

14 maja 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	7,9 PLN
Cena docelowa	9,1 PLN
Kapitalizacja	0,31 mld PLN
Free float	0,09 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,31 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.	1,77%
Pozostali	29,29%

Strategia dotycząca sektora

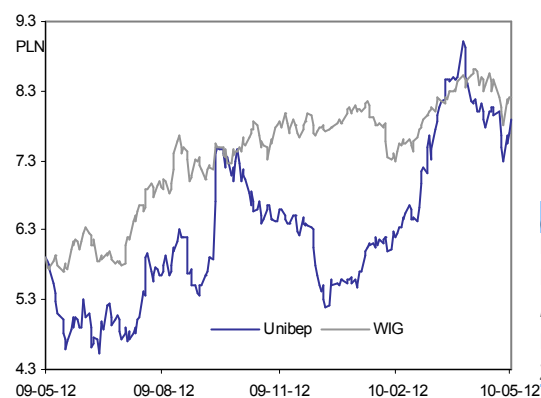
Wraz z malejącym udziałem kontraktów podpisanych w oparciu o ceny z roku 2008 w portfelu zamówień spółek, ryzyko inwestowania w spółki budowlane rośnie. Potencjał do zaskoczeń pozytywnych dostrzegamy w przypadku segmentu energetycznego. Pozytywnie postrzegamy również perspektywę pokrewnego do branży budowlanej segmentu deweloperskiego.

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

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

(Podwyższona)

Szansa na jednocyfrowe P/E 2012

Pozytywnie oceniamy transakcję nabycia przez Unibep spółki deweloperskiej. Całkowity koszt nabycia spółki, biorąc pod uwagę także elementy nie-gotówkowe, szacujemy na 26,2 mln PLN. Nabyta inwestycja składa się z 222 mieszkań (16 tys. PUM) i zlokalizowana jest na Służewiu w Warszawie. Inwestycja posiada projekt i pozwolenie na budowę. Cena nabycia inwestycji jest naszym zdaniem atrakcyjna (1634 PLN/PUM). Ostrożnie szacujemy, że marża na realizacji inwestycji wyniesie 26,3%, zaś wynik z realizacji projektu zostanie zaksięgowany w 2012 roku. W połączeniu z oczekiwaną poprawą marż w ramach działalności budowlanej na kontraktach pozyskiwanych w II połowie 2010 roku i w 2011 roku, pozwoli to w roku 2012 istotnie poprawić wyniki finansowe. Oczekujemy, że P/E 2012 wyniesie jedynie 7,3, tzn. będzie jednym z najniższych w branży. Przejmując projekt deweloperski gotowy do uruchomienia, Unibep zbliżył się do pełnego wykorzystania swoich możliwości finansowych. Nie przewidujemy przejęć kolejnych inwestycji deweloperskich i dalszego potencjału wzrostowego z tego tytułu. W stosunku do poprzednich prognoz oczekiwania w segmentach budowlanych pozostawiamy bez zmian. Podwyższamy za to oczekiwania w segmencie produkcji, ze względu na wyższy niż wcześniej szacowany portfel zamówień fabryki domów. Największym czynnikiem ryzyka pozostaje zbieżność wyższego LTV działalności deweloperskiej na koniec 2010 roku z potencjalnym wzrostem cen materiałów i usług w budownictwie. Mimo to, uważamy, że potencjał wzrostowy kursu jest większy niż ryzyka. Wyniki Q1 2010 oceniamy lekko pozytywnie. Podnosimy rekomendację do akumuluj.

Finansowanie inwestycji na Służewiu

Uważamy, że Unibep jest w stanie sfinansować bez większego problemu inwestycję na Służewiu. Realizacja inwestycji zbiega się z zakończeniem projektu Osiedle Santorini. Zakładaliśmy, że zakończenie inwestycji pozwoli na uwolnienie znacznych stanów gotówkowych (wcześniej prognozowana gotówka w spółce, na koniec 2011 roku, to 79,4 mln PLN). Realizacja inwestycji na Służewiu pozwoli na wykorzystanie nadmiernej oczekiwanej płynności Unibepu.

