,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF

Założenia modelu DCF:

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 6,1% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Brak kontynuacji działalności deweloperskiej (założenie konserwatywne).



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+	
Przychody ze sprzedaży	658,3	689,6	731,2	773,1	816,4	855,8	893,9	930,4	965,1	1 001,1		
<i>zmiana</i>	66,4%	4,8%	6,0%	5,7%	5,6%	4,8%	4,4%	4,1%	3,7%	3,7%		
EBITDA	28,7	27,2	27,6	28,8	30,1	31,3	32,5	33,7	34,7	34,3		
<i>marża EBITDA</i>	4,4%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,4%		
Amortyzacja	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5		
EBIT	23,7	22,0	22,4	23,5	24,7	25,9	27,0	28,1	29,2	28,8		
<i>marża EBIT</i>	3,6%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%		
Opodatkowanie EBIT	4,6	4,2	4,3	4,5	4,8	5,0	5,2	5,4	5,6	5,5		
NOPLAT	19,1	17,8	18,0	19,0	20,0	20,9	21,8	22,7	23,5	23,2		
CAPEX	-10,0	-5,9	-6,0	-6,1	-5,9	-6,0	-6,0	-6,1	-5,5	-5,5		
Kapitał obrotowy	5,1	46,2	-4,5	-3,3	-3,0	-3,3	-2,7	-2,5	-2,4	-2,3		
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
FCF	19,2	63,2	12,8	14,9	16,5	17,1	18,6	19,7	21,2	20,9	21,5	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%		
<i>współczynnik dyskonta</i>	91,2%	82,1%	73,9%	66,5%	59,9%	53,9%	48,5%	43,7%	39,3%	35,5%		
PV FCF	17,5	51,9	9,4	9,9	9,9	9,2	9,0	8,6	8,3	7,4		
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%		
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	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	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,6%		
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%						Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	283,5						Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	100,7						2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	141,2						WACC -1,0pp	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3
Zdyskontowana wartość FCF	241,9						WACC -0,5pp	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3
Dług netto	6,7						WACC	7,5	7,7	7,8	8,1	8,3
Wartość księgowa gruntów	10,4						WACC +0,5pp	7,5	7,6	7,8	8,0	8,3
Wartość firmy	245,6						WACC +1,0pp	7,5	7,6	7,8	8,0	8,3
Liczba akcji (mln)	33,9											
Wartość firmy na akcję (PLN)	7,2											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%											
Cena docelowa	7,8											
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	9,6											
P/E('09) dla ceny docelowej	13,4											
Udział TV w EV	41%											

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	205,2	407,5	503,9	395,6	658,3	689,6	731,2
<i>zmiana</i>	-	98,6%	23,7%	-21,5%	66,4%	4,8%	6,0%
<i>marża</i>							
Koszt własny sprzedaży	194,1	378,7	448,3	355,0	613,4	643,3	684,9
Zysk brutto na sprzedaży	11,0	28,8	55,6	40,6	44,9	46,3	46,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>5,4%</i>	<i>7,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,3%</i>
Koszty sprzedaży	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-7,3	-10,9	-18,1	-18,3	-19,1	-22,0	-21,5
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-2,1	-5,7	1,8	-2,2	-2,3	-2,4
EBIT	3,5	15,8	31,8	24,1	23,7	22,0	22,4
<i>zmiana</i>	-	349,9%	101,3%	-24,2%	-1,6%	-6,9%	1,5%
<i>marża EBIT</i>	<i>1,7%</i>	<i>3,9%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,1%</i>
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-0,7	4,7	-0,6	-0,3	2,8	3,3
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	2,7	15,1	36,4	23,5	23,4	24,8	25,7
Podatek dochodowy	0,5	3,4	8,8	5,1	4,5	4,8	5,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,1	11,7	27,6	18,3	18,9	20,0	20,8
<i>zmiana</i>	-	448,0%	135,3%	-33,7%	2,9%	6,3%	3,5%
<i>marża</i>	<i>1,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,8%</i>
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,5	5,0	5,1	5,2
EBITDA	4,2	16,7	33,4	28,5	28,7	27,2	27,6
<i>zmiana</i>	-	299,7%	99,6%	-14,6%	0,6%	-5,4%	1,5%
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,8%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
EPS	0,1	0,4	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6
CEPS	0,1	0,5	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8
ROAE	48,5%	107,6%	46,2%	16,3%	14,4%	13,4%	12,5%
ROAA	3,3%	11,0%	13,2%	7,0%	6,8%	6,2%	5,9%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	68,5	145,7	271,9	253,7	303,9	339,6	363,5
Majątek trwały	17,6	23,9	41,9	66,0	76,0	77,4	78,9
Majątek obrotowy	50,9	121,8	230,1	187,6	227,9	262,3	284,6
Zapasy	7,7	20,7	102,5	104,4	75,8	40,3	42,9
Należności	30,0	55,0	49,7	55,0	116,3	122,3	130,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,6	1,7	1,6	1,5	2,5	2,6	2,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,1	24,5	62,4	12,0	16,0	79,4	90,7
Inne	8,7	19,9	13,9	14,7	17,3	17,6	18,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	68,5	145,7	271,9	253,7	303,9	339,6	363,5
Kapitał własny	5,3	16,5	103,1	121,4	140,3	158,3	174,9
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	11,4	13,4	16,5	21,7	21,7	21,7	21,7
Pożyczki i kredyty	3,9	2,6	0,4	10,0	10,0	10,0	10,0
Rezerwy	7,6	10,8	16,1	11,7	11,7	11,7	11,7
Zobowiązania krótkoterminowe	51,8	115,7	152,3	110,5	141,9	159,6	166,9
Pożyczki i kredyty	2,4	8,1	13,4	8,7	8,7	8,7	8,7
Zobowiązania wobec dostawców	39,4	84,0	78,9	64,2	106,4	120,9	128,2
Kontrakty budowlane	1,5	9,6	4,8	20,0	5,0	5,0	5,0
Rezerwy i inne	8,5	14,1	55,2	17,6	21,8	25,0	25,0
Dług	6,3	10,7	13,8	18,7	18,7	18,7	18,7
Dług netto	3,2	-13,8	-48,6	6,7	2,7	-60,7	-72,0
(Dług netto / Kapitał własny)	60,0%	-83,5%	-47,1%	5,5%	1,9%	-38,3%	-41,2%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	-0,8	-1,5	0,2	0,1	-2,2	-2,6
BVPS	0,2	0,6	3,0	3,6	4,1	4,7	5,2