Kontrakty budowlane przebiegają bez większych problemów

Zgodnie z aktualnymi informacjami kontrakty Unibepu przebiegają bez zarzutu i nie ma obaw, aby któryś z nich miał przysporzyć spółce strat. Oczekiwane marże w działalności budowlanej są jednak niskie (5,6% brutto na sprzedaży). Związane jest to z przejściowym, wymuszonym przez deficyt zamówień w portfelu zleceń, agresywnym pozyskiwaniem zleceń przez spółkę, głównie w I połowie 2009 roku.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	503,9	395,6	681,3	697,3	790,8
EBITDA	33,4	28,5	29,3	28,2	50,2
marża EBITDA	6,6%	7,2%	4,3%	4,0%	6,3%
EBIT	31,8	24,1	24,3	23,1	45,0
Zysk netto	27,6	18,3	19,6	19,0	37,0
P/E	9,7	14,6	13,7	14,1	7,3
P/CE	9,1	11,7	10,9	11,1	6,4
P/BV	2,6	2,2	1,9	1,7	1,4
EV/EBITDA	6,6	9,6	10,4	10,4	5,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	2,8%

Wyniki Q1 2010

Wyniki Unibepu za Q1 2010 są nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań, przy czym zaskoczenia pozytywne wynikają z lepszych niż prognozowane przychodów. Marże grupy na poziomie brutto ze sprzedaży, jak i koszty zarządu są zbliżone do naszych oczekiwań (przy czym różna od naszych założeń jest ich struktura).

Wyniki Unibepu Q1 2010 vs. prognoza

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	121,7	105,5	15,4%	74,1	64,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,1	9,8	13,6%	8,3	33,6%
Marża %	9,1%	9,2%	-	11,2%	-
EBIT	6,3	4,6	38,2%	4,5	41,6%
Marża %	5,2%	4,4%	-	6,0%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	5,2	4,3	19,0%	5,6	-8,5%
Marża %	4,2%	4,1%	-	7,6%	-
Zysk netto	3,9	3,5	9,6%	3,7	5,6%
Marża %	3,2%	3,3%	-	4,9%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Unibep

Przychody Unibepu w Q1 2010 okazały się wyższe od naszych założeń, co związane jest z wyższymi przychodami działalności budowlanej, w tym eksportowej. Przychody z pozostałej działalności są zbliżone do naszych oczekiwań. Na poziomie rentowności brutto na sprzedaży, pozytywnie zaskakuje nas wynik w segmencie budownictwa krajowego (marża: 11,9%, prognoza: 7,9%). Uważamy, że wysoki wynik związany jest z wyższym niż zakładaliśmy wpływem starych, wysoko marżowych kontraktów. Wynik działalności deweloperskiej jest zbliżony do naszych prognoz. Negatywnie zaskakują na straty brutto na sprzedaży w pozostałych segmentach. Strata w działalności eksportowej może być odwróceniem bardzo dobrego wyniku z Q4 2009 (marża brutto ponad 60%), strata segmentu produkcji zaś to efekt niewielkiego portfela zleceń i ponoszonych kosztów stałych (w tym amortyzacji). Tak pozytywny wpływ wysoko marżowych kontraktów budowlanych, jak i braku portfela zamówień w segmencie produkcji, nie powinien już występować w Q2 2010.

Wyniki Unibepu Q1 2010 w segmentach działalności vs. prognoza

	Wyniki			Prognoza		
	Przychody	Zysk brutto	Marża brutto %	Przychody	Zysk brutto	Marża brutto %
Budownictwo kraj	98,3	11,7	11,9%	78,5	6,2	7,9%
Budownictwo drogowe	1,1	-0,5	-45,9%	3,0	0,2	7,0%
Budownictwo eksport	7,1	-1,8	-25,7%	0,0	0,0	-
Dev	19,7	3,7	18,8%	19,0	3,4	17,8%
Pozostała	6,5	-2,0	-30,1%	5,0	0,0	0,0%
Suma	132,7	11,1		105,5	9,8	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Unibep

Koszty ogólne w Q1 2010 wyniosły 4,86 mln PLN (prognoza: 4,6 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,1 mln PLN (prognoza: pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 0,55 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,2 mln PLN (prognoza: 0,25 mln PLN). Wyższa niż nasze oczekiwania była też efektywna stopa podatkowa (25,4%, prognoza: 19%). Ostatecznie wynik netto jest o niecałe 10% wyższy od naszych oczekiwań. Podsumowując, wyniki Q1 2010 oceniamy lekko pozytywnie.

Przejęcie spółki deweloperskiej

Zakup udziałów w inwestycji na Służewiu

Unibep poinformował o zakupie 100% udziałów w spółce GN Invest, posiadającej przygotowany do uruchomienia projekt na Służewiu, przy ul. Wyścigowej 4. Poprzedni właściciel nadał inwestycji nazwę „Rezydencja Wyścigowa”. Projekt powstaje w pobliżu inwestycji Marvipolu Villa Cavaletti, która w 2009 roku, jeszcze na etapie dziury w ziemi, została wyjątkowo szybko sprzedana (wynik bardzo atrakcyjnej oferowanej ceny mieszkań). Projekt Unibepu ma liczyć 222 mieszkania (16 tys. PUM). Wszystkie mieszkania powstaną

jednocześnie, projekt nie będzie dzielony na etapy. Inwestycja posiada projekt architektoniczny i prawomocne pozwolenie na budowę. Inwestycja ma zostać uruchomiona w Q3 2010. Prace budowlane będzie prowadził Unibep. Łączna kwota kosztu nabycia inwestycji gotowej do uruchomienia to 26,2 mln PLN, z czego element gotówkowy to 6,7 mln PLN. Element niegotówkowy to m.in. kredyty bankowe przejętej spółki i pożyczki podporządkowane do spłaty w formie nieodpłatnego przekazania 11 lokali w zakończonej inwestycji. W prognozach uwzględniamy, że 85% przychodów z inwestycji zostanie zaksięgowanych w 2012 roku, zaś pozostałe 15% w roku 2013. Zakładamy również, że koszty finansowania inwestycji będą kapitalizowane na zapasach, tzn. nie będą odciążały wyników finansowych 2010 i 2011 roku, ale zostaną rozpoznane wraz z oddaniem mieszkań (wyniki 2012 i 2013 roku).

Oczekiwany budżet inwestycji na Służewiu (m2, mln PLN, PLN)

PUM	Liczba mieszkań	Koszt inwestycji	Cena sprzedaży m2	Wartość w cenach sprzedaży	Marża %
16000	215 ***	90,2 *	7650 **	122,4	26,3%

Źródło: DI BRE Banku, * 26,2 mln PLN: grunt, 58 mln PLN: budowa, 6,0 mln PLN: finansowanie; ** po ewentualnych rabatach, założenie konserwatywne; *** 222 – 11 mieszkań jako rozliczenie za grunt; 4 lokale użytkowe

Prognozy dotyczące wpływu inwestycji na wyniki Unibepu (mln PLN)

Przychody 2012	Przychody 2013	Zysk brutto 2012	Zysk brutto 2013	Zapasy 2011	Zapasy 2012
104,0	18,4	27,4	4,8	30,9	69,3

Źródło: DI BRE Banku

Oczekiwane zaawansowanie prac budowlanych

Okres	Oczekiwane zaawansowanie prac
Q3 2010	10%
Q4 2010	15%
Q1 2011	20%
Q2 2011	35%
Q3 2011	50%
Q4 2011	75%
Q1 2012	90%
Q2 2012	100%

Źródło: DI BRE Banku

Prognoza LTV działalności deweloperskiej Unibepu (mln PLN, %)