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	2,8	20,9	0,0	-44,4	29,0	71,3	21,4
Zysk netto	2,1	11,7	27,6	18,3	18,9	20,0	20,8
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,5	5,0	5,1	5,2
Kapitał obrotowy	-0,9	0,8	-54,6	-46,3	6,1	46,3	-4,3
Pozostałe	0,9	7,4	25,3	-20,9	-1,0	-0,1	-0,2
Przepływy inwestycyjne	-1,6	-4,2	-13,7	-30,7	-10,0	-5,9	-6,0
CAPEX	-1,3	-4,3	-16,0	-16,2	-10,0	-5,9	-6,0
Inwestycje kapitałowe	-0,4	0,0	-1,0	-14,5	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,1	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-2,7	4,7	48,6	24,8	-15,0	-2,0	-4,2
Emisja akcji	0,0	0,0	58,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-1,6	6,5	-8,7	24,8	-15,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	-2,0	-4,2
Pozostałe	-0,8	-1,4	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1,5	21,5	34,8	-50,3	4,0	63,4	11,3
Środki pieniężne na koniec okresu	3,1	24,5	62,4	12,0	16,0	79,4	90,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
FCF	1,3	9,3	-21,5	-74,0	19,2	63,2	12,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,6%	1,1%	3,2%	4,1%	1,5%	0,9%	0,8%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	83,2	15,2	8,0	12,1	11,8	11,1	10,7
P/CE	63,1	14,0	7,6	9,7	9,3	8,8	8,6
P/BV	33,7	10,8	2,2	1,8	1,6	1,4	1,3
P/S	0,9	0,4	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	0,7%	5,1%	-12,4%	-32,3%	8,5%	39,1%	8,5%
EV/EBITDA	43,3	10,8	5,2	8,0	7,8	5,9	5,5
EV/EBIT	51,8	11,5	5,5	9,5	9,5	7,3	6,7
EV/S	0,9	0,4	0,3	0,6	0,3	0,2	0,2
DYield	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,9%
Cena (PLN)	6,55						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
MC (mln PLN)	178,3	178,3	222,2	222,2	222,2	222,2	222,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	181,5	181,5	173,6	228,9	224,9	161,5	150,2



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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 Szczepaniak 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 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. 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 Unibep

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2009-05-26	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05	2009-11-04	2010-01-06	2010-02-03
kurs z dnia rekomendacji	5,10	5,90	5,75	7,35	6,67	5,58	6,17
WIG w dniu rekomendacji	23677.41	23290.65	25094.96	37045,62	37391,24	41052,00	39904,02