Rok	Zapasy: mieszkania w budowie	Dług netto	LTV
2010	69,7	35,4	50,9%
2011	84,7	24,9	29,5%
2012	84,6	7,1	8,4%

Źródło: DI BRE Banku

Ryzyka związane z inwestycją

Dostrzegamy dwa ryzyka związane z inwestycją. Po pierwsze, największe LTV działalności deweloperskiej (koniec 2010 roku) zbiega się z potencjalnym momentem wzrostu kosztów cen materiałów i usług w budownictwie (ryzyko pogorszenia wyników części budowlanej, odzwierciedlone w prognozach). Po drugie, średnia powierzchnia mieszkania jest stosunkowo wysoka (72 m2), co może być ryzykiem w stosunku do oczekiwań popytu, który koncentruje się głównie na małych lokalach. W celu neutralizacji ryzyk zakładamy:

- niższe niż rynkowe ceny (ryzyko upustów, dążenia do szybkiej sprzedaży);
- brak poprawy bilansu Unibepu ze względu na potencjalne przedpłaty klientów (nie wiemy, w jakim systemie będą sprzedawane mieszkania, 10/90, czy proporcjonalnym);
- betę = 1,1, w celu odzwierciedlenia wzrostu ryzyka związanego z większym zadłużeniem.

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	4,5	4,8	4,6	4,7
Marża %	9,0%	8,5%	8,5%	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	56,0	57,7	59,4	61,2	63,0
Zysk brutto na sprzedaży	1,7	3,5	3,6	3,7	3,8
Marża %	3,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Działalność deweloperska					
Przychody	70,3	49,3	104,0	107,2	110,4
Zysk brutto na sprzedaży	10,8	10,5	27,4	23,6	23,2
Marża %	15,4%	21,4%	26,3%	22,0%	21,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Unibepu

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 9,1 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 9,7% 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	8,2	75%
Wycena metodą porównawczą	9,1	25%
Średnia	8,4	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%	
Cena docelowa	9,1	

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 12,3% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBIDTA za lata 2009-2011).

**Wycena porównawcza akcji Unibepu**

	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Budimex	14,1	16,1	16,0	11,2	11,2	10,8
Erbud	12,7	13,1	11,7	9,0	8,5	7,2
Elektrobudowa	16,5	14,9	12,7	10,2	8,8	7,3
Mostostal Warszawa	13,0	14,8	13,2	7,1	7,5	6,4
PBG	15,4	15,0	14,5	10,8	10,6	9,9
Polimex Mostostal	16,3	15,7	11,2	9,4	8,7	6,8
Rafako	18,0	15,1	13,7	10,0	7,9	6,7
Trakcja Polska	16,6	16,4	12,5	8,8	8,2	5,6
Mediana	15,8	15,1	12,9	9,7	8,6	7,0
Unibep	13,7	14,1	7,3	10,4	10,4	5,5
Premia (dyskonto)	-13,7%	-6,4%	-43,9%	6,9%	20,6%	-21,8%
Waga wskaźnika	20,0%	20,0%	10,0%	20,0%	20,0%	10,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą DCF**Założenia modelu DCF:**

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,6% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Kontynuacja działalności deweloperskiej.
- Założenia dotyczące projektu na Służewiu zgodne z wcześniejszym opisem.
- Beta = 1,1 (odbicie zwiększonego ryzyka związanego z wzrostem poziomu długu spółki).



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+	
Przychody ze sprzedaży	681,3	697,3	790,8	831,7	873,7	914,7	954,3	992,6	1 029,1	1 066,9		
<i>zmiana</i>	72,2%	2,3%	13,4%	5,2%	5,0%	4,7%	4,3%	4,0%	3,7%	3,7%		
EBITDA	29,3	28,2	50,2	47,1	47,6	49,3	51,0	52,6	53,6	53,1		
<i>marża EBITDA</i>	4,3%	4,0%	6,3%	5,7%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,0%		
Amortyzacja	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5		
EBIT	24,3	23,1	45,0	41,8	42,3	43,9	45,5	47,1	48,1	47,6		
<i>marża EBIT</i>	3,6%	3,3%	5,7%	5,0%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,5%		
Opodatkowanie EBIT	4,7	4,4	8,6	8,0	8,1	8,4	8,7	9,0	9,2	9,1		
NOPLAT	19,6	18,6	36,4	33,8	34,2	35,5	36,8	38,1	38,8	38,4		
CAPEX	-10,0	-5,9	-6,0	-6,1	-5,9	-6,0	-6,0	-6,1	-5,5	-5,5		
Kapitał obrotowy	-28,0	-5,8	-5,9	-8,9	-5,9	-5,8	-5,3	-5,3	-5,7	-5,5		
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
FCF	-13,4	12,0	29,7	24,0	27,8	29,2	30,9	32,2	33,1	33,0	33,9	
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%		
<i>współczynnik dyskonta</i>	93,2%	83,9%	75,5%	68,0%	61,2%	55,1%	49,6%	44,6%	40,2%	36,1%		
PV FCF	-12,5	10,1	22,4	16,3	17,0	16,1	15,3	14,4	13,3	11,9		
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%		
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%		
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%		
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1		
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%						Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	419,0						Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	151,5						2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	124,3						WACC -1,0pp	8,5	8,7	9,0	9,3	9,6
Zdyskontowana wartość FCF	275,8						WACC -0,5pp	8,4	8,7	9,0	9,3	9,6
Dług netto	7,1						WACC	8,4	8,7	8,9	9,2	9,6
Wartość księgowa gruntów	10,4						WACC +0,5pp	8,4	8,6	8,9	9,2	9,6
Wartość firmy	279,1						WACC +1,0pp	8,4	8,6	8,9	9,2	9,5
Liczba akcji (mln)	33,9											
Wartość firmy na akcję (PLN)	8,2											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%											
Cena docelowa	8,9											
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	10,9											
P/E('09) dla ceny docelowej	15,2											
Udział TV w EV	54%											

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	205,2	407,5	503,9	395,6	681,3	697,3	790,8
<i>zmiana</i>	8,4%	98,6%	23,7%	-21,5%	72,2%	2,3%	13,4%
Koszt własny sprzedaży	194,1	378,7	448,3	355,0	635,7	650,4	716,5
Zysk brutto na sprzedaży	11,0	28,8	55,6	40,6	45,6	46,9	74,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,4%	7,1%	11,0%	10,3%	6,7%	6,7%	9,4%
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	-21,5	-26,7
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-2,1	-5,7	1,8	-2,3	-2,4	-2,7
EBIT	3,5	15,8	31,8	24,1	24,3	23,1	45,0
<i>zmiana</i>	550,4%	349,9%	101,3%	-24,2%	0,8%	-4,9%	95,1%
<i>marża EBIT</i>	1,7%	3,9%	6,3%	6,1%	3,6%	3,3%	5,7%
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-0,7	4,7	-0,6	0,0	0,5	0,7
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	24,3	23,5	45,7
Podatek dochodowy	0,5	3,4	8,8	5,1	4,7	4,5	8,8
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	19,6	19,0	37,0
<i>zmiana</i>	-	448,0%	135,3%	-33,7%	6,9%	-3,0%	94,5%
<i>marża</i>	1,0%	2,9%	5,5%	4,6%	2,9%	2,7%	4,7%
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,5	5,0	5,1	5,2
EBITDA	4,2	16,7	33,4	28,5	29,3	28,2	50,2
<i>zmiana</i>	296,4%	299,7%	99,6%	-14,6%	2,6%	-3,8%	78,1%
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	4,1%	6,6%	7,2%	4,3%	4,0%	6,3%
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	1,1
CEPS	0,1	0,5	0,9	0,7	0,7	0,7	1,2
ROAE	48,5%	107,6%	46,2%	16,3%	14,9%	12,7%	21,4%
ROAA	3,3%	11,0%	13,2%	7,0%	6,7%	5,4%	9,8%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	68,5	145,7	271,9	253,7	333,3	365,5	387,8
Majątek trwały	17,6	23,9	41,9	66,0	76,4	77,5	80,1
Majątek obrotowy	50,9	121,8	230,1	187,6	256,8	288,0	307,8
Zapasy	7,7	20,7	102,5	104,8	108,2	125,5	127,8
Należności	30,0	55,0	49,7	55,0	120,7	123,7	141,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,6	1,7	1,6	1,5	2,6	2,7	3,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,1	24,5	62,4	11,6	7,9	18,4	16,6
Inne	8,7	19,9	13,9	14,7	17,5	17,7	18,6
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	68,5	145,7	271,9	253,7	333,3	365,5	387,8
Kapitał własny	5,3	16,5	103,1	121,4	141,0	158,1	187,6
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	46,3	46,3	26,7
Pożyczki i kredyty	3,9	2,6	0,4	10,0	34,6	34,6	15,0
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	145,9	161,0	173,5
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	110,1	122,3	138,7
Kontrakty budowlane	1,5	9,6	4,8	20,0	5,0	5,0	0,0
Rezerwy i inne	8,5	14,1	55,2	17,6	22,1	25,1	26,1
Dług	6,3	10,7	13,8	18,7	43,3	43,3	23,7
Dług netto	3,2	-13,8	-48,6	7,1	35,4	24,9	7,1
(Dług netto / Kapitał własny)	60,0%	-83,5%	-47,1%	5,8%	25,1%	15,8%	3,8%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	-0,8	-1,5	0,2	1,2	0,9	0,1
BVPS	0,2	0,6	3,0	3,6	4,2	4,7	5,5

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	2,8	20,9	0,0	-44,8	-3,4	18,3	36,3
Zysk netto	2,1	11,7	27,6	18,3	19,6	19,0	37,0
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,5	5,0	5,1	5,2
Kapitał obrotowy	-0,9	0,8	-54,6	-46,7	-26,9	-5,8	-5,6
Pozostałe	0,9	7,4	25,3	-20,9	-1,1	-0,1	-0,4
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	9,6	-1,9	-32,0
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	9,6	0,0	-24,6
Dywidenda (buy-back)	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	-1,9	-7,4
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	-50,7	-3,8	10,5	-1,7
Środki pieniężne na koniec okresu	3,1	24,5	62,4	11,6	7,9	18,4	16,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
FCF	1,3	9,3	-21,5	-74,4	-13,4	12,0	29,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,6%	1,1%	3,2%	4,1%	1,5%	0,8%	0,8%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	100,3	18,3	9,7	14,6	13,7	14,1	7,3
P/CE	76,1	16,9	9,1	11,7	10,9	11,1	6,4
P/BV	40,6	13,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,4
P/S	1,0	0,5	0,5	0,7	0,4	0,4	0,3
FCF/EV	0,6%	4,3%	-9,8%	-27,0%	-4,4%	4,1%	10,8%
EV/EBITDA	52,1	13,0	6,6	9,6	10,4	10,4	5,5
EV/EBIT	62,3	13,8	6,9	11,4	12,5	12,7	6,1
EV/S	1,1	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,3
DYield	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	2,8%
Cena (PLN)	7,9						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
MC (mln PLN)	215,1	215,1	268,0	268,0	268,0	268,0	268,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	218,3	218,3	219,4	275,1	303,5	293,0	275,1



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 Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)
EBIT - Zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE - wartość księgową
WNDB - wynik na działalności bankowej
P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie 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	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2009-09-04	2009-10-05	2009-11-04	2010-01-06	2010-02-03	2010-02-22	2010-04-07	2010-05-06
kurs z dnia rekomendacji	5,75	7,35	6,67	5,58	6,17	6,55	9,00	7,67
WIG w dniu rekomendacji	25094,96	37045,62	37391,24	41052,00	39904,02	38650,00	43562,01	41287,90